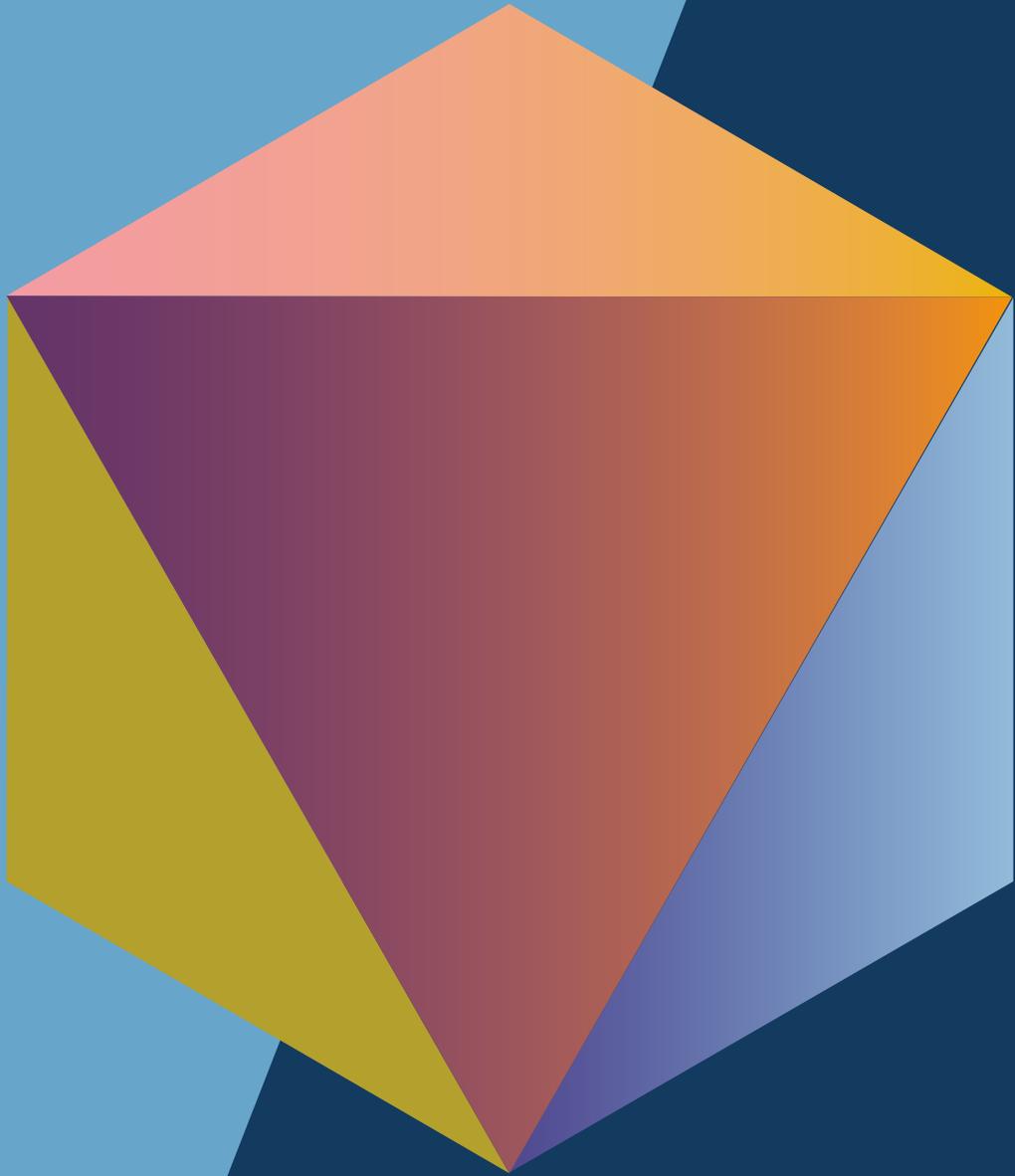

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

ISSN - 2711 - 1164



07/
2024



Julio de 2024

INFORME DE **POLÍTICA** **MONETARIA**

* Presentado por el equipo técnico a la Junta Directiva, para su reunión del 31 de julio de 2024.

Banco de la República
Bogotá, D. C. (Colombia)



Gerencia Técnica

Hernando Vargas Herrera
Gerente

Subgerencia de Política Monetaria e Información Económica (*)

Juan José Ospina Tejeiro
Subgerente

Departamento de Programación e Inflación

Carlos Huertas Campos
Director

Sección de Inflación

Adolfo León Cobo Serna
Jefe

Édgar Caicedo García
Juan Pablo Cote Barón
Nicolás Martínez Cortés
Franky Galeano Ramírez
Karen Pulido Mahecha
Sergio Restrepo Ángel

Sección de Programación Macroeconómica

Viviana Alfonso Corredor
Jefe

Luis Hernán Calderón López
Johanna Barbosa Buitrago
Marlon Salazar Silva
Darío Perdomo Sanchez

Sección de Gestión del Proceso de Pronóstico

Celina Gaitán Maldonado
Jefe

Andrea Salazar Díaz
Nicol Rodríguez Rodríguez
Nicolle Herrera Pinto

Departamento de Modelos Macroeconómicos

Franz Hamann Salcedo
Director

Sección de Pronóstico

Julián Pérez Amaya
Jefe

Jose Vicente Romero Chamorro
Jonathan Muñoz Martínez
Sebastián García Echeverry
Laura Acevedo Schoenbohm
Juan Camilo Laborde Vera
Cristian González Téllez

Sección de Desarrollo de Modelos y Capacidades

José David Pulido Pescador
Jefe

Sara Naranjo Saldarriaga
Anderson Grajales Olarte
Juan Andrés Rincón Galvis
Fredy Alexander Castaneda Valdes

(*) En la elaboración de este Informe también colaboraron Eliana González, jefe de la Sección de Estadística; Deicy Cristiano, Julián Cárdenas, Jesús Sarmiento y Ramón Hernández, profesionales de la Sección de Estadística; Jesús Bejarano, director del Departamento de Análisis Macroeconómico Aplicado; Andrés Herrera, David López, Steven Zapata y Manuela Quintero, profesionales del Grupo de Análisis Fiscal y Sectorial; Aarón Levi Garavito, investigador de la Subgerencia de Política Monetaria e Información Económica; Sebastián Quintero, Óscar Murillo, Gabriel Plata, Sara Olmos, Camila Pinzón, Jeison Rodríguez, Daniel Riaño, estudiantes en práctica.

Ciudad de edición: Bogotá D. C., Colombia.

Sugerencias y comentarios: +57 (1) 343 1011 / atencionalciudadano@banrep.gov.co



Política monetaria en Colombia

De acuerdo con el mandato constitucional, el Banco de la República debe “velar por mantener el poder adquisitivo de la moneda, en coordinación con la política económica general”¹. Para cumplir con este mandato, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) adoptó como estrategia un esquema flexible de inflación objetivo, en el cual las acciones de política monetaria (PM) buscan conducir la inflación a una meta puntual y alcanzar el nivel máximo sostenible del producto y del empleo.

La flexibilidad del esquema le permite a la JDBR mantener un balance apropiado entre el logro de la meta de inflación y el propósito de suavizar las fluctuaciones del producto y el empleo alrededor de su senda sostenible. La JDBR estableció una meta de inflación del 3%, planteada sobre la variación anual del índice de precios al consumidor (IPC). En el corto plazo la inflación puede ser afectada por factores que están fuera del control de la PM, como por ejemplo cambios en los precios de los alimentos debido a fenómenos climáticos. Para incorporar lo anterior, la JDBR anuncia, junto con la meta, un rango de ± 1 punto porcentual (3 ± 1 pp), el cual no es un objetivo de la PM, pero refleja el hecho de que la inflación puede fluctuar alrededor de la meta, sin pretender que sea siempre igual al 3%.

El principal instrumento que tiene la JDBR para el control de la inflación es la tasa de interés de política (tasa repo a un día o tasa de interés de referencia). Dado que las acciones de PM toman tiempo en tener un efecto completo sobre la economía y la inflación², para fijar su valor la JDBR evalúa el pronóstico y las expectativas de la inflación frente a la meta, así como el estado actual y las perspectivas sobre la evolución de la economía.

La JDBR se reúne una vez al mes, pero solo en ocho meses sesiona de forma ordinaria para tomar decisiones de PM (enero, marzo, abril, junio, julio, septiembre, octubre y diciembre). En los cuatro meses restantes (febrero, mayo, agosto y noviembre) no se toman, en principio, decisiones de este tipo³. Al finalizar las Juntas donde se toman decisiones de PM, se publica un comunicado y se hace una rueda de prensa a cargo del gerente general del Banco y el ministro de Hacienda. El tercer día hábil siguiente a la reunión se publican las minutas de la Junta, donde se describen las posturas que llevaron a adoptar la decisión. Adicionalmente, el segundo día hábil siguiente a la Junta, en enero, abril, julio y octubre, se publica el Informe de Política Monetaria (IPM)⁴ realizado por el equipo técnico del Banco. El cuarto día hábil siguiente a la Junta el gerente general aclara inquietudes sobre las minutas y el gerente técnico del Banco presenta el IPM. Este esquema de comunicación busca entregar información relevante y actualizada que contribuya a la toma de mejores decisiones por parte de los agentes de la economía⁵.

1 *Constitución Política de Colombia* (1991), artículo 373 y Sentencia C-481/99 de la Corte Constitucional.

2 Para un mayor detalle véase M. Jalil y L. Mahadeva (2010). “Mecanismos de transmisión de la política monetaria en Colombia”, Universidad Externado de Colombia, Facultad de Finanzas, Gobierno y Relaciones Internacionales, ed. 1, vol. 1, núm. 69, octubre.

3 Un miembro de la Junta puede solicitar en cualquier momento una reunión extraordinaria para tomar decisiones de PM.

4 Antes conocido como *Informe sobre Inflación*.

5 El actual esquema de comunicación fue aprobado por la JDBR en la reunión de mayo de 2023.

Contenido

1. Resumen **9**
 - 1.1 Resumen macroeconómico **9**
 - 1.2 Decisión de política monetaria **11**

2. Pronósticos macroeconómicos y análisis de riesgos **13**
 - 2.1 Contexto externo **13**
 - 2.2 Proyecciones macroeconómicas **18**
 - 2.3 Balance de riesgos del pronóstico macroeconómico **27**

3. Situación económica actual **31**
 - 3.1 Comportamiento de la inflación y precios **31**
 - 3.2 Crecimiento y demanda interna **33**
 - 3.3 Mercado laboral **36**
 - 3.4 Mercado financiero y monetario **37**

Recuadro 1: Comportamiento del déficit de la cuenta corriente y su relación de largo plazo con algunos determinantes fundamentales para Colombia y otros países de la región **40**

Anexo 1 Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros **44**

Anexo 2 Principales variables del pronóstico macroeconómico **45**

Anexo 3 Densidades predictivas para otras variables relevantes del pronóstico macroeconómico **48**

Índice de gráficos

- Gráfico 1.1** Índice de precios al consumidor **9**
- Gráfico 1.2** IPC sin alimentos ni regulados **9**
- Gráfico 1.3** Producto interno bruto, acumulado 4 trimestres **10**
- Gráfico 1.4** Brecha del producto **10**
- Gráfico 1.5** Tasa de interés de política, TIB e IBR **11**

- Gráfico 2.1** PIB real de los socios comerciales **13**
- Gráfico 2.2** Tasa de interés de política monetaria en algunos de los principales socios comerciales del país **14**
- Gráfico 2.3** Supuesto trimestral del precio del petróleo **15**
- Gráfico 2.4** Índice de presiones sobre las cadenas globales de suministro **15**
- Gráfico 2.5** Inflación en algunos de los principales socios comerciales del país **16**
- Gráfico 2.6** Supuesto trimestral de la tasa de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos **17**
- Gráfico 2.7** Supuesto trimestral de la prima de riesgo de Colombia (CDS) **17**
- Gráfico 2.8** Comportamiento de la prima de riesgo y de la tasa de cambio nominal para algunos países de América Latina **18**
- Gráfico 2.9** Brecha inflacionaria de la TCR trimestral **19**
- Gráfico 2.10** Índice de precios al consumidor **19**
- Gráfico 2.11** IPC sin alimentos ni regulados **19**
- Gráfico 2.12** IPC alimentos **20**
- Gráfico 2.13** IPC regulados **20**
- Gráfico 2.14** Pronósticos de inflación de bancos y comisionistas de bolsa **20**
- Gráfico 2.15** ISE total y por sectores de actividad **21**
- Gráfico 2.16** PIB trimestral **21**
- Gráfico 2.17** Exportaciones totales de bienes (FOB) **23**
- Gráfico 2.18** Importaciones totales de bienes (CIF) **23**
- Gráfico 2.19** Producto interno bruto, acumulado 4 trimestres **23**
- Gráfico 2.20** Brecha del producto **25**
- Gráfico 2.21** Cuenta corriente anual **25**
- Gráfico 2.22** Tasa de interés de política promedio trimestral observada y esperada por los analistas **26**
- Gráfico 2.23** Índice de precios al consumidor, densidad predictiva **29**
- Gráfico 2.24** IPC sin alimentos ni regulados, densidad predictiva **29**
- Gráfico 2.25** Producto interno bruto, acumulado 4 trimestres, densidad predictiva **29**
- Gráfico 2.26** Brecha del producto, densidad predictiva **29**

- Gráfico 3.1** IPC e indicadores de inflación básica **31**
- Gráfico 3.2** IPP por procedencia **31**
- Gráfico 3.3** IPC de bienes y servicios, sin alimentos ni regulados **31**
- Gráfico 3.4** IPC de servicios, sin alimentos ni regulados y sus componentes **32**
- Gráfico 3.5** IPC de regulados y sus componentes **33**
- Gráfico 3.6** IPC de alimentos y sus componentes **33**
- Gráfico 3.7** Producto interno bruto **33**
- Gráfico 3.8** Contribuciones a la variación anual del PIB trimestral **34**
- Gráfico 3.9** Formación bruta de capital fijo trimestral **34**
- Gráfico 3.10** Gasto de consumo final de los hogares y del Gobierno General **34**
- Gráfico 3.11** Exportaciones, importaciones y balanza comercial **35**
- Gráfico 3.12** Niveles sectoriales de valor agregado del primer trimestre de 2024 relativos al cuarto trimestre de 2019 **35**
- Gráfico 3.13** Población ocupada por dominios geográficos **36**
- Gráfico 3.14** Empleo por posición ocupacional: agregado nacional **36**
- Gráfico 3.15** Tasa de desempleo por dominios geográficos **37**
- Gráfico 3.16** Curva de Beveridge para las siete ciudades principales **37**
- Gráfico 3.17** Tasas reales de interés del crédito **38**
- Gráfico 3.18** Cartera bruta en moneda nacional **39**
- Gráfico 3.19** Indicador de mora **39**

- Gráfico R1.1** Comportamiento de la cuenta corriente por componentes **40**
Gráfico R1.2 Balance Ahorro-Inversión **41**
Gráfico R1.3 Cuenta corriente y Cuenta Corriente de largo plazo como porcentaje del PIB - Colombia **42**
Gráfico R1.4 Cuenta corriente y Cuenta Corriente de largo plazo como porcentaje del PIB - Región **42**
- Gráfico A3.1** Supuesto trimestral del crecimiento 12 meses de los socios comerciales con base en las proyecciones anuales, densidad predictiva **48**
Gráfico A3.2 Supuesto trimestral del precio del petróleo, densidad predictiva **48**
Gráfico A3.3 Supuesto trimestral de la tasa de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos, densidad predictiva **48**
Gráfico A3.4 Supuesto trimestral de la prima de riesgo de Colombia (CDS), densidad predictiva **48**
Gráfico A3.5 IPC de alimentos, densidad predictiva **49**
Gráfico A3.6 IPC de regulados, densidad predictiva **49**

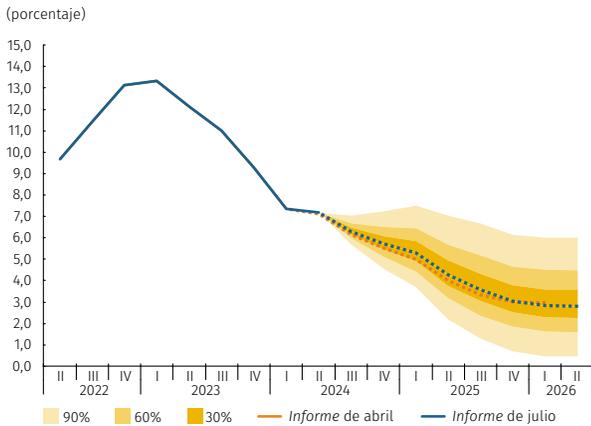
Índice de cuadros

Cuadro 2.1 Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales **14**

Cuadro 3.1 Tasas de interés promedio mensual **38**

1. Resumen

Gráfico 1.1
Índice de precios al consumidor^{a/, b/}
(variación anual, fin de periodo)

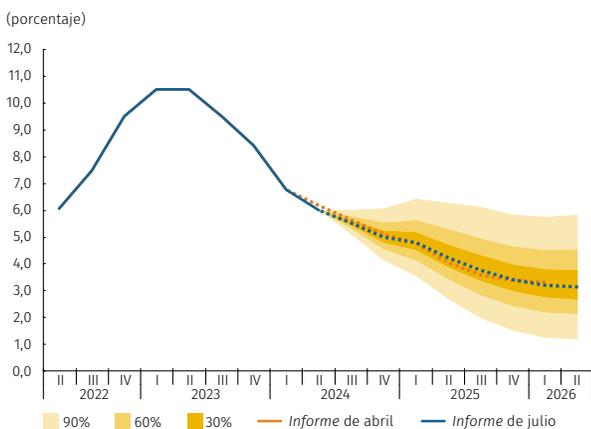


a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las densidades del Patacon y el 4GM.

b/ La distribución de probabilidad corresponde al ejercicio de pronóstico del Informe de julio.

Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Gráfico 1.2
IPC sin alimentos ni regulados^{a/, b/}
(variación anual, fin de periodo)



a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las densidades del Patacon y el 4GM.

b/ La distribución de probabilidad corresponde al ejercicio de pronóstico del Informe de julio.

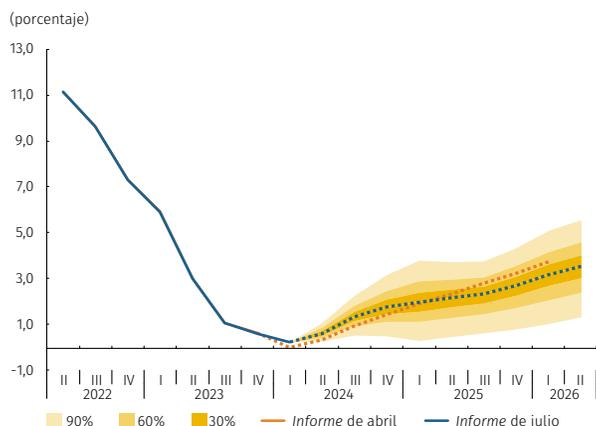
Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

1.1 Resumen macroeconómico

De acuerdo con lo proyectado, durante el segundo trimestre la inflación anual se mantuvo estable en el 7,2%, mientras que la inflación básica (6,0% en junio) continuó descendiendo a un ritmo algo mayor que el proyectado. Las acciones acumuladas de la política monetaria y la disolución de algunos choques que han afectado los precios continuarían contribuyendo a la convergencia de la inflación a la meta del 3%. En el segundo trimestre los precios de los alimentos aumentaron más de lo esperado debido al repunte del grupo de perecederos. Lo anterior fue compensado por un descenso mayor del proyectado en la variación anual de las otras canastas del índice de precios al consumidor (IPC). Respecto a las estimaciones realizadas en abril para fin de año, en este Informe se proyecta un aumento anual mayor del IPC de alimentos debido a los recientes choques de oferta (los cuales se irían diluyendo gradualmente), y a incrementos en los costos internacionales de transporte. Lo anterior, pese a unas condiciones climáticas que se prevén favorables. El IPC de regulados continuaría desacelerándose, pero a un ritmo más lento, debido a ajustes más altos en los precios de la energía y el transporte. La inflación básica descendería a un ritmo similar al estimado en el Informe anterior y se situaría en el 5,0% para fin de año. Este último pronóstico enfrenta riesgos al alza originados, principalmente, en el grupo de arriendos. De materializarse estas proyecciones, que en el caso particular de alimentos y regulados tienen un grado de incertidumbre elevado, la inflación total resultaría en un nivel más alto para 2024 (5,7%) que lo estimado en abril (5,5%) (Gráficos 1.1 y 1.2). Lo anterior podría ralentizar la convergencia de la inflación a la meta en 2025, en parte, por la indexación de algunos grupos del IPC a una inflación más alta. No obstante, los efectos acumulados de la política monetaria, junto a una brecha del producto que, frente al Informe anterior, se estima más negativa para el siguiente año, además de las bajas presiones cambiarias, contribuirían a mantener la tendencia decreciente de la inflación y la situarían en un 3,0% al finalizar 2025. Estas proyecciones continúan enfrentando una incertidumbre elevada, asociada, principalmente, con el comportamiento futuro de la tasa de cambio, con el grado de persistencia de los choques de oferta que han afectado el precio de los alimentos, y con las disposiciones en cuanto a ajustes a los servicios públicos y al transporte, entre otros.

Las nuevas cifras de actividad económica sugieren un crecimiento económico para 2024 (1,8%) mayor que lo proyectado en abril (1,4%). El crecimiento económico para el primer trimestre (0,9%) fue mayor que el estimado por el equipo técnico del Banco (0,3%). Esto se dio por una demanda externa neta con un aporte más positivo al producto interno bruto

Gráfico 1.3
Producto interno bruto, acumulado 4 trimestres^{a, b, c/}
(variación anual)



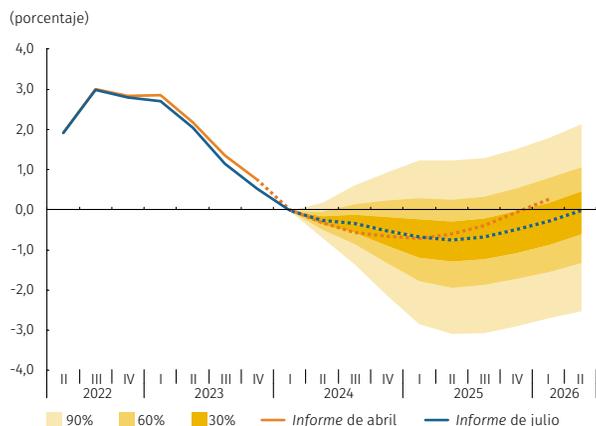
a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las densidades del Patacon y el 4GM.

b/ Series desestacionalizadas y ajustadas por efectos calendario.

c/ La distribución de probabilidad corresponde al ejercicio de pronóstico del Informe de julio.

Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Gráfico 1.4
Brecha del producto^{a, b, c/}
(acumulado 4 trimestres)



a/ La estimación histórica de la brecha se calcula a partir de la diferencia entre el PIB observado (acumulado 4 trimestres) y el PIB potencial (tendencial; acumulado 4 trimestres) que resulta del modelo 4GM; en el pronóstico se calcula a partir de la diferencia entre la estimación del PIB del equipo técnico (acumulado 4 trimestres) y el PIB potencial (tendencial; acumulado 4 trimestres) que resulta del modelo 4GM.

b/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las densidades del Patacon y el 4GM.

c/ La distribución de probabilidad corresponde al ejercicio de pronóstico del Informe de julio.

Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

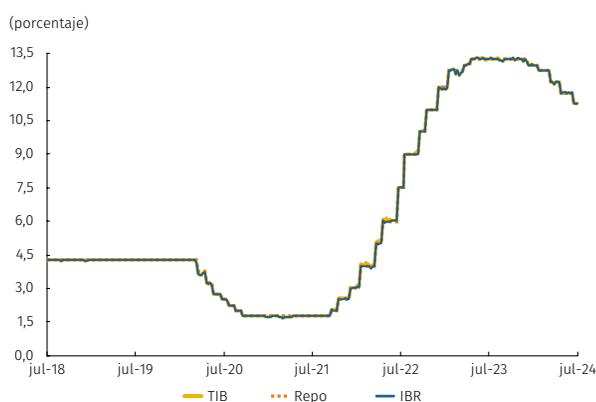
(PIB), dada una caída anual más pronunciada de las importaciones y un aumento anual mayor de lo esperado de las exportaciones. La inversión cayó y el consumo privado no creció, con lo cual la demanda interna continuó aportando negativamente al crecimiento anual, pese a su recuperación en el margen. Los indicadores económicos para el segundo trimestre sugieren que el PIB habría continuado con su recuperación (1,8% anual), en parte, como resultado de choques positivos de oferta en el sector primario y de demanda en el terciario, que se estiman de carácter transitorio. La demanda interna habría dejado de caer en términos anuales y completaría tres trimestres con aumentos trimestrales, principalmente por el comportamiento de la inversión total y, en menor medida, del consumo. El déficit comercial se ampliaría levemente, producto de unas importaciones que, en el margen, crecerían más que las exportaciones. En lo que resta de 2024 y hacia 2025 los niveles de actividad económica continuarían recuperándose, en un entorno de condiciones de financiamiento externo que se irían tornando gradualmente menos apretadas y de una política monetaria menos restrictiva a lo largo del horizonte de pronóstico, pero compatible con una inflación que se situaría en el 3% \pm 1 punto porcentual (pp) en 2025. Con esto, el crecimiento para 2024 se revisó al alza desde el 1,4% al 1,8% y el de 2025 a la baja del 3,2% al 2,7%. La revisión a la baja para 2025 se debe, en parte, a la mayor base de comparación que implica la revisión al alza en 2024 (Gráfico 1.3). En el presente año los excesos de capacidad productiva serían algo menores que los estimados en abril, pero más acentuados a lo largo de 2025 y se diluirían al final del horizonte de pronóstico (Gráfico 1.4). Estas estimaciones continúan sujetas a un alto grado de incertidumbre por factores externos (tensiones políticas globales y la política monetaria en los países avanzados) e internos (incertidumbre sobre la evolución e impacto de las reformas presentadas al Congreso y la respuesta de la demanda interna a las condiciones financieras locales y al recorte anunciado en el gasto público).

A nivel global la actividad económica sigue débil, la inflación continúa descendiendo, pero aún supera las metas en varios países, y las condiciones financieras externas del país se mantienen similares a las estimadas en abril. Respecto a lo presentado en abril, la demanda externa relevante para Colombia sigue débil y las proyecciones indican que se recuperaría en 2025 a un ritmo algo más lento que el proyectado. Las mayores perspectivas de oferta de petróleo redujeron la senda esperada de su precio y se traducen en unos términos de intercambio menores. En Estados Unidos, la Reserva Federal (Fed) no modificó la tasa de interés de política en junio y la mediana de los pronósticos de sus miembros indicó que el primer recorte de esta tasa podría darse a finales del año. Posteriormente, la inflación total y la inflación básica de junio se redujeron más de lo esperado por el mercado, pero sus niveles y expectativas para 2025 se mantuvieron por encima de la meta. Al tiempo, el crecimiento del producto del segundo trimestre indicó una desaceleración de la economía algo más lenta de la estimada. En este entorno, el sendero esperado para la tasa de interés

de la Fed implícito en el mercado de futuros se situó en valores similares al proyectado por el equipo técnico en el *Informe* de abril. La prima de riesgo del país aumentó levemente y la tasa de cambio promedio resultó algo menor de lo proyectado en el *Informe* anterior, reflejando unas condiciones de financiamiento externas similares a las proyectadas en abril. Con todo esto, el equipo técnico mantuvo el sendero esperado de la tasa de interés de la Fed, con dos recortes para lo que resta del año y cuatro más en 2025. La incertidumbre sobre los pronósticos externos y sobre su impacto en el país se mantiene elevada, dada la imprevisible evolución de los conflictos globales (Ucrania y Medio Oriente), el desempeño y los costos del comercio exterior, las condiciones financieras externas y la percepción del riesgo soberano de Colombia, entre otros.

La postura contractiva de la política monetaria sigue apoyando la convergencia de la inflación a la meta del 3%; sin embargo, la inflación y las medidas de expectativas continúan por encima de la misma. Los indicadores de actividad económica para el segundo trimestre de 2024 señalan que el producto completaría tres periodos con aumentos trimestrales y una demanda interna que habría dejado de caer en términos anuales. Los excesos de capacidad productiva serían similares a los estimados en abril y la posición externa sería más sostenible frente a la registrada un año atrás. En el mercado laboral, la tasa de desempleo se mantiene en niveles que se pueden calificar como bajos respecto a su historia. La dinámica del crédito siguió moderándose y se espera que los hogares continúen reduciendo sus indicadores de endeudamiento. Como se esperaba, durante el segundo trimestre la inflación total se mantuvo estable, mientras que la básica continuó reduciéndose, pero ambas registran tasas elevadas que superan ampliamente la meta. Las expectativas de inflación siguen por encima del 3%, aunque a dos y más años se redujeron y se acercaron a la meta. Hacia adelante, se espera que la inflación continúe disminuyendo, en un entorno de excesos de capacidad productiva. Este contexto macroeconómico, caracterizado por una inflación elevada, expectativas de inflación superiores al 3% y riesgos al alza en estas variables, señala la necesidad de mantener una postura de política monetaria contractiva que continúe propendiendo por la convergencia de la inflación hacia la meta en 2025. En la medida en que se siga consolidando la convergencia de la inflación y sus expectativas hacia la meta y se mantengan condiciones favorables para la estabilidad macroeconómica del país, la política monetaria podrá ser menos restrictiva.

Gráfico 1.5
Tasa de interés de política, TIB e IBR^{a/}
(datos semanales)



a/ TIB: Tasa de interés interbancaria. IBR: Indicador bancario de referencia. Repo: Tasa de interés de política monetaria.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

1.2 Decisión de política monetaria

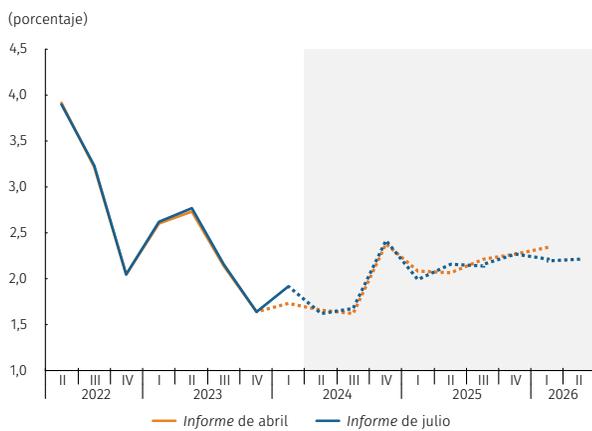
En sus reuniones de junio y julio la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) decidió, por mayoría, reducir la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos básicos (pb) en cada reunión, llevándola al 10,75% (Gráfico 1.5).

2. Pronósticos macroeconómicos y análisis de riesgos¹

2.1 Contexto externo

2.1.1 Demanda externa

Gráfico 2.1
PIB real de los socios comerciales
(variación anual; proyecciones según
el supuesto de todo el año)



Fuentes: Bloomberg, oficinas de estadísticas, bancos centrales; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

En 2024 la demanda externa relevante para Colombia se desaceleraría a un ritmo algo menor del contemplado en el Informe anterior, con un repunte moderado hacia 2025 (Gráfico 2.1). En su más reciente informe, el Fondo Monetario Internacional (FMI) proyecta una ligera desaceleración del crecimiento económico mundial en 2024 al 3,2%, luego del 3,3% estimado para 2023. En línea con esto, la senda de crecimiento de los principales socios comerciales del país continuaría señalando alguna desaceleración en su ritmo de expansión anual. En Estados Unidos el crecimiento económico del primer trimestre del año resultó ser más débil de lo contemplado, debido, principalmente, a una disminución del consumo privado en medio del agotamiento del ahorro acumulado durante la pandemia y los impactos rezagados de la política monetaria contractiva sobre la actividad de ese país. Adicionalmente, los datos más recientes han señalado una menor confianza y un deterioro de las perspectivas empresariales². Esto estuvo acompañado de sorpresas a la baja en la inflación total y básica en los últimos dos meses y un mercado laboral cada vez más balanceado. Por el contrario, en el primer trimestre del año se observaron crecimientos mejores que los contemplados en economías como la zona del euro, Brasil, Perú, Ecuador y China. Se destaca la expansión del 5,3%³ en términos anuales de la economía china debido a unas mayores exportaciones, y el crecimiento anual del 1,2% en Ecuador, explicado por una mayor demanda externa neta, específicamente jalonada por menores importaciones. Lo anterior, en un contexto de condiciones financieras internacionales relativamente holgadas frente al año anterior, la continuación de la flexibilización monetaria en la región, así como el inicio del ciclo de reducción de las tasas de interés en algunas economías avanzadas como Canadá y la zona

1 Las proyecciones presentadas en este capítulo fueron realizadas a partir de estimaciones de los modelos centrales de pronóstico Patacon y 4GM. Para mayor detalle de estos modelos véase <https://www.banrep.gov.co/es/node/149> y <https://www.banrep.gov.co/en/4gm-new-model-monetary-policy-analysis-colombia>

2 En la escritura del presente Informe se conoció que, según cifras preliminares, en el segundo trimestre del 2024 el PIB de Estados Unidos presentó un crecimiento trimestral anualizado del 2,8%, con lo cual se habría acelerado frente al 1,4% registrado durante el primer trimestre.

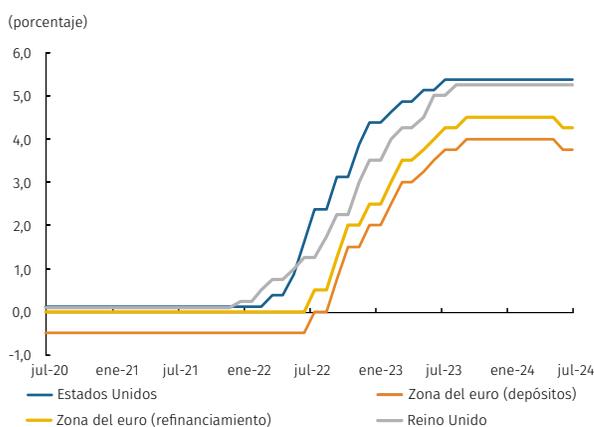
3 Durante la redacción del presente Informe se conoció que en el segundo trimestre la economía china creció a un ritmo del 4,7% en términos anuales. Esta cifra es inferior al objetivo del gobierno chino del 5,0% para todo el año y se explica por una debilidad de su demanda interna. Posterior al dato, el Banco Central de China redujo en 10 pb sus principales tasas de interés a uno y cinco años, ubicándolas en 3,35% y 3,85%; respectivamente.

del euro (Gráfico 2.2). Así, para 2024 se revisó ligeramente al alza el supuesto de crecimiento de los socios comerciales del país al 1,9%⁴, lo que continúa representando una desaceleración frente al 2,3% estimado para 2023. Hacia 2025 se proyecta un repunte del crecimiento al 2,1%⁵ (Cuadro 2.1), lo que representa una ligera revisión a la baja frente al *Informe* anterior. El repunte ocurriría en la medida en que la inflación siga convergiendo a sus metas y el ciclo de flexibilización de las tasas de interés de política monetaria continúe.

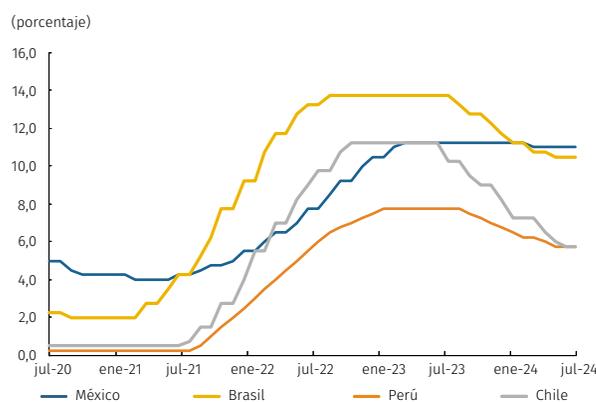
Gráfico 2.2

Tasa de interés de política monetaria en algunos de los principales socios comerciales del país

A. Economías avanzadas



B. América Latina



Nota: los datos de julio de 2024 son los observados al 25 de ese mes. Fuente: Bloomberg.

Cuadro 2.1

Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales^{a/}

Principales socios	2022 (pr)	2023 (pr)	2024 (proy)	2025 (proy)
Estados Unidos	1,9	2,5	2,0	1,7
Zona del euro	3,4	0,6	0,7	1,5
China	3,0	5,2	4,8	4,3
Ecuador	6,2	2,4	1,0	1,9
Brasil	3,0	2,9	2,1	2,0
Perú	2,7	-0,5	2,3	2,6
México	3,9	3,2	2,2	1,9
Chile	2,1	0,3	2,5	2,3
Total socios comerciales^{a/}	3,6	2,3	1,9	2,1

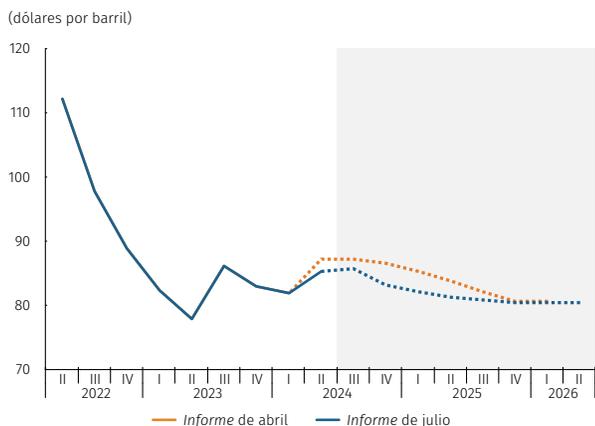
(pr): preliminar. (proy): proyectado.
 a/ Para el cálculo de las ponderaciones se hace uso de la participación en el comercio de bienes no tradicionales.
 Fuentes: Bloomberg, Focus Economics, oficinas de estadística y bancos centrales de los países (datos observados); Banco de la República (proyecciones y cálculos).

2.1.2 Desarrollos de precios en el extranjero

El supuesto del precio del petróleo se revisó a la baja en el horizonte de pronóstico frente al Informe anterior, en un contexto de una mayor disponibilidad de crudo en el mercado (Gráfico 2.3). En el segundo trimestre del año el precio promedio del crudo para la referencia Brent fue cercano a USD85 por barril (bl), cifra superior al valor observado en el primer trimestre del año. El aumento reciente en los precios responde a una mayor demanda de petróleo y sus derivados como el *jet fuel*, impulsada por el inicio en la temporada de verano en el hemisferio norte, y a la reciente reducción de los inventarios de crudo en Estados Unidos. A lo anterior se suma la implementación de los recortes voluntarios de la Organización de Países Exportadores de Petróleo y sus aliados (OPEP+) vigentes hasta el tercer trimestre de 2024, junto con la moderación en los niveles de producción de Rusia. Asimismo, los precios se han visto presionados al alza por el inicio de la temporada de huracanes, el aumento de las tensiones geopolíticas en Medio Oriente, junto con la expectativa de inicio del ciclo de flexibilización de tasa de interés en Estados Unidos, que favorecería

- 4 En el *Informe* de abril se esperaba que el crecimiento agregado de los principales socios comerciales del país fuera del 1,8% para 2024 y 2,2% para 2025.
- 5 Sin embargo, este crecimiento sería inferior al promedio histórico del indicador (2,94% entre 2001 y 2022).

Gráfico 2.3
Supuesto trimestral del precio del petróleo



Fuente: Bloomberg; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

la demanda por combustibles al impulsar la actividad económica. No obstante, en el horizonte de pronóstico el precio del petróleo disminuiría, debido a una mayor disponibilidad de crudo en el mercado, la cual estaría explicada, principalmente, por la tendencia creciente observada y esperada en los niveles de producción de petróleo de los países fuera de la OPEP (Estados Unidos, Guyana, Brasil y Canadá), junto con la eliminación gradual de los recortes voluntarios cercanos a 2,2 millones de barriles diarios sobre la producción de algunos países miembros de la OPEP+, los cuales iniciarían en septiembre de 2024 y finalizarían en septiembre de 2025⁶. Con todo lo anterior, se supone un precio promedio para el Brent cercano a los USD 84 bl en 2024 y de USD 81 bl en 2025, proyecciones inferiores a lo contemplado en el *Informe* anterior (USD 86 bl y USD 83 bl, respectivamente). En general, la incertidumbre sobre la evolución de este precio se mantiene elevada debido, en particular, a las decisiones futuras que pueda implementar la OPEP+ y a los múltiples choques que afectan a este mercado.

En 2024 los términos de intercambio se reducirían frente al año anterior, aunque menos que lo contemplado en el *Informe de abril*. Para este año se continúa proyectando un deterioro anual de los términos de intercambio de Colombia, en un contexto de una reducción de la cotización internacional de los precios del petróleo. No obstante, la reducción sería menor a lo contemplado en el *Informe* anterior, debido al crecimiento esperado en la cotización internacional de los precios del oro, un menor crecimiento esperado de los precios en dólares de los bienes intermedios importados por el país, y una menor reducción de los precios internacionales del café y el carbón.

Durante lo que resta de 2024 la inflación total a nivel mundial continuaría moderándose, pero se mantendría por encima de la meta en algunas economías avanzadas, como Estados Unidos y la zona del euro. En lo corrido de 2024 el proceso de moderación de la inflación mundial se ha revertido ligeramente debido, principalmente, al aumento de los precios internacionales de la energía, así como por la persistencia de los elevados precios de los servicios y unos mercados laborales aún apretados. En línea con esto, en mayo la inflación total de los países de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) aumentó ligeramente al 5,9%, mientras que el componente básico se moderó ligeramente al 6,1%. Frente a esto, el más reciente informe del Banco Mundial destacó la elevada persistencia de la inflación básica en economías avanzadas, señalando que la desinflación de bienes continuaría aunque a un menor ritmo, en línea con algunas presiones recientes en las cadenas de suministro, mientras que la inflación de los servicios seguiría siendo elevada (Gráfico 2.4). Este organismo estima que la inflación total mundial continuaría desacelerándose, pero solo se acercaría al promedio mundial de la meta de inflación (2,5%) hacia finales de

Gráfico 2.4
Índice de presiones sobre las cadenas globales de suministro^{a/}



a/ Para su construcción los autores toman indicadores de costos de transporte internacional (Baltic Dry Index, Harpex Index, entre otros) y algunos de los componentes de la encuesta de condiciones empresariales (PMI, por su sigla en inglés) para la zona del euro, China, Japón, Corea del Sur, Taiwán, el Reino Unido y los Estados Unidos.

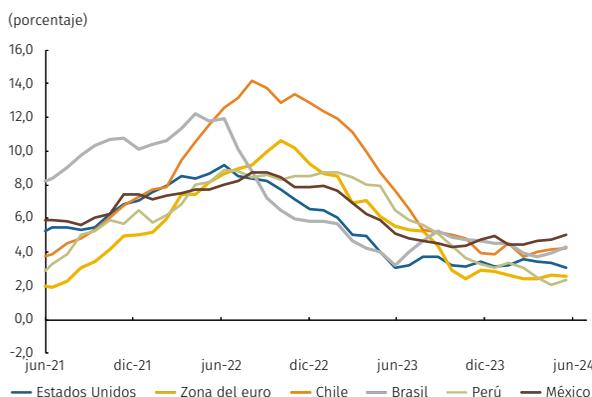
Fuente: Benigno, di Giovanni, Groen, and Noble, "A New Barometer of Global Supply Chain Pressures" Federal Reserve Bank of New York Liberty Street Economics.

6 En su reunión del 2 de junio de 2024 la OPEP+ decidió prolongar hasta 2025 los objetivos de producción establecidos en 2024. Adicionalmente, decidieron mantener los recortes voluntarios de algunos miembros de la organización cercanos a los 2,2 millones de barriles diarios hasta septiembre de 2024, para luego eliminarlos gradualmente cada mes hasta finales de septiembre de 2025, esta moderación en los recortes puede ser pausada o revertida dependiendo de las condiciones del mercado.

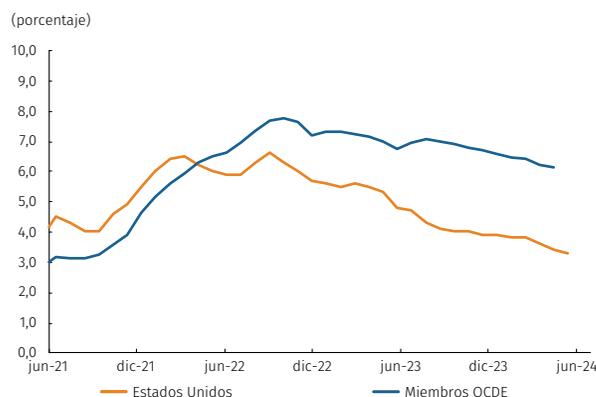
2026. En Estados Unidos la inflación de junio de 2024 sorprendió a la baja al mercado por segundo mes consecutivo, luego de las sorpresas al alza observadas en el primer trimestre del año. Así, la inflación total anual se moderó al 3,0% luego del 3,3% de mayo, en medio de unos menores precios locales de la gasolina, una continua deflación de bienes y alguna moderación en los precios de los servicios relacionados con la vivienda. Por su parte, la inflación básica se situó en un 3,3% anual, dato que también sorprendió a la baja al mercado. En la zona del euro en junio se dio alguna moderación de la inflación total anual al 2,5%, mientras que la básica se mantuvo estable en un 2,9% (Gráfico 2.5). Hacia adelante se espera que la inflación total en estas economías continúe reduciéndose en medio de los efectos rezagados de la política monetaria restrictiva en la actividad económica y la moderación en los precios internacionales de la energía. Sin embargo, se mantendría por encima de su meta a finales de 2024⁷. Los organismos internacionales contemplan riesgos al alza en el corto plazo sobre la inflación mundial asociados con la persistencia en los aumentos de precios en el sector de servicios y con las presiones alcistas relacionadas con las renovadas tensiones geopolíticas y sobre el comercio mundial. A esto se suman unos mercados laborales aún resilientes, junto con la temporada de huracanes en Estados Unidos, la cual se pronostica inusualmente activa.

Gráfico 2.5
Inflación en algunos de los principales socios comerciales del país

A. Inflación total



B. Inflación excluyendo alimentos y energía



Fuentes: Bloomberg y Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE).

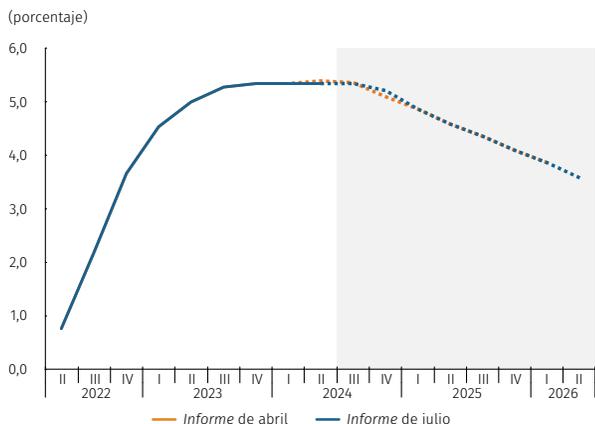
2.1.3 Desarrollos financieros externos

El supuesto de la tasa de interés de política monetaria en Estados Unidos es similar al presentado en el Informe anterior, en un entorno de elevada incertidumbre sobre la evolución de los precios y la actividad económica en ese país. En su reunión de julio de 2024, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por su sigla en inglés) mantuvo sin cambios su tasa de interés en un rango entre el 5,25% y 5,50%⁸, en línea con lo esperado en el Informe de abril (Gráfico 2.6). En las minutas de la reunión de junio, los miembros del FOMC señalaron los avances recientes en el

7 En Estados Unidos, según la mediana de las encuestas de junio de 2024 aplicada por la Reserva Federal de Nueva York a *primary dealers* y a *market participants*, se espera una inflación total PCE (deflactor implícito del consumo) del 2,2% para finales de 2024. En la zona del euro, según la encuesta del Banco Central Europeo (BCE) de junio de 2024, la mediana de la inflación total armonizada sería del 2,3% para el último trimestre de 2024.

8 En su reunión del 6 de junio de 2024 el Banco Central Europeo (BCE) redujo en 25 pb sus tasas de interés de referencia. No obstante, las últimas proyecciones del BCE revisaron al alza su pronóstico de inflación total y básica para 2024 y 2025, y en su reunión de julio se mantuvieron estables las tasas de interés de referencia. El mercado espera que no se den modificaciones adicionales de la tasa de interés en lo que resta del año.

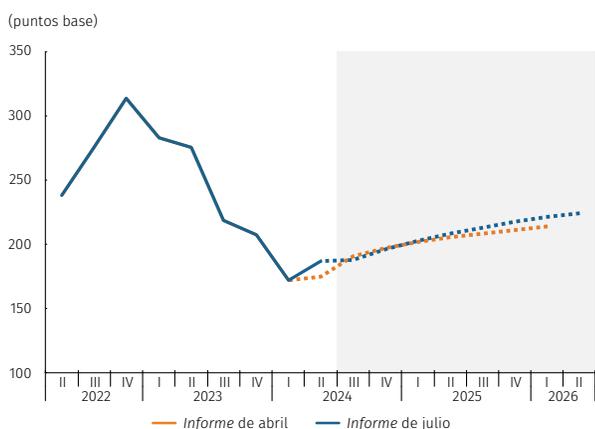
Gráfico 2.6
Supuesto trimestral de la tasa de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos



Fuente: Reserva Federal de San Luis; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

proceso desinflacionario, así como unas expectativas de inflación estables, pero mantuvieron un enfoque que depende de los datos para la toma de decisiones futuras sobre la política monetaria. Adicionalmente, la mediana de las proyecciones del FOMC⁹, publicadas en junio, revisó al alza su estimación para la tasa de interés, señalando un solo recorte de 25 pb para finales del año y una reducción de 100 pb a lo largo de 2025. No obstante, esta revisión se dio antes de observar las sorpresas a la baja registradas en la inflación de mayo y junio. Los futuros asociados a la tasa de interés de política monetaria se han moderado en las últimas semanas como respuesta a los recientes datos de inflación, mercado laboral y actividad económica, y se han ubicado por debajo de la expectativa actual de la Reserva Federal (Fed)¹⁰. Teniendo en cuenta lo anterior, para 2024 se mantiene el supuesto para la tasa de interés de política monetaria en los Estados Unidos similar al presentado en el *Informe* de abril y contempla dos reducciones de 25 pb en lo que resta del año, para situarla en un rango entre el 4,75% y 5,00% al cierre de 2024. Hacia 2025 se darían cuatro reducciones escalonadas en la tasa de interés de 25 pb cada una, para ubicarla en un rango entre el 3,75% y 4,0% a finales de ese año, en la medida en que continúe el proceso desinflacionario. La incertidumbre sobre este supuesto se mantiene elevada y estaría asociada con la evolución del mercado laboral local, el ritmo de expansión de la actividad, las preocupaciones sobre la sostenibilidad fiscal de ese país, posibles aumentos en la tasa de interés real neutral, los impactos de los conflictos geopolíticos sobre los precios internacionales de la energía y la temporada de huracanes que podrían afectar la inflación interna.

Gráfico 2.7
Supuesto trimestral de la prima de riesgo de Colombia (CDS)^{a/}



a/ Corresponde a los *Credit default swap* a cinco años.
Fuente: Bloomberg; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Para 2024 y 2025 se supone una prima de riesgo para Colombia ligeramente superior a lo proyectado en el Informe anterior (Gráfico 2.7). Durante el segundo trimestre del año, la aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales aumentó, en línea con los resultados de las elecciones parlamentarias en la Unión Europea, las presidenciales en México y con el recrudecimiento de los conflictos bélicos en Medio Oriente y Ucrania. Además, las sorpresas al alza en la inflación observadas durante el primer trimestre llevaron a un aumento en las expectativas de la tasa de interés de política monetaria a nivel global frente a lo que se esperaba a comienzos del año, sugiriendo que las condiciones financieras internacionales se tornarían más apretadas. En este contexto, las primas de riesgo de varios países emergentes aumentaron en el segundo trimestre de 2024 (Gráfico 2.8, panel A). En el caso de Colombia, el promedio del *credit default swap* (CDS) a cinco años pasó de 172 pb en el primer trimestre a 187 pb en el segundo. Sin embargo, en el corrido de julio (hasta el 25), las condiciones financieras internacionales se han tornado más favorables en

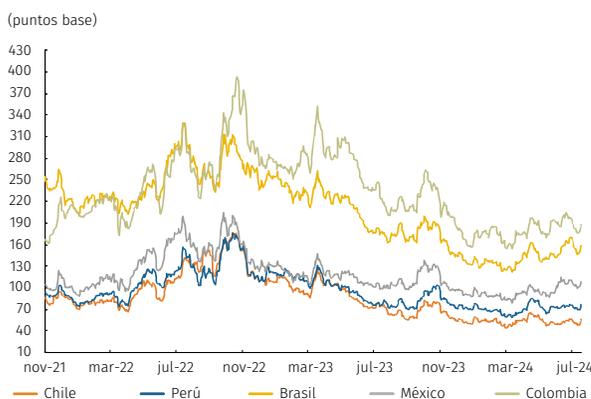
9 En el reporte de junio de 2024 la mediana de las nuevas proyecciones del FOMC revisó al alza sus proyecciones sobre el deflactor implícito del consumo (PCE) del 2,4% al 2,6%, mientras que para el componente básico del PCE la revisión fue del 2,6% al 2,8% para el mismo período.

10 Para finales de 2024 y 2025 los futuros asociados a la tasa de interés de política monetaria, tomados el 25 de julio de 2024, se ubican en el 4,80% y 3,68%, respectivamente, frente al 4,99% y 4,36% de los futuros tomados el 19 de abril de 2024.

un entorno de sorpresas a la baja en la inflación de algunas economías avanzadas, que generan expectativas de una política monetaria menos restrictiva. Con lo anterior, la prima de riesgo del país ha vuelto a moderarse hasta alcanzar los 185 pb en promedio, 9 pb menos que en el promedio de junio, y la tasa de cambio ha mostrado una apreciación cercana al 1% en el mismo periodo (Gráfico 2.8, panel B). En línea con esto, se supone una senda de la prima de riesgo marginalmente superior a la del *Informe* anterior, que alcanzaría, en promedio, los 186 pb en 2024. Para 2025 el CDS a cinco años alcanzaría, en promedio, los 211 pb¹¹. Esta senda de la prima de riesgo mantiene una tendencia creciente en medio de la alta incertidumbre sobre el futuro de las cuentas fiscales del país y un nivel de endeudamiento público que aumentaría en el horizonte de pronóstico. La trayectoria también considera la elevada incertidumbre global, la persistencia de conflictos geopolíticos a nivel mundial y la expectativa de una política monetaria menos restrictiva en los países avanzados.

Gráfico 2.8
Comportamiento de la prima de riesgo y de la tasa de cambio nominal para algunos países de América Latina

A. Credit default swap a cinco años



B. Tasa de cambio nominal



Nota: cifras hasta el 25 de julio de 2024.
Fuente: Bloomberg; cálculos del Banco de la República.

2.2 Proyecciones macroeconómicas¹²

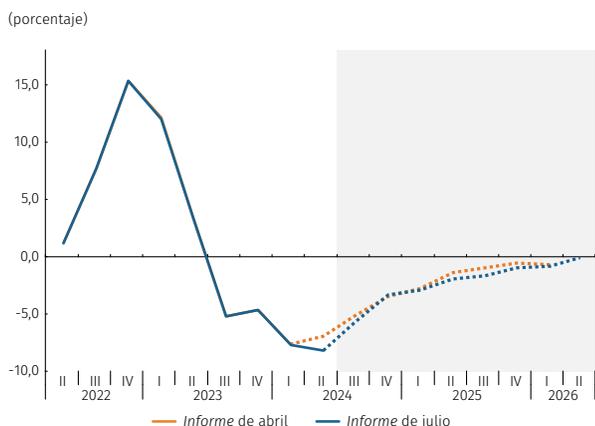
2.2.1 Inflación

Pese a la pausa observada durante el segundo trimestre, la inflación total al consumidor continuaría reduciéndose gradualmente para converger a la meta en el horizonte de pronóstico. Esto, debido, principalmente, a una postura contractiva de la política monetaria, a unas brechas negativas del producto y de la tasa de cambio real (Gráfico 2.9), a la moderación de las expectativas de inflación y a la dilución plena de los choques de oferta. No obstante, dadas las presiones sobre los precios acumuladas en el pasado y la inercia que han generado sobre la inflación en Colombia, esta continuaría registrando tasas superiores a la meta durante 2024, y convergería al 3,0% en 2025. Frente al *Informe* de abril, la senda de pronóstico se incrementó levemente, aunque con una importante incertidumbre debido a la naturaleza de sus principales determinantes. Para 2024 la revisión al alza se centra, en especial, en los alimentos y los regulados, y está asociada con una fase alcista del ciclo agrícola que podría ser más acentuada que la prevista, tomando en cuenta

11 En el *Informe* de abril el supuesto para el CDS a cinco años de Colombia fue de 184 pb para 2024 y 207 pb para 2025.

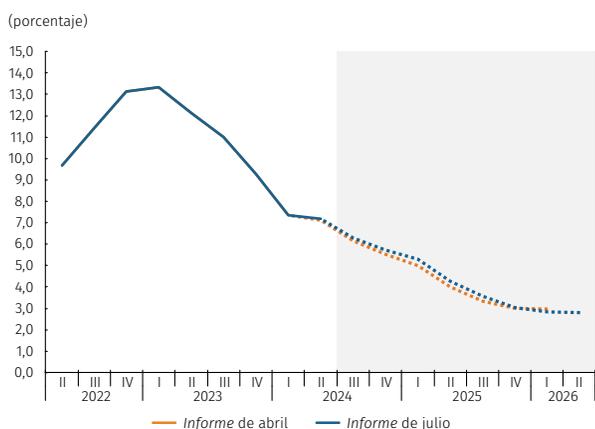
12 Los resultados suponen una política monetaria activa en la cual la tasa de referencia del Banco de la República se ajusta para garantizar el cumplimiento de la meta de inflación.

Gráfico 2.9
Brecha inflacionaria de la TCR trimestral^{a/}
(variación anual, fin de periodo)



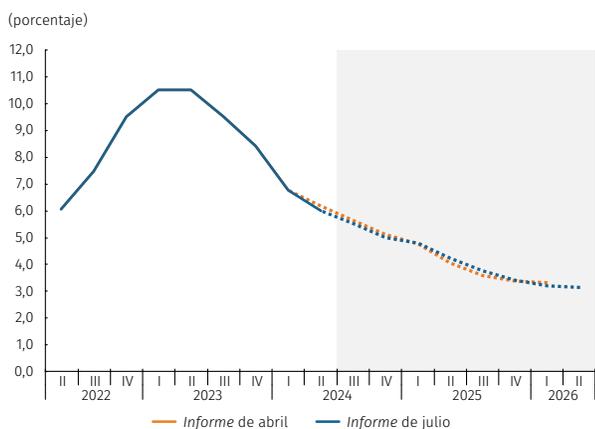
a/ La brecha inflacionaria de la tasa de cambio real (TCR) captura las presiones inflacionarias provenientes de la tasa de cambio. Valores positivos de esta brecha implican presiones alcistas sobre la inflación provenientes del tipo de cambio. Esta brecha se calcula como la desviación de la tasa de cambio real frente a un componente tendencial no inflacionario estimado bajo la estructura económica del modelo 4GM.
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 2.10
Índice de precios al consumidor
(variación anual, fin de periodo)



Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Gráfico 2.11
IPC sin alimentos ni regulados
(variación anual, fin de periodo)



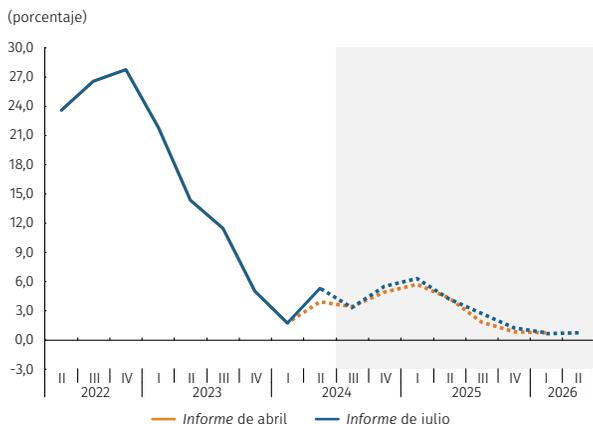
Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

los datos más recientes. La revisión también se asocia con las sorpresas alcistas observadas en el segundo trimestre del año para las tarifas de energía eléctrica (regulados) y, en menor medida, para los arriendos (servicios). A esto se suma una brecha del producto que sería algo menos negativa durante 2024 que lo proyectado en el *Informe* de abril. El grueso de estos factores ha tenido una alta volatilidad en el pasado, por lo que el pronóstico y su cambio frente al *Informe* de abril enfrentan una elevada incertidumbre. Hacia 2025 varios de los factores ya mencionados, junto con una indexación a una mayor tasa de inflación al cierre de 2024, llevaron a un incremento del pronóstico para parte de ese año. Sin embargo, los efectos acumulados de una política monetaria aún restrictiva y de una demanda débil contribuirían a un resultado, al cierre de 2025, muy similar al del *Informe* anterior. Con todo esto, y destacando la gran incertidumbre asociada con estos pronósticos, la senda más probable indica que la inflación total anual sería del 5,7% para finales de 2024 y del 3,0% para el cierre de 2025 (Gráfico 2.10).

La inflación básica (sin alimentos ni regulados) también mantendría una tendencia decreciente en el horizonte de pronóstico debido, en mayor medida, a una disminución paulatina en el ritmo de ajuste de los servicios, que le permitiría acercarse al 3,0% a finales de 2025. Este comportamiento respondería, principalmente, a varios de los factores ya mencionados que explican el descenso en la inflación total. Dichos determinantes llevarían a una reducción continua en la variación anual del precio de los servicios y a una relativa estabilidad en la de los bienes alrededor de sus bajos niveles actuales. Frente al *Informe* de abril, se esperan ajustes más altos en el IPC de arriendos, rubro con el mayor peso en la canasta del consumidor. Estos están asociados con sorpresas alcistas en los más recientes datos observados, los cuales indicarían una mayor inercia que la prevista en el *Informe* anterior. Para 2024 estos incrementos estarían siendo compensados por reducciones en varios renglones, como lo son las comidas fuera del hogar y los rubros asociados con el turismo, entre otros, llevando a una senda de inflación básica un poco por debajo de la esperada en el *Informe* de abril. Para 2025 dicha senda se revisó levemente al alza como consecuencia de una indexación a una mayor inflación total prevista para finales de 2024. Cabe señalar que, en el caso de los servicios, en particular en los arriendos, puede haber un importante riesgo al alza, teniendo en cuenta que sus registros en los últimos trimestres se han sostenido en tasas anuales cercanas al 8%, mayores que los contemplados en la senda central de pronóstico de este *Informe*. En la sección 2.3, Balance de riesgos del pronóstico macroeconómico, se detallan este y otros riesgos. Con todo lo anterior, la senda de pronóstico más probable de la inflación básica anual se ubicaría en el 5,0% y en el 3,4% a finales de 2024 y 2025, respectivamente (Gráfico 2.11).

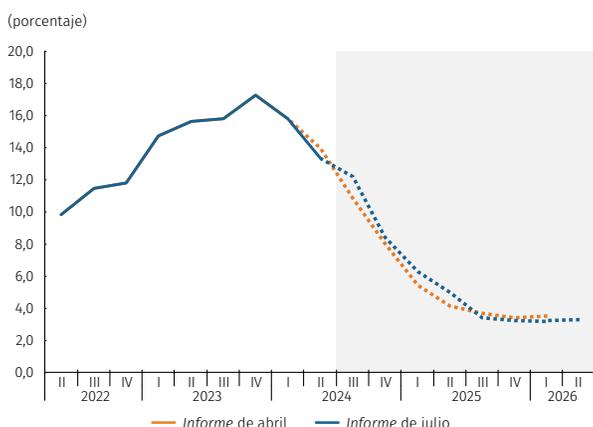
En alimentos no se esperan presiones alcistas duraderas en lo que resta del año, con una variación anual que en diciembre sería similar a la actual y que descendería en 2025, contribuyendo a la convergencia de la inflación total a la meta. Los datos observados en el segundo trimestre del año sorprendieron al alza frente al *Informe* de abril, debido, principalmente,

Gráfico 2.12
IPC alimentos
(variación anual, fin de periodo)



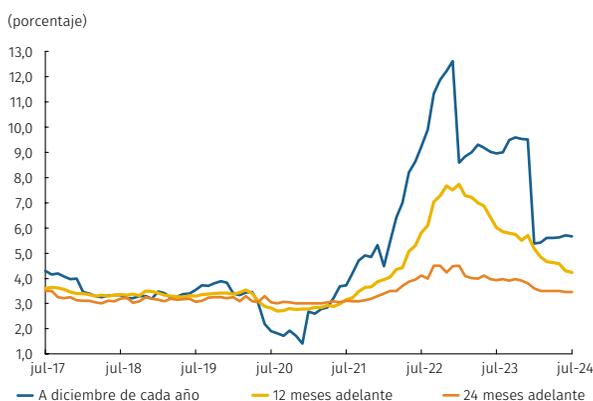
Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Gráfico 2.13
IPC regulados
(variación anual, fin de periodo)



Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Gráfico 2.14
Pronósticos de inflación de bancos y comisionistas de bolsa^{a/}



a/ Corresponde a la mediana de las respuestas de la Encuesta mensual de expectativas de analistas económicos del Banco de la República.
Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

a una fase alcista del ciclo de precios agrícolas más acentuada que la prevista. Este factor, junto con unos precios internacionales de algunos alimentos y unos costos internacionales de transporte mayores de lo proyectado, llevaron a una revisión al alza del pronóstico central, en especial para finales de 2024 y comienzos de 2025. No obstante, dicha revisión tiene asociada una alta incertidumbre ya que, a pesar del incremento de la senda dadas las sorpresas al alza ya observadas, el pronóstico incorporaría una evolución favorable de la producción y de los precios de los alimentos perecederos en la segunda parte del año, siendo esta una canasta sujeta a una alta volatilidad y múltiples choques de oferta. En el corrido del año, la producción agropecuaria ha mostrado un importante dinamismo que al parecer se prolongaría, a lo que se suma un clima que se espera favorable. En 2025 y hacia adelante la variación anual del precio de los alimentos retomaría una senda decreciente y muy cercana a la del Informe de abril. A finales de 2024 y 2025 se mantiene el impacto alcista, pero transitorio, del aumento de los impuestos saludables. Todo lo anterior llevaría a que la variación anual de los alimentos registre, en su senda más probable, un 5,4%, y un 1,2% a finales de 2024 y 2025, respectivamente (Gráfico 2.12).

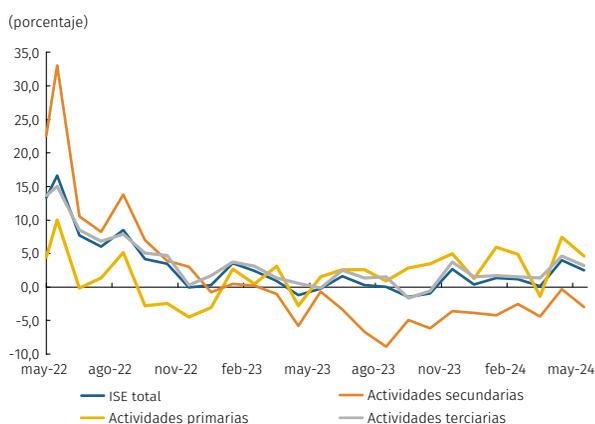
Los precios de los regulados seguirían ejerciendo presiones alcistas que cederían a lo largo del horizonte de pronóstico.

La senda esperada del ajuste de estos precios mantiene una tendencia decreciente, aunque con cifras superiores a las de la inflación total en todo el horizonte. La tendencia descendente se explica, en buena parte, por una importante moderación en los ajustes de los precios de los combustibles y por una reducción de las tasas a las cuales se indexa esta canasta. No obstante, el pronóstico incorpora los efectos de una indexación a tasas altas y el reconocimiento de costos e inversiones para los servicios públicos. La senda de pronóstico se revisó al alza hasta mediados de 2025 al considerar, principalmente, los mayores ajustes observados en la energía eléctrica frente a lo previsto en el Informe anterior, así como una mayor inflación total para este año, que incide en la indexación de la subcanasta para 2025. Por otro lado, la senda también incorpora ajustes en las tarifas de los peajes para el segundo semestre de 2024, con el fin de actualizar aquellas que estuvieron congeladas en el pasado. Es importante mencionar que el pronóstico está rodeado de una alta incertidumbre asociada, principalmente, con las tarifas de la energía eléctrica, ya que el sector sigue enfrentando presiones alcistas por cuenta del mecanismo de opción tarifaria y de las necesidades de inversión en varias zonas del país. Con todo esto, la variación anual del IPC de regulados se ubicaría en el 8,4% y 3,2% al cierre de 2024 y 2025, respectivamente, como cifras más probables (Gráfico 2.13).

Las expectativas de inflación a plazos largos siguen ubicándose en valores cercanos a la meta. No obstante, las de corto plazo se mantienen significativamente por encima del 3%.

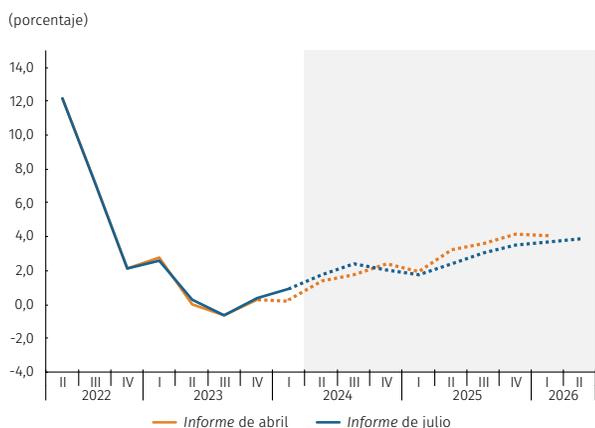
Las expectativas de los analistas económicos, obtenidas a partir de la encuesta mensual del Banco de la República aplicada entre el 9 y el 11 de julio (Gráfico 2.14), sugieren una inflación total y sin alimentos para la mediana de las respuestas a finales de 2024 del 5,7% y 5,9%, respectivamente, muy similar a lo

Gráfico 2.15
ISE total y por sectores de actividad^{a/, b/}
(variación anual)



a/ Series desestacionalizadas y ajustadas por efectos calendario.
b/ Actividades primarias: agricultura, caza, silvicultura y pesca; y explotación de minas y canteras. Actividades secundarias: industrias manufactureras y construcción. Actividades terciarias: suministro de electricidad, gas y agua; comercio, reparación, transporte y alojamiento; información y comunicaciones; actividades financieras y de seguros; actividades inmobiliarias; actividades profesionales, científicas y técnicas; actividades de servicios administrativos y de apoyo; administración pública y defensa, educación y salud; actividades artísticas y de entretenimiento.
Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Gráfico 2.16
PIB trimestral^{a/}
(variación anual)



a/ Series desestacionalizadas y ajustadas por efectos calendario.
Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

reportado en la encuesta de abril (5,6% y 5,8% en su orden). Para finales de 2025, estas medidas se mantienen alrededor del 3,8%. A dos y cinco años las medianas de las expectativas para la inflación total se siguen situando en el 3,5% y el 3,0%, respectivamente. A partir de junio, la encuesta incluye expectativas para la inflación básica, alimentos y regulados. En la encuesta de julio estas se ubican para la mediana de sus respuestas en un 5,2%, 5,1% y 8,7%, respectivamente, para finales de 2024. En su orden, estas medidas se sitúan en un 3,6%, 4,0% y 4,8% para el cierre de 2025. Por su parte, con información al 25 de julio, las medidas estimadas con base en los bonos de deuda pública (*break even inflation*: BEI) y ajustadas por las primas de riesgo inflacionario y de liquidez, muestran unas expectativas de inflación menores que en el Informe de abril y se ubican a dos, tres y cinco años en un 3,6%, 3,6% y 3,5%, respectivamente (frente al 4,4%, 4,2% y 4,0%, en su orden, en las cifras para abril).

2.2.2 Actividad económica

En el segundo trimestre la economía colombiana habría crecido a una tasa anual mayor que la prevista en el Informe anterior y que la observada a comienzos de año. Para este periodo, la información disponible a mayo, dentro de la cual se destaca el indicador de seguimiento a la economía (ISE, Gráfico 2.15), y algunos indicadores a junio¹³, sugieren unos niveles de actividad económica superiores a los observados un trimestre atrás, con un crecimiento anual cercano al 1,8%. Este pronóstico implica una revisión al alza frente al publicado en el Informe de abril (1,4%) (Gráfico 2.16). El mayor crecimiento habría estado explicado, principalmente, por el buen desempeño de las actividades primarias y terciarias. Las primeras habrían sido jalonadas por cultivos agrícolas tales como el banano y el café, la ganadería y la mayor extracción de petróleo, que permiten pronosticar una expansión trimestral en este segmento. Por su parte, las ramas terciarias habrían continuado registrando mejoras en el margen, dada la dinámica positiva de los servicios de administración pública, salud y educación, especialmente por el pago del retroactivo de salarios del sector público en abril y mayo, de las actividades artísticas y de entretenimiento impulsadas por las apuestas deportivas, del transporte de carga y de pasajeros, y de las actividades financieras y de seguros. En contraste, las ramas secundarias habrían vuelto a registrar niveles inferiores a los de un trimestre atrás debido, en parte, al deterioro de la industria manufacturera y a una construcción que habría permanecido estancada.

Por el lado del gasto, la aceleración del crecimiento habría sido posible debido a una demanda interna que continuaría expandiéndose trimestralmente. Tras haber registrado reducciones en sus niveles entre mediados de 2022 y el tercer trimestre de 2023, la demanda interna empezó a mostrar expansiones trimestrales moderadas desde finales del año pasado y esta

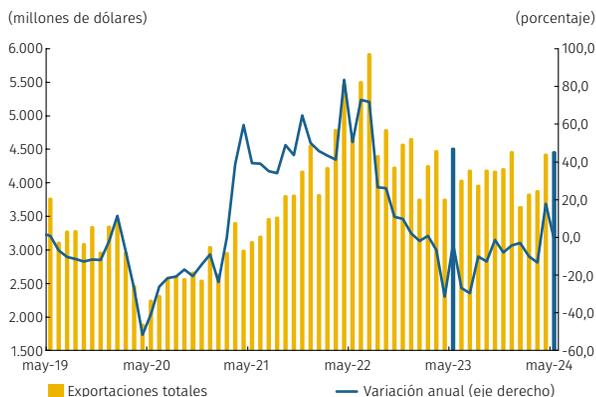
13 Entre los que se encuentran los desembolsos de crédito de consumo, las matrículas nuevas de motocicletas, el movimiento de carga por carretera y el pulso económico regional (PER).

tendencia habría continuado durante el segundo trimestre de 2024. Con ello, este agregado habría registrado un aumento anual leve después de cinco trimestres de retrocesos. En el segundo trimestre, el aumento de la demanda interna habría sido posible gracias a una ligera recuperación en el consumo, incluido el componente público, y también a la formación bruta de capital fijo. El consumo público habría tenido un mejor desempeño explicado, principalmente, por los mayores gastos de personal generados por el pago del retroactivo de los funcionarios públicos efectuado en abril y mayo y, en esta medida, podría tener una naturaleza transitoria. La inversión fija habría sido impulsada por el gasto en maquinaria y equipo, según lo sugieren las cifras de importaciones, como se detalla más adelante.

En junio el nivel del consumo privado habría completado tres trimestres con pequeñas recuperaciones en el margen y con un leve crecimiento anual, después de haber presentado retrocesos en buena parte de 2023. El aumento del consumo de los hogares habría sido facilitado, entre otros factores, por una reducción de las tasas de interés reales para préstamos de consumo y una mejor dinámica del crédito, una relativa estabilidad de la confianza de los consumidores en los últimos meses, la disminución de la inflación y el aumento de los salarios reales en esta primera mitad del año. Esto, en un entorno en el que el empleo muestra algunas mejoras en el margen y la tasa de desempleo se ha estabilizado, después del deterioro registrado a finales del año anterior. A lo anterior se suma un aumento de las transferencias del Gobierno a los hogares y de las remesas provenientes del exterior. Por componentes, el mayor dinamismo se habría seguido observando en el consumo de servicios, donde se esperan niveles altos, además de crecimientos anuales y trimestrales positivos. También se prevé un aumento en niveles del consumo de bienes durables, gracias al cual este componente habría dejado de retroceder anualmente. En contraste, para el consumo de bienes semidurables se espera una nueva caída frente al año anterior, aunque menos acentuada que las de trimestres pasados, mientras que el consumo no durable habría permanecido relativamente estable en los niveles registrados en el primer trimestre. Estos pronósticos se soportan en el comportamiento de diversos indicadores, entre los que se destacan el ISE, las ventas al por menor y las encuestas de servicios a mayo, así como por información de mayor oportunidad, dentro de los que se incluyen los desembolsos de crédito de consumo, las transacciones de bancos comerciales, las importaciones de bienes de consumo, y las matrículas de vehículos y motocicletas.

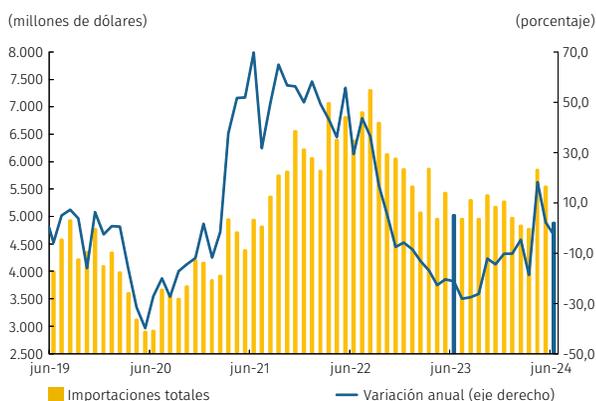
La inversión fija habría mostrado alguna recuperación en el segundo trimestre, y la total podría aumentar bajo el supuesto de un mejor comportamiento de los inventarios. En el comienzo del año, la formación bruta de capital fijo aumentó en términos trimestrales, comportamiento que se habría extendido al segundo trimestre. Lo anterior habría permitido una variación anual positiva, aunque baja, para este componente del PIB en dicho periodo. Este pronóstico, que tiene en cuenta la información preliminar de importaciones de bienes de capital a junio, supone que la inversión en maquinaria y equipo se habría mantenido en niveles similares a los del primer trimestre, que son inferiores a los muy elevados valores de 2022 pero, en todo caso, superiores a los registrados antes de la pandemia y más compatibles con su tendencia de largo plazo. Para la inversión en vivienda no se espera un desempeño destacable, pues habría seguido retrocediendo anualmente debido a una nueva disminución en el margen, según lo sugiere la terminación de proyectos a partir del censo de edificaciones. En contraste, se espera un aumento anual para el segmento de otros edificios y estructuras, apoyado en buena medida en la ejecución de obras civiles en Bogotá y otros municipios. Finalmente, para el segundo trimestre se supone una menor desacumulación de inventarios, principalmente en la industria, en la minería (carbón) y en café. Lo anterior habría impulsado el crecimiento trimestral y anual de la formación bruta de capital total. Dicho supuesto se justifica en la medida en que en los trimestres anteriores se habría presentado una considerable desacumulación de inventarios, y que esta tendencia no podría sostenerse por mucho tiempo, en especial si la economía no se está contrayendo, como lo sugieren la información del DANE y los pronósticos del equipo técnico.

Gráfico 2.17
Exportaciones totales de bienes (FOB)
(mensual)



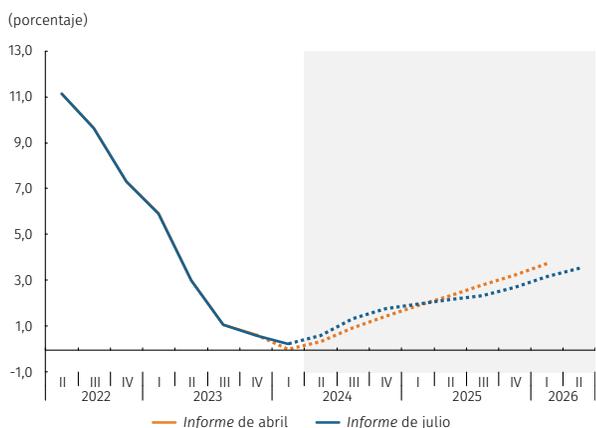
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.18
Importaciones totales de bienes (CIF)
(mensual)



Fuentes: DANE y DIAN (avances de comercio exterior); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.19
Producto interno bruto, acumulado 4 trimestres^{a/}
(variación anual)



a/ Series desestacionalizadas y ajustadas por efectos calendario.
Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

En el segundo trimestre la demanda externa neta en pesos constantes se habría ubicado en niveles similares a los del primer trimestre de este año, contribuyendo positivamente al crecimiento anual. Este pronóstico, que implica un desbalance comercial en pesos reales que permanece en niveles cercanos a los de prepandemia, supone aumentos trimestrales tanto de las exportaciones como de las importaciones. En el caso de las exportaciones, el incremento trimestral llevaría también a un crecimiento anual similar al del trimestre anterior, y que se habría dado producto, principalmente, de las ventas externas de carbón, petróleo, café y otros bienes agrícolas, como el banano (Gráfico 2.17), consistente con el buen desempeño que atraviesa el sector primario de la economía. No obstante, se espera también algún dinamismo de las exportaciones de bienes manufacturados y de servicios, en línea con un mejor desempeño de la demanda proveniente de los principales socios comerciales del país en este periodo. Por su parte, las importaciones aumentarían trimestralmente, aunque su crecimiento anual habría seguido siendo negativo, dado el aún bajo dinamismo de la demanda interna. Así lo sugieren las cifras preliminares de la DIAN a junio (Gráfico 2.18). El aumento frente al primer trimestre habría estado concentrado en las importaciones de bienes de consumo y bienes intermedios, principalmente combustibles. Con esto, la demanda externa neta continuaría realizando un aporte contable positivo a la variación anual del PIB, aunque menor que el de periodos anteriores.

Para el segundo semestre se espera que la economía gane dinamismo paulatinamente, pero aún con un ritmo de crecimiento modesto. En este Informe se sigue contemplando un relajamiento de la política monetaria local, en línea con una inflación que convergería a la meta en 2025, lo que podría reflejarse en una mejora gradual en los índices de confianza de consumidores y empresarios. Todo lo anterior debería llevar a que el crecimiento anual de la actividad económica se acelere gradualmente en la medida en que avance el año y hacia 2025. En particular, para la segunda mitad de 2024 se prevé una aceleración del crecimiento anual del consumo total, de la mano de un gasto de los hogares que comenzaría lentamente a dinamizarse, gracias a unas condiciones financieras que serían más favorables, y a un consumo público que se mantendría relativamente estable, de acuerdo con las estimaciones del *Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP)*. Dicho pronóstico tiene también en cuenta el ajuste en el gasto público anunciado por el Gobierno para el segundo semestre y que obedece a la reducción en la proyección del recaudo. Respecto a la inversión, no se espera una reactivación importante en el resto de este año, pero sí un dinamismo más evidente hacia 2025, en un entorno de unas menores tasas de interés. Este pronóstico también contempla un impulso por cuenta de la inversión en obras civiles, en la medida en que supone un avance importante en los proyectos de inversión local, como es el caso del metro de Bogotá, y a nivel nacional, como las 5G. Por el lado de la demanda externa, para el resto de 2024 se sigue esperando un mayor dinamismo de las exportaciones y no se anticipan nuevas caídas en las importaciones. Con todo lo anterior, se proyecta un crecimiento de la economía colombiana del 1,8% en 2024 (Gráfico 2.19), superior al publicado en

el *Informe* de abril (1,4%), con unos niveles de producto que serían inferiores a los del PIB potencial. Cabe resaltar que esta revisión del crecimiento obedece, en buena parte, a las sorpresas positivas observadas y estimadas para el primer semestre de este año.

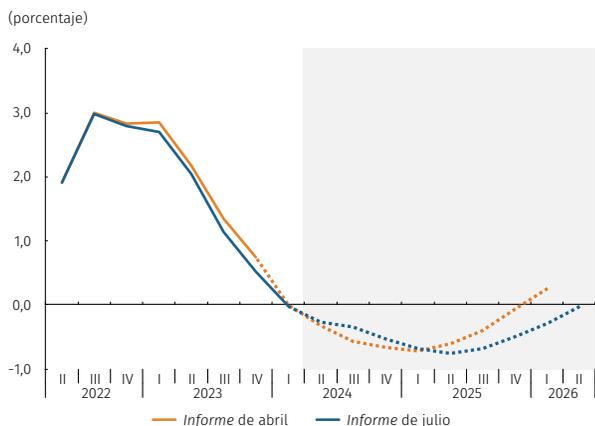
Para 2025 se sigue esperando que la economía colombiana se mantenga en una senda de recuperación que debería llevarla a converger a tasas de crecimiento cercanas a las de largo plazo. Este pronóstico sigue soportado en una perspectiva de menores costos de financiamiento externos e internos que deben conducir a un crecimiento más dinámico de la demanda interna. También contempla una ligera aceleración del crecimiento de los socios comerciales que impulsaría las exportaciones, así como mayores transferencias del exterior vía remesas. Lo anterior, sumado al supuesto de estabilización de la deuda pública, debería contribuir a mantener un balance macroeconómico relativamente estable que evite un deterioro importante en la percepción de riesgo país, más allá del considerado por el equipo técnico en este *Informe*. Con todo esto, se espera un crecimiento anual del 2,7% para todo 2025 (Gráfico 2.19). Esta cifra es inferior a la prevista en el *Informe* anterior debido, en parte, a la mayor base de comparación de 2024 y a las acciones acumuladas de política monetaria que se requieren para consolidar la convergencia de la inflación a la meta. Dicho pronóstico sigue enfrentando unos niveles de incertidumbre elevados relacionados, en particular, con la alta volatilidad que aún reflejan las condiciones financieras internacionales y los retos que enfrenta el ajuste fiscal en Colombia.

En el segundo semestre de 2024 se espera que la tasa de desempleo (TD) se mantenga relativamente estable; así, en promedio, para el año completo la TD se ubicaría en un 10,6% para el agregado nacional y en un 10,5% para las trece ciudades. La información disponible a mayo de la *Gran encuesta integrada de hogares* (GEIH) mostró un mercado laboral con un comportamiento estable del empleo (con algún repunte en el margen). Por su parte, en los últimos meses la población fuera de la fuerza laboral dejó de crecer como resultado, en parte, del mejor dinamismo del empleo en las otras cabeceras y el área rural. Así, la tasa global de participación (TGP) se mantuvo relativamente estable y presentó un aumento en el margen, ubicándose en un 64,0%. Desde principios del año se ralentizó el ritmo de aumento de la TD nacional y en los últimos meses ha registrado un comportamiento más estable. En particular, para el trimestre móvil terminado en mayo, la TD disminuyó con respecto a abril y se situó en un 10,5%¹⁴. Con base en el comportamiento del mercado laboral y las proyecciones de actividad económica presentadas en este *Informe*, se estima que para 2024 la TD nacional desestacionalizada se mantenga relativamente estable y se sitúe en promedio en un rango entre el 9,8% y 11,4%, con un 10,6% como valor más probable. En el área urbana el desempleo tampoco presentaría grandes cambios en lo que resta del año y se situaría en un rango entre el 9,7% y 11,3%, con un 10,5% como valor más probable. Estas cifras son ligeramente inferiores a las presentadas en el *Informe* anterior para el agregado nacional y, especialmente, para el área urbana. Con lo anterior, las estimaciones de la TD consistente con una inflación estable (*non-accelerating inflation rate of unemployment*, Nairu) sugieren que, a lo largo del horizonte de pronóstico, la TD irá convergiendo lentamente a su valor de largo plazo, resultando en una brecha de TD algo más amplia que la estimada en el *Informe* de abril.

La economía colombiana presentaría excesos de capacidad productiva durante buena parte del horizonte de pronóstico, consistentes con la convergencia de la inflación a su meta dentro del periodo de proyección. Para el segundo trimestre la economía colombiana habría registrado excesos de capacidad productiva, medidos por una brecha del producto anual negativa, acordes con una demanda

14 Véase el capítulo 3 de este *Informe* para mayor detalle.

Gráfico 2.20
Brecha del producto^{a/}
(acumulado 4 trimestres)



a/ La estimación histórica de la brecha se calcula a partir de la diferencia entre el PIB observado (acumulado 4 trimestres) y el PIB potencial (tendencial; acumulado 4 trimestres) que resulta del modelo 4GM; en el pronóstico se calcula a partir de la diferencia entre la estimación del PIB del equipo técnico (acumulado 4 trimestres) y el PIB potencial (tendencial; acumulado 4 trimestres) que resulta del modelo 4GM. Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

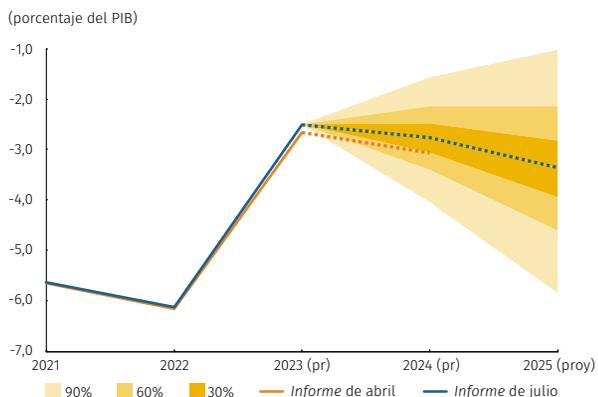
interna débil, una reducción de la inflación anual básica, y en un contexto de condiciones de financiamiento interno y externo restrictivas. En particular, el escenario central de pronóstico de este Informe contempla una brecha del producto anual para el segundo trimestre de 2024 del -0,3%, similar a la prevista anteriormente (Gráfico 2.20). Para finales de 2024 se estima que la brecha se situaría en alrededor del -0,5%, cifra algo menos negativa que la estimada en el Informe de abril (-0,7%). Esta ligera revisión al alza de la brecha en 2024 tiene en cuenta, principalmente, el aumento en las previsiones del crecimiento del PIB del año en curso. El crecimiento del PIB potencial para el año completo (2,9%) no se revisó frente a lo estimado en abril. Los excesos de capacidad productiva deberían disminuir gradualmente desde el segundo semestre de 2025, en la medida en que la actividad económica gane mayor dinamismo. Es importante resaltar que las estimaciones de la brecha y del producto potencial que se muestran en este Informe enfrentan una incertidumbre particularmente alta, dados los diversos choques de oferta y de demanda que habrían impactado a la economía en la primera mitad de 2024. A lo anterior se le suma las previsiones de ajuste fiscal que suponen unas proyecciones de ingreso y gasto públicos que enfrentan riesgos importantes, y cuyo efecto sobre la actividad económica es difícil de cuantificar.

2.2.3 Balanza de pagos

Para 2024 se proyecta una ampliación del déficit de la cuenta corriente al 2,8% del PIB, frente al 2,5% del PIB observado en 2023 (Gráfico 2.21)¹⁵. En particular, se espera una ampliación del déficit comercial de bienes. Esto se explica por una reducción esperada en los ingresos por exportaciones en un contexto de moderación de los precios internacionales de las materias primas, a pesar de la recuperación de la producción local de estos productos¹⁶. A su vez, las importaciones repuntarían debido a la recuperación esperada de la demanda interna y por el aumento en los precios internacionales de los productos importados. Por su parte, los mejores ingresos por exportaciones de servicios turísticos, las menores utilidades de IED remitidas al exterior y el mayor flujo de remesas hacia Colombia¹⁷ limitarían una ampliación mayor del desbalance externo.

Para 2025 el déficit se continuaría incrementando hacia un 3,4% del PIB. Esto, en un contexto en el que se espera que

Gráfico 2.21
Cuenta corriente anual^{a/, b/}
(acumulado 4 trimestres)



(pr): preliminar. (proy): proyectado.

a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para 2023 y 2024. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), usando como referencia, principalmente, las densidades del Patacon.

b/ La distribución de probabilidad corresponde al ejercicio de pronóstico del Informe de julio.

Fuente: Banco de la República.

15 Para el segundo trimestre de 2024 se proyecta un déficit en la cuenta corriente cercano al 2,3% del PIB, similar al 2,6% observado en el mismo periodo de 2023. A esta dinámica contribuyen la ampliación del desbalance comercial de bienes, así como el mayor déficit pronosticado para el ingreso primario.

16 Adicionalmente, este año no se presentarían los ingresos registrados por reexportaciones de aviones en 2023.

17 En 2024 las remesas de trabajadores aumentarían debido a los altos niveles de migración de colombianos al exterior observados en 2022 y 2023. Adicionalmente, los mercados laborales se mantendrían apretados en varios de los países en donde residen los migrantes colombianos.

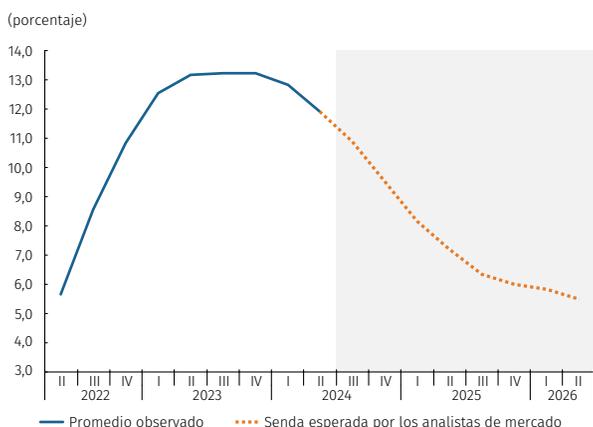
continúe la recuperación del crecimiento económico, en particular de la demanda interna, lo que generaría un impulso adicional a las importaciones. A esto se le suman los elevados pagos por intereses de la deuda externa y el incremento de utilidades remitidas al exterior de sectores diferentes a minería y petróleo. En lo que respecta a los agregados de ahorro e inversión, la expansión del déficit en 2024 y 2025 sería consistente con un mayor desbalance del sector público, en línea con lo indicado por el MFMP, lo que sería parcialmente compensado por un mayor ahorro y una baja inversión por parte del sector privado. Cabe destacar que la incertidumbre sobre el pronóstico del déficit de la cuenta corriente es elevada y está asociada con el comportamiento de los precios internacionales de las materias primas, la evolución de las condiciones financieras internas y externas, los riesgos sobre el crecimiento local y mundial, entre otros factores.

Para 2024 y 2025 se prevén mayores necesidades de financiamiento externo, dada la ampliación esperada del déficit corriente. La inversión extranjera directa (IED) continuaría siendo la principal fuente de financiamiento externa, aunque presentaría una tendencia decreciente frente a 2023, en un contexto de menores precios internacionales de algunas materias primas. Por su parte, el sector público también contribuiría al financiamiento de la cuenta corriente, con un repunte frente a 2023, en línea con el mayor déficit fiscal anunciado en el MFMP. Por otra parte, se espera que el sector privado pase de constituir activos en el exterior en 2024 a recibir flujos de capital extranjero en 2025. Finalmente, el financiamiento externo se daría en un entorno de tasas de interés de Estados Unidos que se mantendrían por encima de los niveles registrados antes de la pandemia y de una prima de riesgo de Colombia que continuaría por encima de su promedio histórico.

2.2.4 Política monetaria y tasas de interés esperadas por los analistas

La mediana de la tasa de interés de política esperada por los analistas se ubica en el 10,9% durante el tercer trimestre de 2024 y en el 9,5% en promedio para el cuarto trimestre de ese año. En 2025 la tasa de interés esperada por los analistas continuaría descendiendo (Gráfico 2.22). La *Encuesta mensual de expectativas* del Banco de la República aplicada a los analistas a comienzos de julio señala que la tasa de interés de política en el tercer trimestre de 2024 se situaría en el 10,9%, y continuaría descendiendo para ubicarse en un 9,5% en el cuarto trimestre de este año. Para el cuarto trimestre de 2025 los analistas esperan que la tasa de política vigente alcance un 6,0% y para final del horizonte de pronóstico de ocho trimestres proyectan que se sitúe en el 5,5%. La senda de interés de política implícita en el pronóstico presentado en este *Informe* es coherente con la reducción esperada de la inflación total y su convergencia hacia la meta al final de 2025. Dicha senda es, en promedio para un horizonte de ocho trimestres, mayor que lo anticipado por la mediana de los analistas en la encuesta de julio de 2024. Es importante anotar que, para finales de 2025, la encuesta de analistas recoge unas tasas de inflación total y básica mayores que las del pronóstico del equipo técnico del Banco.

Gráfico 2.22
Tasa de interés de política promedio trimestral observada y esperada por los analistas^{a/}



a/ Estas proyecciones son calculadas como el promedio de la tasa que estaría vigente en cada trimestre de acuerdo con la mediana de las respuestas mensuales de la *Encuesta de expectativas de analistas económicos* realizada por el Banco de la República en julio de 2024.
Fuente: Banco de la República.

2.3 Balance de riesgos del pronóstico macroeconómico

En el actual balance de riesgos se reducen los niveles de incertidumbre respecto al Informe anterior, pero predominan los riesgos al alza para la inflación. El ejercicio de densidades predictivas (DP)¹⁸, que resume el balance de riesgos sobre las distintas variables del pronóstico macroeconómico, incorpora revisiones acerca de la incertidumbre sobre varios factores de riesgo externos e internos. En el frente externo, se reduce la incertidumbre sobre el precio del petróleo, que se había ampliado en el *Informe* de abril por las tensiones geopolíticas en Oriente Medio. Adicionalmente, los mejores datos de inflación en Estados Unidos y la desaceleración prevista en su consumo interno apuntan a una menor incertidumbre sobre el ritmo de normalización de la política monetaria en este país. De todas maneras, persisten los sesgos moderados al alza en los precios de los alimentos internacionales y el costo del financiamiento externo. En el frente interno, si bien se disiparon algunos riesgos asociados con el impacto de las condiciones climáticas sobre los precios de las canastas de alimentos y de regulados, se mantiene un sesgo al alza en la inflación, principalmente por un posible mayor grado de inercia en los ajustes de precios de los servicios, asociado con el comportamiento de los arriendos. Por su parte, el balance de riesgos sobre el crecimiento conserva niveles de incertidumbre altos, e incorpora un balance de riesgo mixto en el horizonte de pronóstico. En particular, con excepción del segundo trimestre del año, los factores de riesgo a la baja predominan. Estos recogen los efectos derivados de unos bajos niveles de la confianza de consumidores e inversionistas, de menores perspectivas de consumo público ante la necesidad de un mayor ajuste fiscal que el ya anunciado por el Gobierno, y de la posibilidad de una política monetaria contractiva más prolongada ante los riesgos alcistas en la inflación.

En el frente externo, si bien se disipan los riesgos al alza sobre el precio del petróleo y la tasa de interés de la Fed, persisten los factores alcistas de riesgo sobre el costo del financiamiento externo y los precios internacionales de los alimentos. El ejercicio de DP atenuó el riesgo al alza que venía registrando el precio del petróleo, asociado con el posible escalonamiento de las tensiones geopolíticas en Oriente Medio y Ucrania en el trimestre anterior, y a los anuncios de recortes en la oferta por parte de la OPEP+, que no impactaron de manera notoria los precios. Por tanto, en este *Informe* dicha variable muestra un balance de riesgos equilibrado en el horizonte de pronóstico. Por su parte, se incluyen riesgos balanceados para la tasa de interés de la Fed y la inflación externa, como consecuencia de los datos de inflación recientes en Estados Unidos, los cuales apuntan a una mayor probabilidad de un ritmo de normalización de la política monetaria en este país como el contemplado en la senda central. Adicionalmente, el crecimiento de los socios comerciales incluye también riesgos equilibrados en el horizonte de pronóstico, explicados por unas menores perspectivas sobre el dinamismo de la actividad económica en China, las cuales son compensadas por el posible mejor desempeño del crecimiento en los socios de la región. Finalmente, se mantienen los riesgos al alza sobre el costo del financiamiento externo y los precios de los alimentos internacionales. La alta volatilidad que han presentado las expectativas sobre las tasas de interés en las economías desarrolladas, especialmente las de Estados Unidos, sugieren que este factor de riesgo sigue siendo importante. En el caso del costo de financiamiento externo, la prima de riesgo colombiana continúa sesgada al alza debido, principalmente, a la incertidumbre en el ámbito fiscal local. En el caso de los precios internacionales de los alimentos, persisten los riesgos asociados con las afectaciones en las cosechas por eventos climáticos extremos y con el aumento en los costos de transporte internacional.

18 Los detalles técnicos sobre la construcción del balance de riesgos mediante el ejercicio de densidades predictivas se encuentran en el documento “Caracterización y comunicación del balance de riesgos de los pronósticos macroeconómicos: un enfoque de densidad predictiva para Colombia” (Méndez-Vizcaíno et al., 2021) y en el Recuadro 1 del *Informe de Política Monetaria* de julio de 2021.

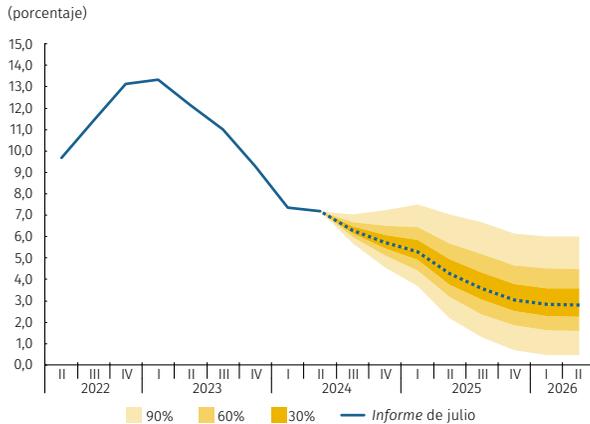
Sobre las sendas de inflación total y sin alimentos predominan los riesgos alcistas, siendo el más importante el relacionado con el grado de persistencia de los ajustes en los precios de algunos servicios. Con excepción de la canasta de bienes, todas las canastas de precios involucran riesgos al alza, siendo el más fuerte el de la canasta de servicios. Este riesgo se asocia con una inercia inflacionaria mayor que la prevista en el escenario central, principalmente en el renglón de arriendos, el cual representa la mitad de la canasta y cuyos precios han mostrado una lenta reducción de su variación anual. Adicionalmente, persiste el riesgo de una transmisión más fuerte de los aumentos pasados en los costos laborales (tanto por el incremento del salario mínimo como por la reducción de la jornada laboral) sobre los precios de los servicios frente a lo contemplado en la senda central. Por otro lado, las canastas de alimentos y regulados incorporan riesgos moderados al alza. En el caso de los alimentos, estos se asocian con una posible sobreestimación de la corrección del ciclo alcista de los prececeros, y con los efectos de las disrupciones en las rutas del transporte internacional que pueden afectar su cadena logística y sus costos de producción. Para los regulados, los riesgos alcistas se derivan del impacto de los posibles ajustes del ACPM para pequeños consumidores sobre los precios del transporte público, y de las presiones al alza en las tarifas de energía, dados los problemas estructurales del sector.

Si bien a corto plazo la senda de actividad económica presenta un balance alcista de riesgos, en el resto del horizonte de pronóstico predomina un sesgo a la baja.

Para el segundo trimestre de 2024 la DP de la actividad económica incluye un sesgo alcista, dadas algunas sorpresas positivas observadas en los registros del ISE, las cuales podrían significar un crecimiento del PIB más alto que el contemplado en ese trimestre. Sin embargo, para el resto del horizonte de pronóstico predominan los factores de riesgo a la baja. Estos están asociados con el impacto de los bajos niveles de confianza de los consumidores, posibles ajustes adicionales en el consumo público si el recaudo proyectado no se materializa en un contexto de cumplimiento de la regla fiscal, y a la incertidumbre, en particular en los sectores intensivos en capital, que podría seguir frenando la inversión. Adicionalmente, el ejercicio de DP involucra, de manera endógena, los riesgos a la baja por la posibilidad de una postura de política monetaria restrictiva más prolongada, como respuesta a los riesgos alcistas en los precios. Todos estos factores de riesgo bajistas predominan sobre los riesgos alcistas asociados con un consumo de servicios más dinámico, en particular por cuenta del renglón de servicios de entretenimiento, y con una recuperación más fuerte que la prevista en los inventarios.

En síntesis, el balance resulta con riesgos al alza para la inflación y mixtos para el crecimiento a lo largo del horizonte de pronóstico. En este contexto, con un 90 % de probabilidad la inflación total se situaría en un rango entre el 4,6% y 7,3% al final de 2024 y entre el 0,7% y 6,1% al cierre de 2025 (Gráfico 2.23). Por su lado, con la misma probabilidad, la inflación básica se ubicaría entre el 4,1% y 6,1% al final de 2024, y entre el 1,5% y 5,8% para el cuarto trimestre de 2025 (Gráfico 2.24). Las probabilidades de que la inflación total y básica se sitúen debajo del 4% para el cierre de 2025 son de 64% y 60%, respectivamente. En cuanto a la actividad económica, con una probabilidad del 90%, el crecimiento anual del PIB se estima en un rango entre el 0,5% y el 3,1% para 2024 y entre el 0,8% y 4,3% para 2025 (gráficos 2.25 y 2.26).

Gráfico 2.23
Índice de precios al consumidor, densidad predictiva^{a/, b/}
(variación anual, fin de periodo)



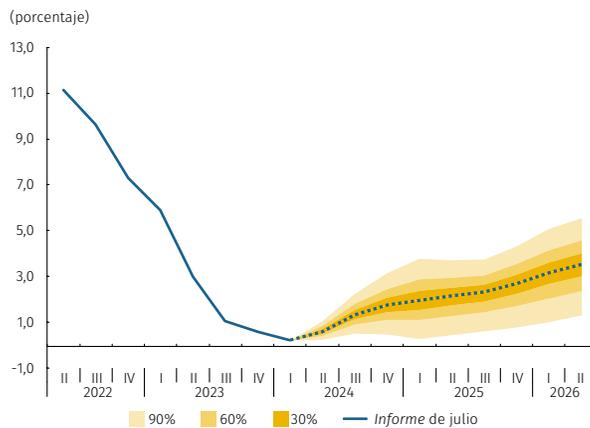
	IV trim. 2024	II trim. 2025	IV trim. 2025
Moda	5,7	4,2	3,0
< Moda	41%	41%	42%
Intervalos			
<2	0,0%	3,5%	19,9%
2 a 4	0,8%	31,3%	44,6%
>4	99,2%	65,2%	35,6%

a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las densidades del Patacon y el 4GM.

b/ La distribución de probabilidad corresponde al ejercicio de pronóstico del Informe de julio.

Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Gráfico 2.25
Producto interno bruto, acumulado 4 trimestres,
densidad predictiva^{a/, b/} (variación anual)



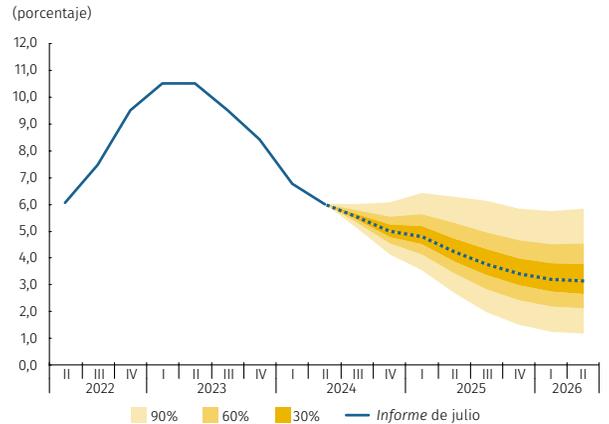
	II trim. 2024	IV trim. 2024	IV trim. 2025
Moda	0,6	1,8	2,7
< Moda	44%	48%	56%
Intervalos			
<0	0,5%	1,2%	0,8%
0 a 2	99,4%	59,2%	29,7%
2 a 3,5	0,0%	37,7%	50,5%
>3,5	0,0%	1,9%	18,9%

a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las densidades del Patacon y el 4GM.

b/ La distribución de probabilidad corresponde al ejercicio de pronóstico del Informe de julio.

Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Gráfico 2.24
IPC sin alimentos ni regulados, densidad predictiva^{a/, b/}
(variación anual, fin de periodo)



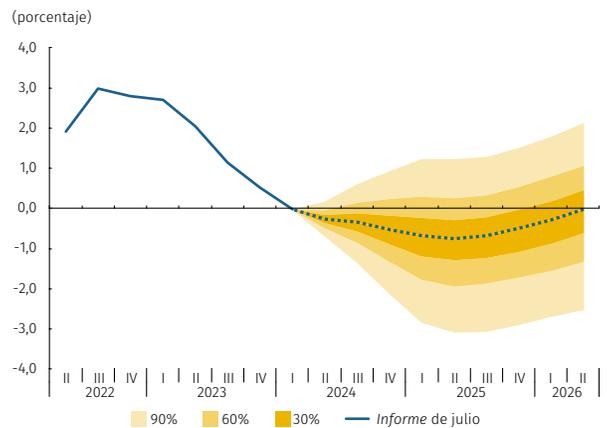
	IV trim. 2024	II trim. 2025	IV trim. 2025
Moda	5,0	4,2	3,4
< Moda	42%	42%	42%
Intervalos			
<2	0,0%	1,1%	10,0%
2 a 4	2,7%	32,3%	49,7%
>4	97,3%	66,6%	40,3%

a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las densidades del Patacon y el 4GM.

b/ La distribución de probabilidad corresponde al ejercicio de pronóstico del Informe de julio.

Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Gráfico 2.26
Brecha del producto, densidad predictiva^{a/, b/}
(acumulado 4 trimestres)



	II trim. 2024	IV trim. 2024	IV trim. 2025
Moda	-0,3	-0,5	-0,5
< Moda	50%	53%	57%
Intervalos			
<-2	0,0%	6,4%	16,2%
2 a 0	83,9%	67,5%	53,8%
0 a 2	16,0%	25,5%	27,3%
>2	0,1%	0,6%	2,6%

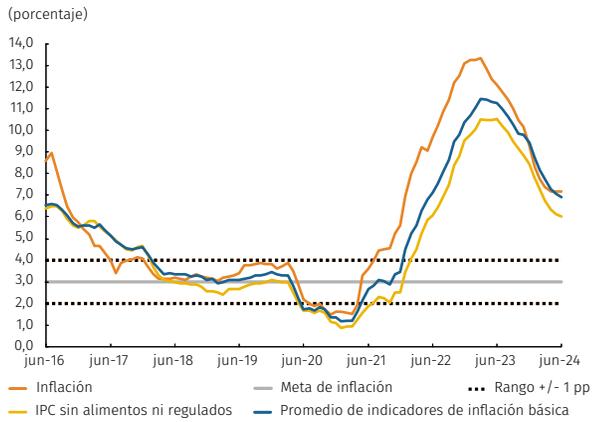
a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las densidades del Patacon y el 4GM.

b/ La distribución de probabilidad corresponde al ejercicio de pronóstico del Informe de julio.

Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

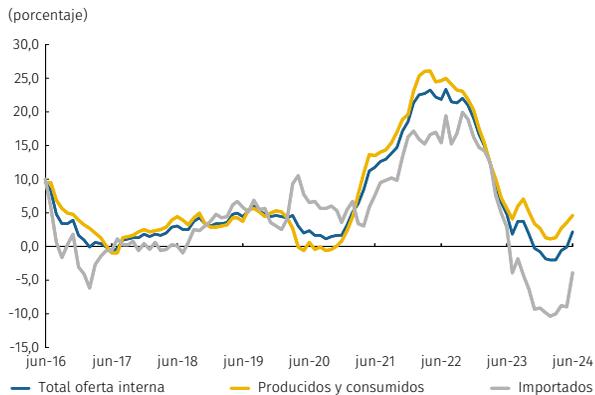
3. Situación económica actual

Gráfico 3.1
IPC e indicadores de inflación básica
(variación anual)



Fuentes: DANE y Banco de la República.

Gráfico 3.2
IPP por procedencia
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.3
IPC de bienes y servicios, sin alimentos ni regulados
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

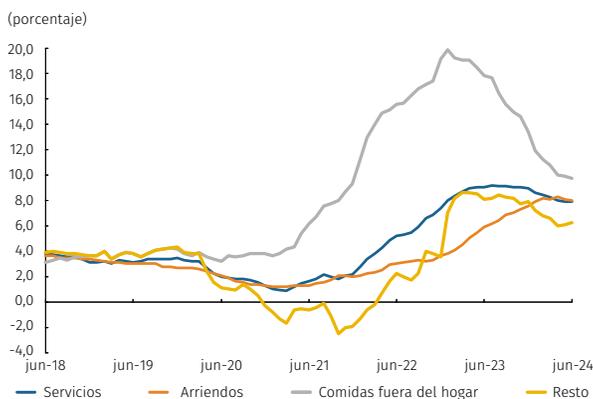
3.1 Comportamiento de la inflación y precios

La inflación se redujo entre marzo y junio, pero se mantuvo estable durante el segundo trimestre, en línea con lo esperando en el Informe anterior. En junio la inflación anual se ubicó en un 7,2%, cifra algo inferior a la registrada en marzo (7,4%) y en diciembre de 2023 (9,3%) (Gráfico 3.1). No obstante, en el transcurso del segundo trimestre la inflación se mantuvo estable. A su vez, en el corrido de 2024 la inflación básica (sin alimentos ni regulados) continuó la tendencia descendente que inició desde mediados de 2023, al pasar del 8,4% en diciembre al 6,0% en junio. Esta dinámica bajista de la inflación básica reflejó las menores presiones de demanda, e incluso la presencia de algunos excesos de capacidad productiva, y una tasa de cambio real que, pese a la depreciación nominal registrada a finales de junio, ejerció presiones desinflacionarias, como lo indica una brecha inflacionaria de tasa de cambio real en terreno negativo (sección 2.2.1). Asimismo, las menores presiones de costos internacionales, a pesar de la persistencia de los conflictos bélicos en Ucrania y Medio Oriente, contribuyeron, en parte, a la tendencia a la baja en los precios externos de algunos bienes. Lo anterior fue parcialmente compensado por los aumentos en los precios de los alimentos, en especial de los perecederos, cuya oferta estuvo afectada por el fenómeno de El Niño. A lo anterior se sumaron ajustes aún altos en los precios de los combustibles y del servicio de energía. Esto, junto con una base de comparación estadística desfavorable, explicó el reciente repunte de la inflación anual del productor del -2,0% en marzo al 2,3% en junio. Dentro de la canasta del productor, los incrementos tanto en el componente local como en el importado contribuyeron a su repunte (Gráfico 3.2).

La caída de la inflación básica en el segundo trimestre estuvo liderada por el componente de bienes. Entre marzo y junio de 2024 la variación anual de la canasta de bienes se redujo en 1,6 pp, al pasar del 3,1% al 1,4%, respectivamente, consolidando la tendencia bajista observada desde comienzos de 2023 (Gráfico 3.3). Esta dinámica habría estado favorecida por una brecha del producto en terreno negativo, un consumo de los hogares con crecimientos muy bajos, así como menores ajustes anuales en materias primas, insumos, costos laborales, financieros, de transporte y logísticos. Por su parte, la tasa de cambio presentó una alta volatilidad en las últimas semanas, lo que limita su transmisión a los precios al consumidor dado el rezago con la que esta opera. Por último, en esta subcanasta se destaca la caída en niveles de algunos precios, como los de los aparatos eléctricos y los equipos de cómputo, que registraron una reducción anual superior al 5,0%, contribuyendo a la baja en el ajuste anual del grupo.

Los servicios también contribuyeron al descenso de la inflación al consumidor, aunque en menor medida que los bienes, y manteniendo tasas anuales de ajuste en sus precios en niveles altos. La tendencia bajista iniciada desde mediados del año

Gráfico 3.4
IPC de servicios, sin alimentos ni regulados
y sus componentes
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

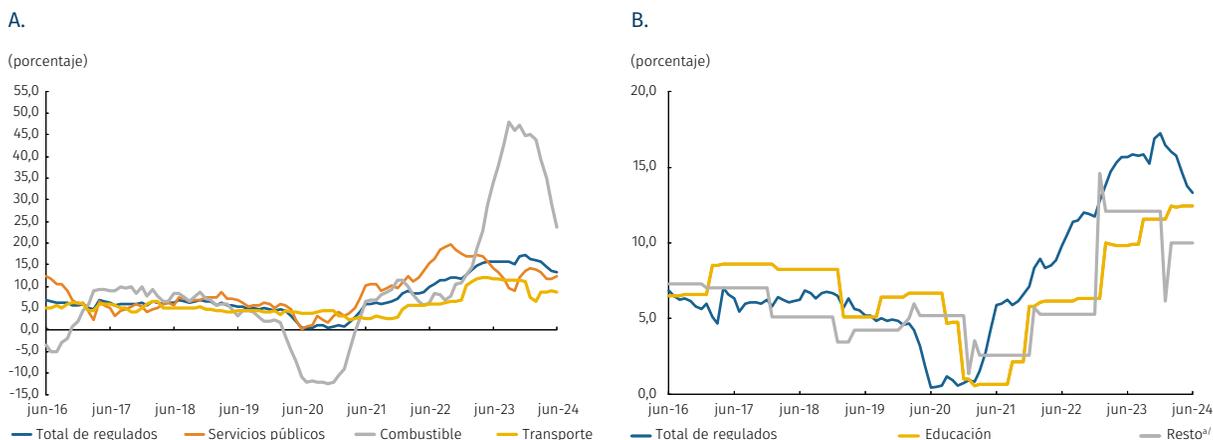
pasado llevó a que los servicios registraran una variación anual del 7,9% en junio, inferior a lo observado en marzo (8,3%) y en diciembre (9,0%) pasados. En general, la moderación en las variaciones anuales se presentó en la mayoría de los rubros que componen esta subcanasta, especialmente en las comidas fuera del hogar, que registraron una variación anual del 9,8% en junio de este año, lo que contrasta con un nivel cercano al 13,4% alcanzado en diciembre de 2023 y del 10,8% en marzo (Gráfico 3.4). Por el contrario, los arriendos, que constituyen el componente más importante de la canasta familiar por su ponderación asignada (25,2%) en la inflación total, redujeron levemente su crecimiento anual entre marzo (8,1%) y junio (8,0%), luego de un primer trimestre en ascenso. Las tasas de ajuste en este rubro siguen siendo particularmente altas, sostenidas por la alta indexación de sus precios a la inflación del año anterior, así como por los bajos niveles de oferta de vivienda nueva en medio del débil desempeño de la construcción. A lo anterior se suma un menor número de inmuebles disponibles para arrendar en algunas ciudades, especialmente en Bogotá y Medellín, frente a lo observado el año anterior¹. Otros servicios, como los de transporte, paquetes turísticos, discotecas y hoteles, que se han visto afectados por una demanda débil, también han presentado un descenso importante en la variación anual de sus precios desde finales de 2023 y en lo corrido de 2024.

Durante el segundo trimestre el componente de regulados también aportó al descenso de la inflación anual, explicado, en parte, por la estabilización del precio interno de los combustibles. De esta forma, la variación anual de los regulados se redujo entre marzo (15,8%) y junio (13,3%). Tanto las variaciones anuales de los precios de los servicios públicos como de los combustibles cayeron entre marzo y junio, cerrando este último mes en un 12,5% y 23,8%, respectivamente. En particular, los combustibles lideraron la disminución de todo el grupo, dada la finalización, a comienzos de año, del ajuste requerido del cierre de la brecha del precio interno de la gasolina con respecto a los precios internacionales (Gráfico 3.5, panel A). El grupo de los servicios públicos, por su parte, dejó de impulsar al alza el segmento de regulados en el IPC, al moderarse del 13,3% en marzo al 12,5% en junio. Lo anterior obedeció, en mayor medida, a una base de comparación estadística favorable con respecto a las cifras observadas en junio de 2023. Sin embargo, los incrementos en lo corrido del año de todos los servicios públicos, salvo gas, han sido importantes (4,7%). El resto de los subgrupos que conforman los regulados (educación, transporte y combustibles) no presentaron cambios de importancia durante el segundo trimestre (Gráfico 3.5, panel B).

El ajuste anual de los alimentos registró un repunte explicado por los productos perecederos. En el segundo trimestre la variación anual en el IPC de alimentos aumentó y se ubicó en junio en un 5,3%, luego de alcanzar un registro muy bajo en marzo (1,7%) (Gráfico 3.6). El repunte en los precios obedeció, principalmente, a los incrementos en los alimentos perecederos, cuya variación anual pasó del -3,4% en marzo al 12,5% en junio. Estos precios al alza fueron consecuencia, en parte, de los cambios en el ciclo

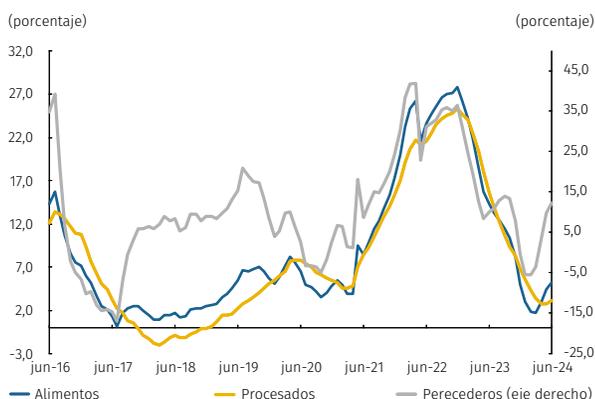
¹ De acuerdo con La Galería Inmobiliaria, en los últimos doce meses (con corte a junio) la oferta de viviendas usadas para arriendo (estratos 4, 5 y 6) se redujo en más del 15% frente al año anterior.

Gráfico 3.5
IPC de regulados y sus componentes
(variación anual)



a/ Incluye cuotas moderadoras de las EPS, certificados/documentos administrativos y pago de honorarios.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

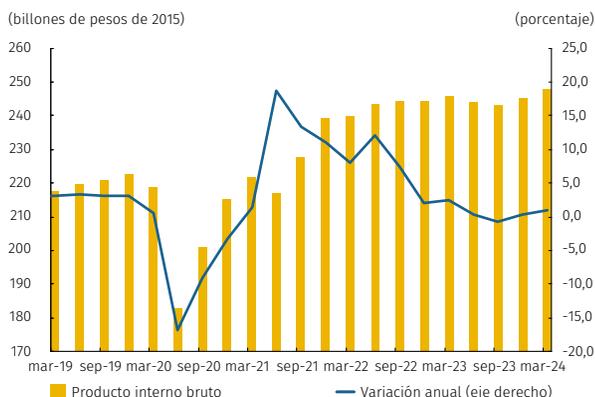
Gráfico 3.6
IPC de alimentos y sus componentes
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

de la producción agrícola que se dieron en anticipación al fenómeno de El Niño, así como el efecto rezagado de las menores precipitaciones de finales del año pasado y comienzos de 2024 sobre la productividad agropecuaria en el segundo trimestre. La oferta de los alimentos perecederos es la más perjudicada cuando se presenta un episodio de El Niño, pero, en particular, los productos que presentaron mayores afectaciones fueron la papa y muchas hortalizas, cuyas alzas en sus precios superaron el 20%. En contraste, el ajuste de los precios del componente de alimentos procesados, que en buena parte son producidos con insumos importados, cayó marginalmente entre marzo (3,4%) y junio (3,2%). En este caso, la disolución de los choques externos que afectaron estos precios, asociados con la pandemia y la guerra en Ucrania, junto con una relativa estabilidad de la tasa de cambio y una demanda moderada, habrían ayudado a explicar este descenso.

Gráfico 3.7
Producto interno bruto^{a/}
(trimestral y variación anual)

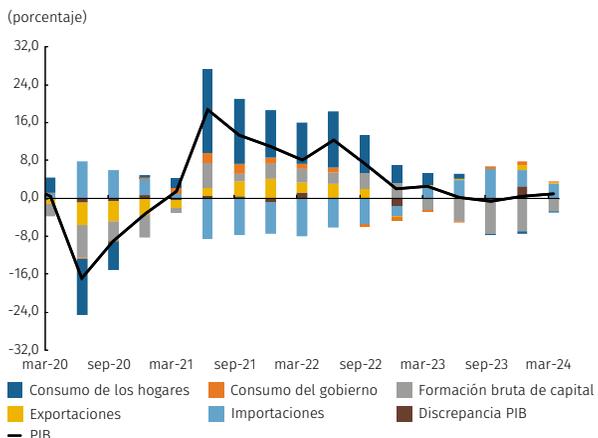


a/ Series desestacionalizadas y corregidas por efectos calendario.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

3.2 Crecimiento y demanda interna

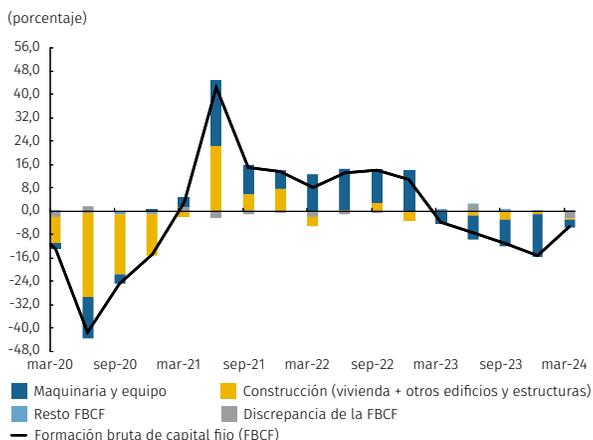
La economía colombiana inició 2024 con un crecimiento anual bajo, aunque algo mayor que el previsto, dados algunos choques de oferta positivos. Durante el primer trimestre de 2024 la actividad económica colombiana registró un crecimiento anual del 0,9% (con una expansión trimestral anualizada del 4,4%, según cifras desestacionalizadas y ajustadas por efecto calendario). El crecimiento anual fue mayor al previsto en el *Informe* de abril (0,3%), lo cual obedeció, en buena medida, a una revisión a la baja en los niveles del PIB calculados por el DANE para el primer trimestre de 2023 (Gráfico 3.7). Este comportamiento se dio en un contexto de una demanda interna que completó un año retrocediendo anualmente, dado el bajo dinamismo de la inversión y un consumo privado que se mantuvo estancado. No obstante, en términos trimestrales se observó una expansión en este componente del gasto. El desempeño de la demanda interna siguió reflejando, en parte, una política monetaria que aún se ubica en terreno contractivo, en medio del proceso necesario de convergencia de la inflación a su meta y de reducción de los

Gráfico 3.8
Contribuciones a la variación anual del PIB trimestral^{a/}
(variación anual, contribuciones)



a/ Series desestacionalizadas y corregidas por efectos calendario.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.9
Formación bruta de capital fijo trimestral^{a/}
(variación anual, contribuciones)



a/ Series desestacionalizadas y corregidas por efectos calendario.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.10
Gasto de consumo final de los hogares
y del Gobierno General^{a/}
(variación anual)



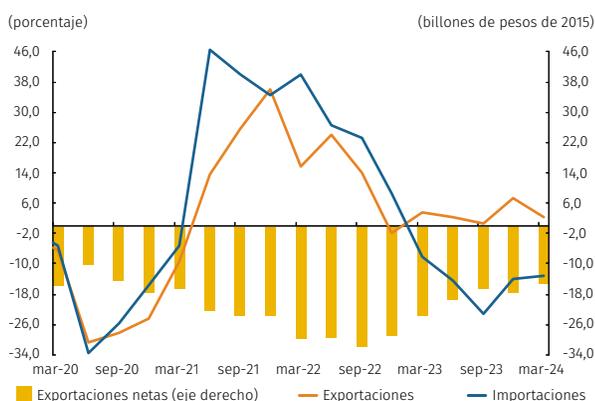
a/ Series desestacionalizadas y corregidas por efectos calendario.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

excesos de gasto de la economía. La debilidad de la demanda se dio también en un entorno de unos indicadores de confianza empresarial y de consumidores que se mantuvieron en niveles relativamente bajos, así como de una inflación todavía muy por encima de la meta. Por el lado de la oferta, siguió observándose un comportamiento heterogéneo, siendo las ramas primarias las que generaron la mayor contribución al crecimiento en este trimestre. No obstante, una parte de esta expansión podría obedecer a factores de carácter transitorio, dado que, al parecer, se anticipó el ciclo agropecuario ante los posibles efectos adversos que tendría sobre la producción el fenómeno de El Niño.

En el primer trimestre la economía continuó con el proceso de ajuste de la demanda interna, lo cual implicó nuevamente una variación anual negativa debido a una importante contracción de la inversión. A pesar de registrar una expansión trimestral, la absorción interna continuó decreciendo en términos anuales (-2,6%) durante el primer trimestre del año, aunque a una tasa más moderada que la observada en el segundo semestre del año anterior. Dentro de sus componentes, el principal aporte negativo provino del considerable retroceso anual de la formación bruta de capital (-14,6%) (Gráfico 3.8), que nuevamente estuvo afectado de forma importante por el valor negativo del componente de variación de inventarios y discrepancia estadística. La formación bruta de capital fijo (que excluye variación de inventarios y discrepancia estadística) también cayó anualmente, pero en menor magnitud (-5,2%) (Gráfico 3.9). Por segmentos, se presentaron caídas anuales en la inversión en vivienda y en maquinaria y equipo, aunque ambas aumentaron frente al cierre de 2023. En este último caso, el aumento en el margen habría sido explicado, principalmente, por el renglón de bienes de capital para la industria, lo que se corresponde con las cifras de importaciones en este segmento. Por su parte, la inversión en otros edificios y estructuras mantuvo valores similares a los del trimestre anterior, que en todo caso siguen siendo inferiores a los observados antes de la pandemia, aunque ello bastó para que creciera anualmente dados los bajos niveles del año pasado.

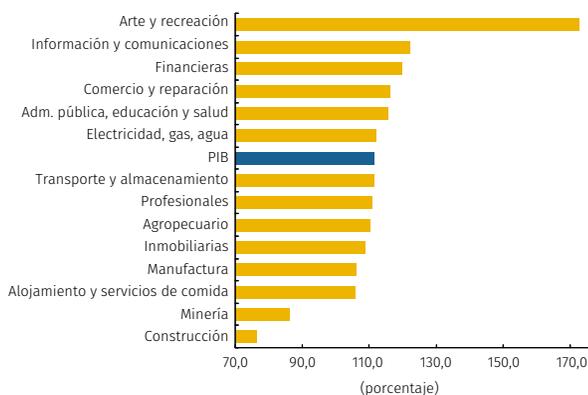
El consumo siguió sosteniéndose en los niveles relativamente altos alcanzados a comienzos de 2023, pero con leves contracciones anuales y sin mostrar una expansión relevante en el margen. El leve retroceso anual del consumo total en el primer trimestre (-0,3%) estuvo acompañado por un desempeño similar del componente privado (-0,1%) (Gráfico 3.10). La desaceleración del consumo de los hogares continuó sucediendo en un contexto de una política monetaria que siguió siendo contractiva, poca recuperación de los niveles de confianza de los consumidores y moderación del crédito a los hogares. Esta situación también coincidió con una recuperación del ahorro privado, que había alcanzado niveles muy bajos a raíz de la pandemia. Durante el primer trimestre, el segmento con el comportamiento más favorable fue el consumo de servicios, que continuó expandiéndose tanto en términos trimestrales como anuales. Los consumos de bienes no durables y durables también crecieron en el margen, pero no lograron aumentar frente al año anterior. Tampoco lo hizo el consumo semidurable, que siguió ajustándose a la baja en niveles. Cabe señalar, sin embargo, que

Gráfico 3.11
Exportaciones, importaciones y balanza comercial^{a/}
(variación anual y billones de pesos de 2015)



a/ Series desestacionalizadas y corregidas por efectos calendario.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.12
Niveles sectoriales de valor agregado del primer trimestre de 2024 relativos al cuarto trimestre de 2019^{a/}
(cuarto trimestre de 2019 = 100%)



a/ Series desestacionalizadas y corregidas por efectos calendario.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

estos tres segmentos del consumo privado alcanzaron niveles muy altos en 2022 y comienzos de 2023. Finalmente, el consumo público tampoco tuvo un desempeño destacado en el comienzo del año, pues su crecimiento anual, de solo 0,9%, fue inferior al de finales de 2023, lo que significó una ligera caída en términos trimestrales.

En el primer trimestre las exportaciones siguieron creciendo gradualmente en términos anuales, mientras que las importaciones continuaron contrayéndose, lo que condujo a que la demanda externa neta tuviera nuevamente una contribución positiva en la contabilidad del crecimiento por el lado de la demanda. El moderado aumento anual de las exportaciones (2,4%) estuvo explicado, principalmente, por una expansión anual de las ventas externas de bienes no tradicionales. Las exportaciones de servicios se sostuvieron en niveles elevados, apoyadas, en mayor medida, en el turismo de no residentes. Por el contrario, las de bienes básicos como carbón, café y petróleo presentaron caídas en el margen. Por su parte, las importaciones siguieron registrando disminuciones anuales significativas, en línea con el proceso de ajuste del gasto. La reducción anual de las importaciones fue especialmente importante en el caso de las de bienes intermedios, pero también se observó en los demás segmentos. Las compras de bienes de capital para la industria, a pesar de registrar una caída anual, presentaron una recuperación frente al trimestre anterior, compatible con el aumento trimestral de la inversión en este sector en los primeros meses del año. Con lo anterior, el déficit externo en pesos constantes se redujo frente al del cuarto trimestre de 2023 y frente al observado un año atrás (Gráfico 3.11), gracias a lo cual su aporte contable a la variación del PIB continuó siendo positivo.

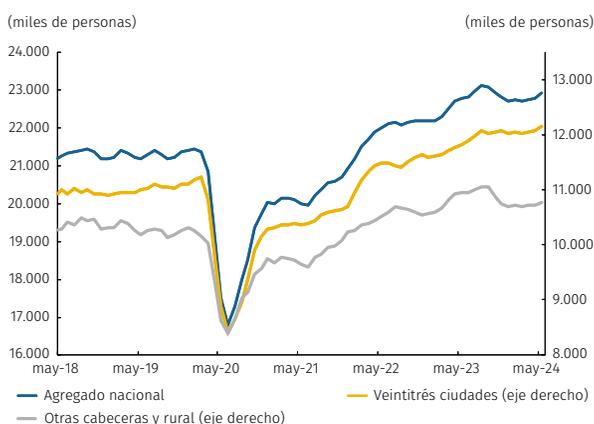
Por el lado de la oferta, las actividades agropecuarias, de administración pública, y las artísticas y de entretenimiento fueron las que más dinamismo mostraron en el primer trimestre. El crecimiento del PIB en este período estuvo jalonado, en mayor medida, por el sector primario que, en conjunto, registró una expansión anual del 3,1% (Gráfico 3.12). Estas actividades estuvieron favorecidas por la buena dinámica de los cultivos agrícolas diferentes a café y la ganadería (dados los altos niveles que aún mantiene el sacrificio de ganado porcino y la producción de huevos). A esto se sumó el desempeño de las actividades terciarias, las cuales crecieron un 1,4% anual, especialmente por la dinámica de los servicios de administración pública, salud y educación, a raíz del incremento salarial del sector público. En el primer trimestre también se observó una expansión de las actividades artísticas y de entretenimiento, que siguieron estando jalonadas por el auge de los juegos en línea y apuestas deportivas, y en los servicios de electricidad, gas y agua, como consecuencia de la mayor demanda de energía eléctrica del sector regulado. En contraste, las ramas secundarias completaron un año de caídas anuales (-3,2% anual en el primer trimestre) debido, principalmente, al deterioro observado en la industria manufacturera y en el subsector de edificaciones residenciales y no residenciales. Esto último, pese al mejor desempeño que muestran las obras civiles, dado el avance de algunos proyectos regionales como la Primera Línea del Metro de Bogotá.

3.3 Mercado laboral^{2,3}

El empleo en el agregado nacional se estabilizó en los últimos meses, luego de haber registrado decrecimientos.

Para el trimestre móvil terminado en mayo, los resultados de la *Gran encuesta integrada de hogares* (GEIH) mostraron una estabilización de los niveles de empleo en las otras cabeceras y el área rural, que se reflejaron en una dinámica del agregado nacional estable durante buena parte del trimestre, con algunas mejoras en el margen (Gráfico 3.13). Sobre esto último, los datos a mayo mostraron un aumento trimestral del empleo en el agregado nacional⁴ (1,0%), el cual se observó en varios sectores económicos, siendo las de comercio y alojamiento, construcción, y administración pública, salud y educación las ramas que más contribuyeron a la expansión trimestral del empleo. En términos anuales, el empleo presentó un crecimiento del 0,7%, que corresponde a 149.000 nuevos puestos de trabajo. Por dominio geográfico, esta variación anual del empleo en los dominios urbano y rural fue del 2,8% y del -1,7%, respectivamente.

Gráfico 3.13
Población ocupada por dominios geográficos

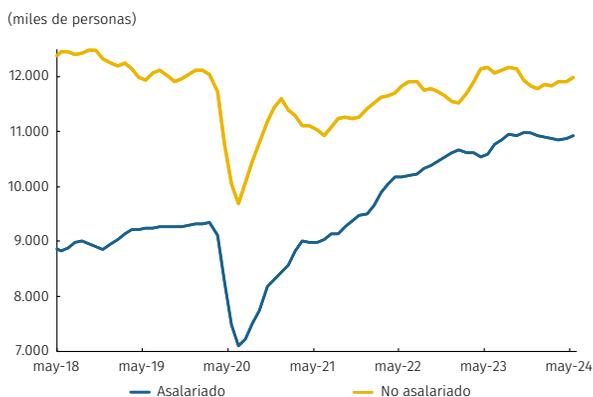


Nota: datos en trimestre móvil y desestacionalizados.
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

El empleo del segmento asalariado se mantuvo estancado, mientras que el del no asalariado mostró ligeros incrementos en lo corrido del año.

En mayo, con datos en trimestre móvil, la variación trimestral del trabajo asalariado fue del 0,5% (Gráfico 3.14), luego de haber observado contracciones en lo corrido del año. En términos anuales, se registraron ganancias en este segmento del empleo del 3,1%, siendo los empleados particulares el grupo que más aportó al crecimiento anual del empleo asalariado en el agregado nacional. Un comportamiento similar se observó también en otras fuentes de información de empleo asalariado formal, como los registros de cotizantes dependientes de la Planilla Integrada de Liquidación de Aportes (PILA) y de afiliados a cajas de compensación familiar (CCF). Por su parte, el empleo en el segmento no asalariado presentó leves incrementos, en línea con un mejor desempeño de la ocupación en las otras cabeceras y el área rural, aunque en términos anuales presentó variaciones negativas (-1,4%). Dado este comportamiento, la tasa de informalidad aumentó en el agregado nacional y se ubicó en un 56,2%.

Gráfico 3.14
Empleo por posición ocupacional: agregado nacional



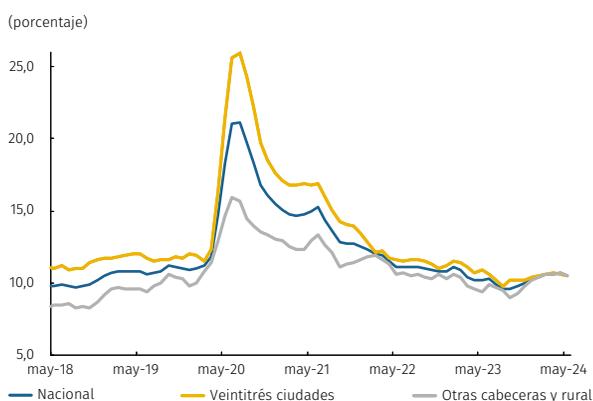
Nota: datos en trimestre móvil y desestacionalizados.
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

En los últimos meses la tasa de desempleo (TD) del agregado nacional se estabilizó como resultado de un menor deterioro de la demanda laboral.

En mayo la TD nacional, en trimestre móvil y con ajuste estacional, disminuyó con respecto a abril y se situó en el 10,5%, nivel cercano al observado en los primeros meses del año. Por dominios geográficos también se observó una leve reducción de la TD urbana y de la TD en las

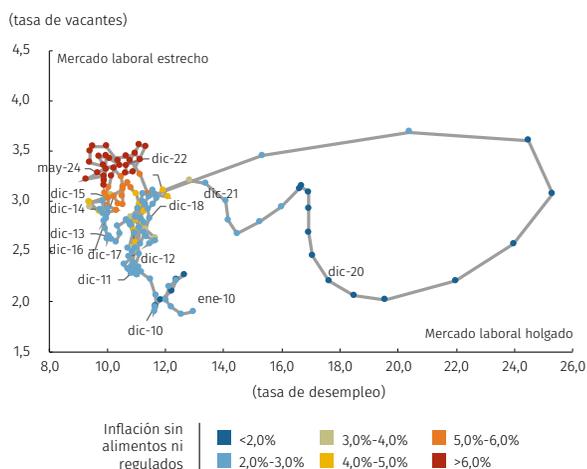
- 2 Para un análisis más detallado del mercado laboral, lo invitamos a consultar el *Reporte del Mercado Laboral* del Banco de la República, disponible en <https://www.banrep.gov.co/es/reportes-mercado-laboral>.
- 3 Las cifras del mercado laboral presentadas en esta sección corresponden, principalmente, a los resultados del trimestre móvil terminado en mayo de 2024.
- 4 Consistente con el comportamiento del empleo, la tasa de ocupación (TO) se mantuvo estable en los últimos meses y tuvo un repunte en el trimestre móvil terminado en mayo, ubicándose en un 57,3%. En términos anuales se registran caídas en el empleo de -0,5 pp.

Gráfico 3.15
Tasa de desempleo por dominios geográficos



Nota: datos en trimestre móvil y desestacionalizados.
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.16
Curva de Beveridge para las siete ciudades principales



Nota: datos en trimestre móvil y desestacionalizados. Para estimar las vacantes con GEIH se calculan las contrataciones según la metodología de Morales, Hermdida y Dávalos (2019).
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

otras cabeceras y el área rural, al ubicarse ambas en 10,5% (Gráfico 3.15). Se destaca la alta heterogeneidad de la TD entre las veintitrés principales ciudades, siendo Quibdó la de mayor incidencia del desempleo (29,2%), mientras que Bucaramanga presenta la menor TD (8,9%). Comparado con el año anterior, se observó una disminución de la TD de las principales ciudades, siendo Ibagué (-3,1 pp), Neiva (-2,6 pp) y Valledupar (-2,3 pp) aquellas con mayores caídas; en contraste, los mayores incrementos se registraron en Riohacha (4,6 pp), Quibdó (3,2 pp) y Cartagena (2,6 pp). En cuanto a la brecha de desempleo por género, luego de haber observado algunos aumentos, esta se redujo en mayo y se situó en 4,1 pp, debido a un descenso de la TD en mujeres y un incremento de la TD en hombres.

Otros indicadores de demanda laboral formal mejoraron en el margen, y las expectativas de contratación repuntaron y se situaron en terreno positivo. Dichas señales sugieren que la estrechez observada en el mercado laboral podría mantenerse en los próximos meses. Los índices de vacantes obtenidos a mayo a partir de avisos clasificados, así como las contrataciones implícitas de la GEIH, mostraron un mejor desempeño en el margen, en línea con lo observado en el empleo asalariado y formal. La mejora de los índices de vacantes, junto con unas expectativas de contratación, provenientes de la *Encuesta trimestral de expectativas económicas* (ETE) del Banco de la República, que aumentaron y registraron un balance positivo⁵ frente al cuarto trimestre de 2023, sugieren un mayor dinamismo del empleo formal en el futuro cercano. El comportamiento de la TD en el dominio urbano y de la tasa de vacantes, a la luz de la curva de Beveridge⁶ (Gráfico 3.16), sugiere que el mercado laboral continúa estrecho, dada una tasa de vacantes que todavía permanece alta. Así, las expectativas de contratación positivas y un contexto de recuperación gradual del crecimiento económico señalarían que la estrechez podría mantenerse por más tiempo. Finalmente, con datos a abril, los ingresos laborales muestran que, en el agregado nacional, los índices de ingreso nominal siguieron ajustándose anualmente al alza. En términos reales, la mediana de los ingresos del segmento asalariado exhibió un aumento anual del 6,1%, igual al incremento registrado por la del segmento no asalariado. Lo anterior, en un contexto de inflación decreciente.

3.4 Mercado financiero y monetario

Durante el segundo trimestre de 2024 la cartera de crédito continuó con su bajo crecimiento, similar al registrado en los primeros meses del año, en un entorno de tasas de interés que siguieron reduciéndose y niveles de riesgo que se mantuvieron elevados. Este comportamiento del segundo trimestre se dio junto con una demanda interna que se mantuvo débil, con bajos niveles de inversión, con unas tasas de interés de

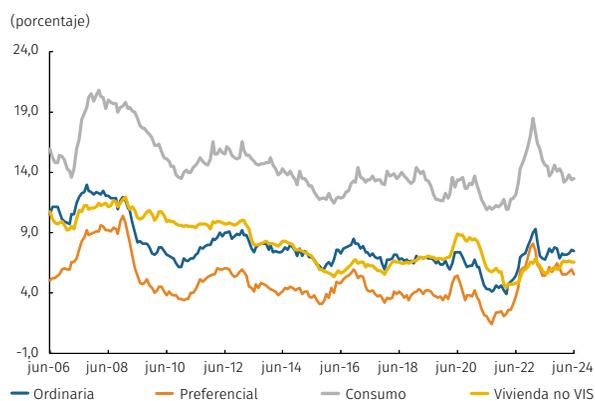
- Al primer trimestre de 2024, las expectativas económicas tuvieron un repunte de 11,6 pp frente al trimestre anterior en el balance entre quienes planean aumentar y disminuir la planta de personal en el corto plazo.
- La curva de Beveridge es la representación gráfica de la relación entre la tasa de vacantes y la tasa de desempleo.

Cuadro 3.1
Tasas de interés promedio mensual
(porcentaje)

	dic 21	dic 22	dic 23	mar 24	jun-24
Interbancarias					
TPM	2,68	11,42	13,18	12,69	11,75
TIB <i>overnight</i>	2,73	11,41	13,13	12,68	11,75
IBR <i>overnight</i>	2,72	11,41	13,13	12,68	11,75
IBR a 1 mes	2,96	11,80	13,10	12,44	11,47
IBR a 3 meses	3,36	12,08	12,81	12,02	11,01
IBR a 6 meses	3,97	12,31	12,35	11,39	10,49
IBR a 12 meses	-	12,17	11,17	10,11	9,65
Captación					
Ahorros	1,19	5,72	6,23	5,88	5,36
DTF a 90 días	3,08	13,42	12,63	10,85	10,14
CDT a 180 días	3,71	15,58	12,90	10,87	10,33
CDT a 360 días	5,10	17,08	13,19	10,88	10,75
CDT >360 días	7,14	19,15	12,71	11,15	11,32
Crédito					
Preferencial	6,00	18,57	17,05	14,79	13,65
Ordinario	8,18	19,27	17,93	16,56	15,66
Compra vivienda no VIS	9,40	17,22	17,06	15,93	14,71
Compra vivienda VIS	11,55	17,00	15,41	14,23	13,42
Consumo sin libranza	17,51	31,23	28,16	26,32	24,73
Consumo con libranza	11,65	19,45	19,83	18,71	18,14
Tarjeta de crédito	24,47	39,01	34,70	31,10	29,22

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.17
Tasas reales de interés del crédito
(datos promedio mensual deflactados
con el IPC sin alimentos)



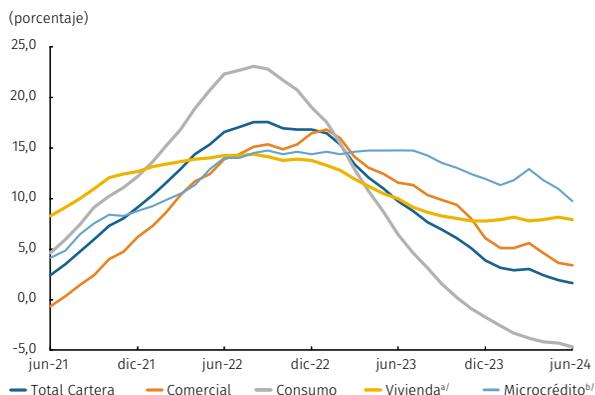
crédito que se redujeron, pero que en términos reales siguieron elevadas, y con expectativas de reducciones adicionales de la tasa de interés de política monetaria (TPM). Por el lado de la oferta de crédito, los indicadores de riesgo de cartera continuaron aumentando y se ubicaron en niveles altos, y los establecimientos de crédito siguieron registrando utilidades bajas y mantuvieron niveles altos en las exigencias para otorgar nuevos préstamos. Aunque algunos de estos factores podrían ser más favorables en los meses siguientes e impulsar un mayor dinamismo del crédito en el segundo semestre del año, se espera que el aporte del crédito al crecimiento económico sea bajo, en particular al del consumo de los hogares.

Las reducciones de la TPM continuaron transmitiéndose a las tasas de interés del mercado, aunque a un ritmo menor que el registrado en meses anteriores (Cuadro 3.1).

Durante el segundo trimestre la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) continuó con la reducción de la TPM, con recortes de 50 puntos básicos (pb) en sus reuniones de abril y junio. Esto se reflejó en una reducción similar en las tasas de interés del mercado monetario; particularmente la tasa interbancaria (TIB) y los indicadores bancarios de referencia (IBR) *overnight* y a un mes. Los IBR de mayores plazos también descendieron y continúan registrando niveles inferiores a los de la TPM, lo que sugiere que se mantienen las expectativas de recortes adicionales en dicha tasa en los próximos meses. Por su parte, las tasas de interés de captación a plazos menores a un año continuaron reduciéndose, aunque a un ritmo menor que los recortes observados en la TPM, mientras que las de mayor plazo dejaron de caer. Lo anterior, con una dinámica en la que los crecimientos de los depósitos a la vista y los de plazo convergieron y tendieron a estabilizarse. A su vez, las tasas de interés de colocación mantuvieron una marcada tendencia a la baja para la mayoría de las modalidades de crédito, en especial para la de consumo sin libranza y de tarjeta de crédito, pese a que los indicadores de riesgo continúan mostrando algún deterioro. Los descensos en las tasas de interés de crédito estarían aun respondiendo a un menor costo de fondeo, a una mayor preferencia por parte de las entidades financieras de otorgar crédito a agentes con menor riesgo, y a una demanda de crédito que se mantiene débil. En términos reales, las tasas de interés de colocación se mantuvieron relativamente estables y se encontraron por encima del promedio de la última década para la mayoría de las modalidades de crédito (Gráfico 3.17). Lo anterior, en un contexto de inflación observada y esperada decreciente y dadas las continuas reducciones de las tasas de interés nominales. Cabe resaltar que el riesgo relativo entre otorgar un préstamo o comprar un título de deuda pública (TES) se ha reducido, hecho que se deduce de los márgenes de las tasas de interés de crédito frente a las tasas de interés de los TES. Estos márgenes han descendido y se han acercado a sus promedios históricos, y en el caso del crédito para vivienda se ubicaron en terreno negativo.

El crecimiento nominal de la cartera total continuó bajo, explicado por las caídas anuales en la de consumo. Esto, en un entorno de una demanda de crédito que siguió débil, de una disposición a otorgar préstamos, limitada por los altos

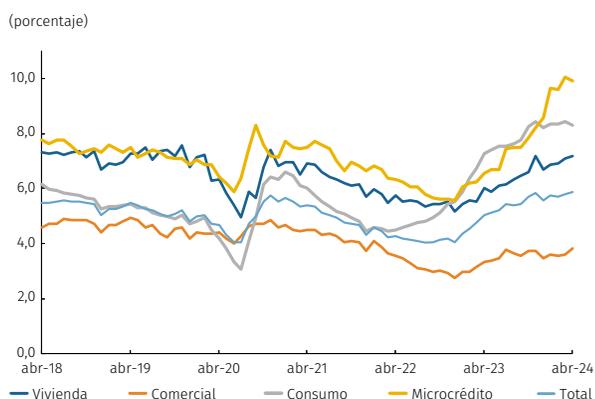
Gráfico 3.18
Cartera bruta en moneda nacional
(variación anual, datos promedios mensuales)



a/ Vivienda ajustada: cartera bancaria más titularizaciones.
b/ Microcrédito a partir de marzo 1 de 2024 incluye lo correspondiente al "Banco Contactar". Entidad que venía operando como "Corporación de Crédito Contactar" bajo la vigilancia de la Superintendencia de Sociedades.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

niveles de riesgo, y de tasas de interés reales de crédito que siguieron elevadas. Durante el segundo trimestre el crecimiento nominal anual del crédito se mantuvo estable en torno al 2,0% (Gráfico 3.18), pero continuó contrayéndose en términos reales (-5,6% anual en junio). Por modalidades, el crédito mantiene un comportamiento heterogéneo. La cartera de consumo continuó reduciéndose a una tasa anual algo mayor que la registrada en el primer trimestre (-4,7% en junio frente a -3,8% en marzo). Por su parte, el crédito comercial, aunque continuó desacelerándose en el segundo trimestre, lo hace a un ritmo inferior al observado a comienzos del año. Lo anterior, sumado al aumento anual del microcrédito, que se mantiene alrededor del 10,0%, junto con la estabilidad en la expansión del crédito de vivienda, compensaron la caída de la cartera de consumo. En términos reales, las modalidades de consumo y comercial continuaron registrando caídas anuales, pero con una pausa en la tendencia decreciente que se registraba en el primer trimestre, mientras que la de vivienda dejó de caer en los meses recientes. Una demanda interna que se mantuvo débil, los bajos niveles de confianza y unas tasas de interés reales aún en niveles elevados, estarían contribuyendo a un débil comportamiento de la demanda de crédito. A esto se suman unos niveles altos de exigencias para otorgar nuevos créditos en todas las modalidades por parte de los bancos⁷, aunque con una postura que estaría siendo menos restrictiva para las carteras de consumo, comercial y microcrédito. Lo anterior, en un contexto de reducción en la generación de utilidades y altos niveles de riesgo, podría estar limitando el crecimiento de la oferta de crédito.

Gráfico 3.19
Indicador de mora
(cartera vencida^{a/}/cartera total)



a/ Hace referencia a los préstamos con mora mayor a 30 días.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Los establecimientos de crédito mantienen niveles adecuados de solvencia, muy por encima de los mínimos regulatorios. En abril de 2024 las utilidades acumuladas a doce meses fueron de COP 6,5 billones (b), con una reducción del 50% frente al mismo periodo del año anterior. No obstante, las utilidades mejoraron en el margen para el primer trimestre del año, explicadas por una reducción en las provisiones, dada la flexibilización reciente en la regulación para la reestructuración de créditos⁸. Esto, en un entorno en el que el indicador de mora (ICM) continuó deteriorándose en lo corrido del año para la mayoría de las modalidades de cartera, excepto para la de consumo, la cual ha mostrado estabilidad durante los últimos meses (Gráfico 3.19). Por su parte, con datos a abril, los niveles de solvencia total (17,7%) y básica (14,7%) de los establecimientos de crédito se mantienen estables y se ubican muy por encima de los mínimos regulatorios (9,0% y 4,5%, respectivamente). En este sentido, los establecimientos de crédito en Colombia cuentan con niveles adecuados de capital y solidez para enfrentar los riesgos de sus activos.

7 Véase la *Encuesta trimestral sobre la situación del crédito en Colombia* para el primer trimestre de 2024.

8 Para más información, véanse las circulares externas 014 de 2023 y 006 de 2024, de la Superintendencia Financiera de Colombia.

Recuadro 1

Comportamiento del déficit de la cuenta corriente y su relación de largo plazo con algunos determinantes fundamentales para Colombia y otros países de la región

Johanna Barbosa Buitrago
 Darío Perdomo Sánchez
 Marlon Salazar Silva*

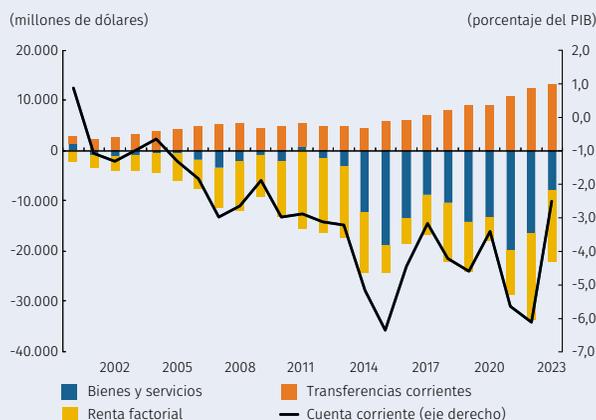
1. Introducción

Luego de enfrentar los efectos adversos de la pandemia, la economía colombiana creció a un ritmo notable en 2021 y 2022, lo cual se reflejó en una ampliación del déficit de la cuenta corriente a niveles cercanos a sus máximos históricos (-5,6% y -6,1% del PIB, respectivamente). En 2023 se observó una desaceleración en el crecimiento económico local, de la mano de una política monetaria restrictiva y una reducción del déficit fiscal. Lo anterior, junto con un dinamismo del turismo y altos niveles de ingresos por remesas, se tradujo en una corrección importante en el déficit de la cuenta corriente, el cual alcanzó su nivel más bajo de los últimos trece años (-2,5% del PIB). Este recuadro busca explicar las dinámicas que impulsaron la ampliación del déficit en 2021 y 2022, y aquellas que permitieron corregir sus niveles en 2023. También, evalúa el nivel del déficit de la cuenta corriente frente a una estimación de su relación de largo plazo con algunos determinantes fundamentales para Colombia y otras economías de la región.

2. Comportamiento reciente del desbalance externo desde la perspectiva de la balanza de pagos

La cuenta corriente de la balanza de pagos ha sido históricamente deficitaria en Colombia. Recientemente, este desbalance ha estado jalonado por la balanza comercial y la renta factorial (Gráfico R1.1). Por el contrario, las transferencias corrientes han sido tradicionalmente superavitarias, impulsadas fundamentalmente por los flujos de remesas hacia Colombia. Durante 2021 y 2022 se observó una ampliación del déficit comercial de bienes y de renta factorial frente al observado en 2020, que explicó el mayor desbalance externo de la cuenta corriente. El déficit comercial de bienes se debió a un crecimiento acelerado de las importaciones, de la mano de una recuperación económica del país y de los mayores costos por fletes, en línea con los problemas registrados en las cadenas globales de suministro tras el final de la pandemia. En cuanto al rubro de la renta factorial, para estos años se presentó un repunte de los egresos por utilidades del sector minero y petrolero, en un contexto de incremento en los precios internacionales de las materias primas luego de la invasión de Rusia a Ucrania.

Gráfico R1.1
 Comportamiento de la cuenta corriente por componentes

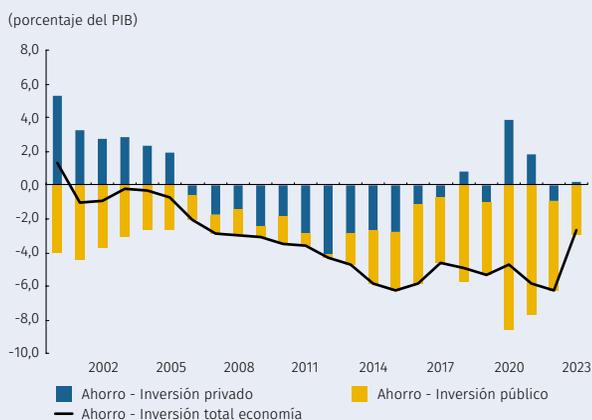


Fuente: Banco de la República.

* Los autores pertenecen a la Sección de Programación Macroeconómica del Banco de la República. Las opiniones son responsabilidad de los autores y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

Para 2023 se observó una corrección del déficit de la cuenta corriente, en medio de una política monetaria restrictiva, lo que contribuyó al ajuste de la demanda interna y, en consecuencia, redujo las importaciones y el déficit comercial de bienes (Gráfico R1.1). Adicionalmente, en ese mismo año se observó una disminución importante en el déficit de servicios, explicado, principalmente, por unas mayores exportaciones del sector turístico, a lo que se suma la moderación de las tarifas de los fletes una vez se normalizaron las cadenas globales de suministro. Además, la renta de factores mostró una moderación de su déficit, en un contexto de caída de los precios internacionales de las materias primas y de menor rentabilidad de las empresas extranjeras establecidas en el país, mientras que las transferencias corrientes alcanzaron su nivel máximo histórico, lideradas por los ingresos recibidos por remesas de trabajadores. Esto último estuvo favorecido por un repunte en la migración de colombianos al exterior y de mercados laborales apretados en las economías avanzadas en las que trabajan los migrantes colombianos. Todos estos factores permitieron un cierre del desbalance externo del -6,1% del PIB observado en 2022 a un -2,5% para 2023¹.

Gráfico R1.2
Balance Ahorro-Inversión



Fuente: DANE; cálculos propios.

3. Una mirada desde la perspectiva del ahorro y la inversión locales

La cuenta corriente de la balanza de pagos también es un reflejo del desbalance entre la inversión y el ahorro que realiza una economía. Si el ahorro nacional es insuficiente para financiar la inversión, se necesitaría recurrir al ahorro del resto del mundo, con lo cual se presentaría un déficit en la cuenta corriente. Desde esta perspectiva, medida con las cifras de las Cuentas Nacionales, desde 2013 el sector público ha sido el principal componente del déficit corriente, de la mano de un aumento en el nivel de la deuda pública del Gobierno General². En 2021 y 2022 el sector privado lideró la expansión del déficit externo de Colombia (Gráfico R1.2)³, en medio de la recuperación del consumo privado, luego de los excedentes de ahorro acumulados durante la pandemia, así como del crecimiento del crédito y la mayor inversión, superior a su tendencia, fundamentalmente en maquinaria y equipo. En 2023 ambos sectores aportaron al cierre del desbalance externo, producto de un menor déficit del sector público como porcentaje del PIB y una inversión del sector privado que se redujo más que su ahorro.

4. Déficit corriente frente a un nivel basado en algunos determinantes fundamentales

Para evaluar el déficit de la cuenta corriente frente a un nivel basado en algunos determinantes fundamentales, se sigue la metodología propuesta por Torres y Cote (2017) para estimar la relación de largo plazo entre la cuenta corriente y un grupo de variables comúnmente utilizadas en la literatura como determinantes de su comportamiento. Esta estimación se realiza mediante un modelo de cointegración de datos de panel que emplea el método de mínimos cuadrados ordinarios completamente modificados (FMOLS, por su sigla en inglés).

- 1 El déficit de la cuenta corriente se redujo de USD 21.205 millones en 2022 a USD 9.154 millones en 2023.
- 2 De 2013 a 2019, el aumento de la deuda pública se dio en un contexto de bajas tasas de interés, en línea con la recuperación del grado de inversión en 2011. Para 2020 el fuerte aumento de la deuda respondió a las necesidades de recursos derivadas de la emergencia sanitaria.
- 3 El balance ahorro-inversión se construye a partir de las series históricas de ahorro e inversión privadas y públicas, provenientes de las cuentas económicas integradas (CEI) del DANE. El sector público se entiende como el Gobierno General, y el sector privado se entiende como el resto de los sectores institucionales.

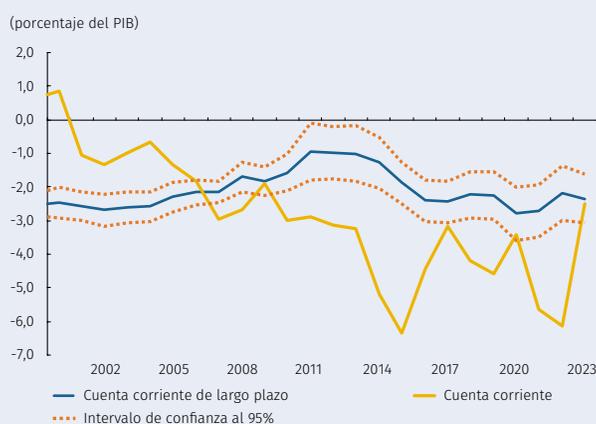
Para esto se construyó un panel de datos para 26 países⁴ utilizando información anual desde 1980 hasta 2023 que, además de la información de la cuenta corriente, incluye una serie de variables financieras, demográficas y macroeconómicas, que usualmente la literatura ha identificado como determinantes del desbalance externo⁵ (Arteaga *et al.*, 2011; Gossé y Serranito, 2014; Torres y Cote, 2017). Con esto, se realiza la siguiente estimación de un nivel de largo plazo de la cuenta corriente:

$$cc_{i,t} = \alpha_i + x'_{i,t} \beta + u_{i,t}$$

Donde $cc_{i,t}$ es la cuenta corriente como porcentaje del PIB del país i en el año t , $x'_{i,t}$ es una matriz de los determinantes de largo plazo de la cuenta corriente y $u_{i,t}$ es el término de error. En este sentido, el valor estimado por el modelo corresponde al nivel de la cuenta corriente que sería compatible con sus fundamentales en el largo plazo. Estos valores se obtuvieron para cada uno de los 26 países incluidos en el panel de datos.

Para el caso de Colombia, los resultados sugieren que el déficit de la cuenta corriente presentó un desalineamiento particularmente marcado frente a los niveles derivados de su relación de largo plazo con algunos determinantes fundamentales en tres periodos durante los últimos 25 años. El primero, a inicios de los años 2000, en línea con la fuerte contracción económica de finales del siglo pasado. El segundo, entre 2012 y 2016, debido a una reducción importante en las exportaciones, luego de la ruptura de las relaciones comerciales con Venezuela y que se profundizó a partir de 2014 con la caída en los precios internacionales del petróleo y otras materias primas. Finalmente, el aumento del déficit corriente en 2021 y 2022 lo alejó de los niveles coherentes con la relación de largo plazo estimados para esos años (-2,7% y -2,2% del PIB, respectivamente), mientras que la corrección observada en 2023 lo habría acercado considerablemente (-2,4% del PIB) (Gráfico R1.3).

Gráfico R1.3
Cuenta corriente y cuenta corriente de largo plazo como porcentaje del PIB - Colombia



Fuente: cálculos de los autores.

5. Desbalance externo de algunos países de la región

En países de la región como Chile, Perú y Brasil, similar al caso colombiano, el déficit en la cuenta corriente aumentó en 2021 y 2022, para luego reducirse en 2023 (Gráfico R1.4). En particular, dentro de las características y eventos en común que explican la ampliación del déficit para estos países, se encuentran: el aumento en las importaciones de bienes y servicios, de la mano de una recuperación importante del crecimiento económico y la demanda interna (en especial en los casos de Chile y Colombia, cuyos crecimientos del consumo privado fueron destacables), así como los altos costos por fletes que reflejaron las dificultades globales en las cadenas de suministro y los costos asociados con la logística y el transporte durante la recuperación pospandemia. Sin embargo, es importante destacar que la ampliación del déficit después de la pandemia en Perú y Brasil estuvo en línea con los niveles derivados de la relación de largo plazo estimados, mientras que para el caso de Chile y Colombia la ampliación del déficit lo alejó de dicha medida (Gráfico R1.3 y R1.4).

Gráfico R1.4
Cuenta corriente y cuenta corriente de largo plazo como porcentaje del PIB - Región



Fuente: cálculos de los autores.

4 Barbados, Belice, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, República Dominicana, Ecuador, Guatemala, Honduras, Jamaica, Panamá, Paraguay, Perú, El Salvador, India, Indonesia, Israel, Jordania, Corea, Malasia, Nepal, Pakistán, Papúa Nueva Guinea y Filipinas.

5 Dentro de las variables utilizadas se encuentran: el crédito del sector privado como porcentaje del PIB, deuda pública como porcentaje del PIB, la razón de dependencia de población como porcentaje de trabajadores en edad de trabajar, el diferencial de la tasa de interés de cada país frente a la tasa de Estados Unidos, el logaritmo del PIB per cápita de cada país relativo al PIB per cápita de Estados Unidos, el rezago de los activos externos netos (sin oro) como porcentaje del PIB, recuperado de Milesi-Ferretti (2022), y el balance de petróleo como porcentaje del PIB.

Posteriormente, dentro de los factores comunes que explican la reducción del déficit en 2023 para los países señalados se destacan la reducción de las importaciones debido a la moderación de la actividad económica y la demanda interna, la disminución de los costos por fletes y la menor renta factorial (esta última particularmente importante para Colombia y Perú). Adicionalmente, en Colombia, Chile y Perú las mayores exportaciones por turismo también contribuyeron al cierre del déficit. Por su parte, Colombia y Perú contaron también con un comportamiento favorable de las remesas que impulsaron aún más esa corrección del desbalance corriente. De esta forma, tanto para Colombia, como para algunos de los países de la región, la reducción en el déficit en 2023 lo llevó cerca a los niveles de largo plazo. La excepción es Perú, donde el superávit registrado se ubicó por encima de este nivel (Gráfico R1.4).

Referencias

- Arteaga-Cabrales, C.; Luna, R.; Ojeda-Joya, J. (2011). “Normas de cuenta corriente y tasa de cambio real de equilibrio en Colombia”, Borradores de Economía, núm. 681.
- Gossé, J. B.; Serranito, F. (2014). “Long-run Determinants of Current Accounts in OECD Countries: Lessons for intra-European Imbalances”, *Economic Modelling*, vol. 38, pp. 451-462.
- Milesi-Ferretti, G. M. (2022), “The External Wealth of Nations Database,” The Brookings Institution (basado en Lane, Philip R. y Gian Maria Milesi-Ferretti, 2018, “The External Wealth of Nations Revisited: International Financial Integration in the Aftermath of the Global Financial Crisis”, *IMF Economic Review*, vol. 66, pp. 189-222).
- Torres-Gorron, J. E.; Cote-Barón, J. P. (2017). “Un nuevo cálculo de la tasa de cambio real de equilibrio para Colombia: enfoque de balance macroeconómico”, Borradores de Economía, núm. 1030.

Anexo 1

Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros^{a/, b/}

Unidades		jul 24	dic 24	jul 25	dic 25	jul 26
IPC total	Variación mensual (media)	0,28	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.
IPC sin alimentos	Variación mensual (media)	0,27	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.
IPC sin alimentos ni regulados	Variación mensual (media)	0,25	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.
IPC de alimentos	Variación mensual (media)	0,29	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.
IPC de regulados	Variación mensual (media)	0,33	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.
IPC total	Variación anual (media), fin de periodo	7,12 ^{c/}	5,77	4,29	3,94	3,60
IPC sin alimentos	Variación anual (media), fin de periodo	7,57 ^{c/}	5,83	4,30	3,87	3,46
IPC sin alimentos ni regulados	Variación anual (media), fin de periodo	5,94 ^{c/}	5,21	4,11	3,70	3,31
IPC de alimentos	Variación anual (media), fin de periodo	5,26 ^{c/}	5,12	4,33	4,03	3,81
IPC de regulados	Variación anual (media), fin de periodo	12,30 ^{c/}	8,95	6,09	5,56	5,00
Tasa de cambio nominal	Pesos por dólar, fin de periodo	4.000	4.050	4.100	4.103	4.066
Tasa de interés de política	Porcentaje, fin de periodo	10,75	8,50	6,25	6,00	5,50

Unidades		II-2024	III-2024	IV 2024	2024	I-2025	II-2025	III-2025	IV 2025	2025	I-2026	II-2026
PIB	Variación anual, serie original	1,3	1,6	1,9	1,5	2,4	2,4	2,6	2,7	2,5	2,7	n. d.
Desempleo	Trece ciudades, promedio del trimestre	10,5	10,6	10,5	n. d.	11,4	10,7	10,5	10,3	n. d.	11,0	n. d.
IBR (90 días)	Tasa efectiva anual, fin de periodo	n. a.	9,7	8,3	n. d.	7,2	6,4	5,9	5,8	n. d.	5,6	5,6
Déficit fiscal (GNC) ^{d/}	Proporción del PIB	n. d.	n. d.	n. d.	5,6	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	5,1	n. d.	n. d.
Déficit en cuenta corriente ^{d/}	Proporción del PIB	n. d.	n. d.	n. d.	2,8	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	3,3	n. d.	n. d.

n. d.: no disponible.

n. a.: no aplica dado que el dato ya es observado.

a/ A partir de abril de 2023, la pregunta sobre la DTF se excluyó de la encuesta de expectativas de analistas económicos.

b/ Corresponde a la mediana de las respuestas de la *Encuesta mensual de expectativas de analistas económicos* del Banco de la República, excepto para los valores del IPC total, sin alimentos, sin alimentos ni regulados, de alimentos y de regulados, que corresponden al promedio.

c/ Datos calculados con base en los resultados de la *Encuesta Mensual de Analistas Económicos (EME)* del Banco de la República.

d/ Los valores positivos representan déficit y los negativos superávit.

Fuente: Banco de la República (*Encuesta mensual de expectativas de analistas económicos*, aplicada en julio de 2024).

Anexo 2

Principales variables del pronóstico macroeconómico

		Años										
		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Variables exógenas												
Externas ^{a/}												
PIB socios comerciales ^{b/}	Porcentaje, var. anual, corregido por estacionalidad	2,0	1,6	3,2	2,5	1,5	-6,6	8,2	3,6	2,3	1,9	2,1
Precio del petróleo (referencia Brent)	Dólares por barril, promedio del periodo	54	45	55	72	64	43	71	99	82	84	81
Tasa de interés efectiva de fondos federales (Fed)	Porcentaje, promedio del periodo	0,13	0,39	1,00	1,83	2,16	0,37	0,08	1,68	5,03	5,30	4,47
Credit Default Swap a 5 años para Colombia	Puntos básicos, promedio del periodo	184	212	129	114	99	142	142	259	246	186	211
Internas												
Tasa de interés real neutral para Colombia	Porcentaje, promedio del periodo	1,5	1,6	1,3	1,3	1,2	1,3	1,5	2,0	2,2	2,4	2,5
PIB potencial para Colombia (tendencial)	Porcentaje, var. anual	3,3	2,8	2,4	2,3	2,3	-0,1	4,0	3,6	2,9	2,9	2,7
Variables endógenas												
Precios												
IPC total ^{c/}	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	6,77	5,75	4,09	3,18	3,80	1,61	5,62	13,12	9,28	5,71	3,05
IPC sin alimentos ^{d/}	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	5,25	5,51	5,03	3,51	3,45	1,03	3,44	9,99	10,33	.	.
IPC bienes (sin alimentos ni regulados)	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	7,27	5,91	3,24	1,40	2,18	0,63	3,31	15,04	7,11	.	.
IPC servicios (sin alimentos ni regulados)	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	4,64	5,26	5,38	3,13	3,45	1,29	2,18	7,41	8,96	.	.
IPC regulados	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	4,43	5,63	6,26	6,65	4,81	0,73	7,10	11,77	17,24	8,40	3,23
IPC alimentos ^{e/}	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	13,08	6,65	0,48	1,87	5,80	4,80	17,23	27,81	5,00	5,45	1,19
IPC perecederos	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	26,03	-6,63	5,84	8,88	8,66	2,49	24,42	36,44	-0,47	.	.
IPC procesados	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	9,62	10,74	-0,91	-0,08	5,04	5,43	15,32	25,33	6,71	.	.
Indicadores de inflación básica ^{f/}												
IPC sin alimentos	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	5,25	5,51	5,03	3,51	3,45	1,03	3,44	9,99	10,33	.	.
IPC núcleo 15	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	5,59	5,98	4,21	3,22	3,78	1,88	4,42	11,55	9,46	.	.
IPC sin alimentos ni regulados	Porcentaje, var. anual, daec	5,50	5,48	4,67	2,57	3,10	1,11	2,49	9,51	8,42	4,99	3,42
Promedio de todos los indicadores de inflación básica	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	5,44	5,66	4,64	3,10	3,44	1,34	3,45	10,35	9,61	.	.
TRM	Pesos por dólar, promedio del periodo	2,746	3,053	2,951	2,957	3,282	3,691	3,747	4,257	4,330	.	.
Brecha inflacionaria de la tasa de cambio real	Porcentaje, promedio del periodo	9,6	2,5	-1,7	-0,7	3,6	6,9	2,2	6,7	1,4	-6,2	-1,8
Actividad económica												
Producto interno bruto (daec)	Porcentaje, var. anual, daec	3,0	2,1	1,4	2,6	3,2	-7,2	10,8	7,3	0,6	1,8	2,7
Gasto de consumo final	Porcentaje, var. anual, daec	3,4	1,6	2,3	4,0	4,3	-4,2	13,8	8,9	1,0	.	.
Gasto de consumo final de los hogares	Porcentaje, var. anual, daec	3,1	1,6	2,1	3,2	4,1	-5,0	14,7	10,7	0,8	.	.
Gasto de consumo final del Gobierno General	Porcentaje, var. anual, daec	4,9	1,8	3,6	7,4	5,3	-0,8	9,8	0,8	1,6	.	.
Formación bruta de capital	Porcentaje, var. anual, daec	-1,2	-0,2	-3,2	1,5	3,0	-20,7	11,6	16,0	-25,9	.	.
Formación bruta de capital fijo	Porcentaje, var. anual, daec	2,8	-2,9	1,9	1,0	2,2	-23,6	16,7	11,5	-9,5	.	.
Vivienda	Porcentaje, var. anual, daec	9,5	-0,2	-1,9	-0,4	-8,9	-32,7	39,8	2,0	-1,2	.	.
Otros edificios y estructuras	Porcentaje, var. anual, daec	10,2	0,0	4,6	-3,5	1,1	-30,8	0,9	-4,2	-4,8	.	.
Maquinaria y equipo	Porcentaje, var. anual, daec	-9,3	-7,9	1,4	8,6	12,3	-13,3	23,3	30,3	-17,6	.	.
Recursos biológicos cultivados	Porcentaje, var. anual, daec	2,3	13,1	0,3	-3,1	7,9	-1,8	-0,9	-12,5	4,6	.	.
Productos de propiedad intelectual	Porcentaje, var. anual, daec	1,3	-12,0	1,2	1,5	-0,7	-8,3	3,4	8,9	0,7	.	.
Demanda interna	Porcentaje, var. anual, daec	2,4	1,2	1,1	3,5	4,0	-7,5	13,4	10,2	-4,0	.	.
Exportaciones	Porcentaje, var. anual, daec	1,7	-0,2	2,6	0,6	3,1	-22,5	14,6	12,3	3,4	.	.
Importaciones	Porcentaje, var. anual, daec	-1,1	-3,5	1,0	5,8	7,3	-20,1	26,7	23,6	-15,0	.	.
Brecha del producto ^{g/}	Porcentaje	0,9	0,2	-0,8	-0,6	0,3	-7,1	-0,8	2,8	0,5	-0,5	-0,5
Indicadores coyunturales												
Producción real de la industria manufacturera	Porcentaje, var. anual, corregido por estacionalidad	2,1	3,5	0,0	2,9	1,3	-8,1	16,2	10,5	-4,7	.	.
Ventas del comercio al por menor, sin combustibles ni vehículos	Porcentaje, var. anual, corregido por estacionalidad	6,4	2,0	-0,1	5,5	8,1	-1,5	12,3	9,2	-4,0	.	.
Producción de café	Porcentaje, var. anual, producción acumulada del periodo	16,8	0,4	-0,3	-4,5	8,8	-5,8	-9,5	-11,9	2,4	.	.
Producción de petróleo	Porcentaje, var. anual, promedio del periodo	1,5	-11,9	-3,6	1,3	2,4	-11,8	-5,8	2,4	3,0	.	.
Mercado laboral ^{h/}												
Total nacional												
Tasa de desempleo	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del periodo	9,2	9,5	9,7	10,0	10,9	16,7	13,8	11,2	10,2	10,6	.
Tasa de ocupación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del periodo	61,3	60,5	60,0	59,1	57,7	50,4	53,1	56,5	57,6	.	.
Tasa global de participación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del periodo	67,5	66,9	66,4	65,7	64,8	60,4	61,5	63,6	64,1	.	.
Trece ciudades y áreas metropolitanas												
Tasa de desempleo	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del periodo	10,1	10,3	11,0	11,1	11,5	19,1	15,2	11,4	10,4	10,5	.
Tasa de ocupación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del periodo	62,6	61,7	60,5	59,6	58,8	50,8	53,8	58,1	59,5	.	.
Tasa global de participación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del periodo	69,6	68,8	67,9	67,1	66,4	62,7	63,5	65,5	66,3	.	.
Balanza de pagos ^{h/}												
Cuenta corriente (A + B + C)	Millones de dólares	-18.702	-12.587	-9.924	-14.041	-14.809	-9.267	-17.949	-21.205	-9.154	-11.619	-14.288
Porcentaje del PIB	Porcentaje, términos nominales	-6,3	-4,4	-3,2	-4,2	-4,6	-3,4	-5,6	-6,1	-2,5	-2,8	-3,4
A. Bienes y servicios	Millones de dólares	-19.004	-13.451	-8.762	-10.556	-14.148	-13.105	-20.001	-16.427	-7.989	-12.008	-15.544
B. Ingreso primario (renta de los factores)	Millones de dólares	-5.450	-5.312	-8.046	-11.442	-9.716	-4.950	-8.723	-17.086	-14.100	-13.783	-13.822
C. Ingresos secundarios (transferencias corrientes)	Millones de dólares	5.752	6.177	6.883	7.957	9.055	8.788	10.775	12.308	12.936	14.172	15.078
Cuenta financiera (A + B + C + D)	Millones de dólares	-18.060	-12.339	-9.625	-12.954	-13.298	-8.113	-16.693	-20.466	-8.285	.	.
Porcentaje del PIB	Porcentaje, términos nominales	-6,1	-4,4	-3,1	-3,9	-4,1	-3,0	-5,3	-5,9	-2,3	.	.
A. Inversión extranjera (ii - i)	Millones de dólares	-7.403	-9.341	-10.011	-6.172	-10.836	-5.725	-6.381	-13.799	-15.972	.	.
i. Extranjera en Colombia (IED)	Millones de dólares	11.621	13.858	13.701	11.299	13.989	7.459	9.561	17.183	17.147	.	.
ii. Colombiana en el exterior	Millones de dólares	4.218	4.517	3.690	5.126	3.153	1.733	3.181	3.384	1.775	.	.
B. Inversión de cartera	Millones de dólares	-9.091	-4.945	-1.800	862	24	-1.768	-4.595	427	8.123	.	.
C. Otra inversión (préstamos, otros créditos y derivados)	Millones de dólares	-1.981	1.781	1.641	-8.831	-5.820	-4.949	-6.371	-7.665	-2.754	.	.
D. Activos de reserva	Millones de dólares	415	165	545	1.187	3.333	4.328	654	571	1.718	.	.
Errores y omisiones (E Y O)	Millones de dólares	643	247	299	1.087	1.510	1.153	1.256	739	868	.	.
Tasas de interés												
Tasa de interés de política ^{k/}	Porcentaje, promedio del periodo	4,67	7,10	6,10	4,35	4,25	2,87	1,91	7,22	13,04	.	.
Tasa de interés de política esperada por analistas ^{l/}	Porcentaje, promedio del periodo	4,7	7,1	6,1	4,3	4,3	2,9	1,9	7,2	13,0	11,29	6,92
IBR overnight	Porcentaje, promedio del periodo	9,4	12,8	11,1	9,3	8,8	7,4	6,2	13,3	18,7	.	.
Tasa de interés comercial ^{m/}	Porcentaje, promedio del periodo	17,2	19,2	19,4	17,9	16,5	15,0	14,3	21,1	27,9	.	.
Tasa de interés de consumo ^{n/}	Porcentaje, promedio del periodo	11,0	12,4	11,6	10,6	10,4	10,1	9,1	12,9	17,7	.	.

Nota: los valores en negrilla corresponden a una proyección o supuesto.

daec: desestacionalizado y ajustado por efectos calendario.

a/ Los datos trimestrales en negrilla corresponden a un supuesto construido con base en la proyección anual de cada variable.

b/ Se calcula con los principales socios comerciales (sin Venezuela) ponderados por su participación en el comercio.

c/ El pronóstico de mediano plazo corresponde al promedio de las estimaciones obtenidas con los modelos centrales del equipo técnico (4GM y Patacon).

d/ Cálculos del Banco de la República; excluye la división del IPC de Alimentos y bebidas no alcohólicas. Consultar González, E.; Hernández, R.; Caicedo, E.; Martínez-Cortés, N.; Grajales, A.; Romero, J. (2020). "Nueva clasificación del Banrep de la canasta del IPC y revisión de las medidas de inflación básica en Colombia", Borradores de Economía, núm. 122, Banco de la República, disponible en: <https://investiga.banrep.gov.co/es/be-1122>.

e/ Cálculos del Banco de la República; igual a la división del IPC de Alimentos y bebidas no alcohólicas producida por el DANE (no incluye las subclases correspondientes a las comidas fuera del hogar). Consultar González, E.; Hernández, R.; Caicedo, E.; Martínez-Cortés, N.; Grajales, A.; Romero, J. (2020). "Nueva clasificación del Banrep de la canasta del IPC y revisión de las medidas de inflación básica en Colombia", Borradores de Economía, núm. 122, Banco de la República, disponible en: <https://investiga.banrep.gov.co/es/be-1122>.

f/ Cálculos del Banco de la República. Consultar González, E.; Hernández, R.; Caicedo, E.; Martínez-Cortés, N.; Grajales, A.; Romero, J. (2020). "Nueva clasificación del Banrep de la canasta del IPC y revisión de las medidas de inflación básica en Colombia", Borradores de Economía, núm. 122, Banco de la República, disponible en: <https://investiga.banrep.gov.co/es/be-1122>.

g/ La estimación histórica de la brecha se calcula a partir de la diferencia entre el PIB observado (acumulado 4 trimestres) y el PIB potencial (tendencial; acumulado 4 trimestres) que resulta del modelo 4GM; en el pronóstico se calcula a partir de la diferencia entre la estimación del PIB del equipo técnico (acumulado 4 trimestres) y el PIB potencial (tendencial; acumulado 4 trimestres) que resulta del modelo 4GM.

h/ Se calculan las tasas con base en las poblaciones anuales desestacionalizadas.

i/ Los resultados presentados siguen las recomendaciones de la versión sexta del manual de balanza de pagos propuesta por el FMI. Consulte información adicional y los cambios metodológicos en <http://www.banrep.gov.co/balanza-pagos>.

j/ Los resultados para 2022 y 2023 son preliminares.

k/ Corresponde a la tasa de interés de política monetaria promedio anual calculada con los días hábiles de la serie.

l/ Estas proyecciones son calculadas como el promedio de la tasa de interés que estaría vigente en cada año de acuerdo con la mediana de las respuestas mensuales de la encuesta de expectativas de analistas económicos realizada por el Banco de la República en julio de 2024.

m/ Promedio ponderado por monto de las tasas de interés de los créditos ordinarios, de tesorería y preferenciales.

n/ No incluye los créditos otorgados mediante tarjetas de crédito.

o/ Corresponde al promedio ponderado por monto de la tasa de interés de los desembolsos en pesos y en UVR para la adquisición de vivienda NO VIS.

Anexo 2 (continuación)

Principales variables del pronóstico macroeconómico

	2019				2020			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Variables exógenas								
Externas ^{a/}								
PIB socios comerciales ^{b/}	Porcentaje, variación trimestral anualizada, corregido por estacionalidad							
Precio del petróleo (referencia Brent)	1,4	3,6	1,4	-0,6	-6,9	-46,8	53,8	16,2
Tasa de interés efectiva de fondos federales (Fed)	64	68	62	62	51	33	43	45
Credit Default Swap 5 años para Colombia	2,40	2,40	2,20	1,65	1,23	0,06	0,09	0,09
Puntos básicos, promedio del periodo	121	104	90	83	125	206	132	104
Internas								
Tasa de interés real neutral para Colombia	Porcentaje, promedio del periodo							
PIB potencial para Colombia (tendencial)	Porcentaje, var. anual							
Variables endógenas								
Precios								
IPC total ^{c/}	Porcentaje, var. anual, fin del periodo							
IPC sin alimentos ^{d/}	3,21	3,43	3,82	3,80	3,86	2,19	1,97	1,61
IPC bienes (sin alimentos ni regulados)	3,27	3,22	3,37	3,45	3,26	1,40	1,57	1,03
IPC servicios (sin alimentos ni regulados)	1,09	1,60	1,83	2,18	2,41	0,73	1,15	0,63
IPC regulados	3,01	3,10	3,37	3,45	3,22	2,00	1,86	1,29
IPC alimentos ^{e/}	6,33	5,24	5,03	4,81	4,27	0,44	1,19	0,73
IPC percerederos	3,24	4,96	6,49	5,80	7,19	6,55	4,13	4,80
IPC procesados	9,98	15,46	17,50	8,66	9,79	2,52	-3,42	2,49
Indicadores de inflación básica ^{f/}	1,43	2,18	3,57	5,04	6,46	7,75	6,40	5,43
IPC sin alimentos	Porcentaje, var. anual, fin del periodo							
IPC núcleo 15	3,27	3,22	3,37	3,45	3,26	1,40	1,57	1,03
IPC sin alimentos ni regulados	3,24	3,34	3,66	3,78	3,64	2,17	2,33	1,88
Promedio de todos los indicadores de inflación básica	2,41	2,65	2,92	3,10	2,99	1,65	1,67	1,11
TRM	2,97	3,07	3,32	3,44	3,30	1,74	1,86	1,34
Brecha inflacionaria de la tasa de cambio real	3,135	3,240	3,338	3,412	3,540	3,850	3,731	3,662
Pesos por dólar, promedio del periodo	2,3	3,2	3,9	4,9	5,6	11,8	6,6	3,4
Actividad económica								
Producto interno bruto	Porcentaje, var. anual, daec							
Gasto de consumo final	3,2	3,4	3,0	3,2	0,5	-16,8	-9,1	-3,3
Gasto de consumo final de los hogares	3,7	3,9	4,3	5,3	3,9	-14,4	-7,5	1,1
Gasto de consumo final del Gobierno General	3,0	3,5	4,3	5,4	4,4	-17,0	-8,5	1,0
Formación bruta de capital	5,7	6,3	4,8	4,4	0,0	-2,2	-2,0	1,1
Formación bruta de capital fijo	7,6	2,9	5,6	-3,7	-12,1	-31,4	-17,5	-22,0
Vivienda	7,3	4,2	1,9	-4,2	-12,7	-41,4	-24,9	-14,6
Otros edificios y estructuras	-6,6	-7,8	-8,0	-13,3	-25,8	-47,9	-30,3	-25,3
Maquinaria y equipo	12,7	-1,2	1,2	-6,6	-10,4	-50,0	-37,3	-24,4
Recursos biológicos cultivados	14,3	21,9	10,1	3,1	-5,5	-37,4	-9,4	1,8
Productos de propiedad intelectual	5,5	9,8	14,9	1,6	2,6	1,6	-7,9	-3,0
Demanda interna	-1,3	-1,5	-1,3	1,4	1,3	-14,3	-11,2	-9,0
Exportaciones	4,5	3,8	4,8	3,0	0,5	-18,0	-9,7	-2,9
Importaciones	5,0	8,8	2,0	-3,1	-6,5	-30,7	-28,2	-24,3
Brecha del producto ^{g/}	11,4	9,0	10,9	1,1	-5,3	-33,5	-25,6	-15,5
Indicadores coyunturales	-0,4	-0,1	0,1	0,3	-0,2	-3,8	-6,0	-7,1
Producción real de la industria manufacturera	Porcentaje, var. anual, corregido por estacionalidad							
Ventas del comercio al por menor, sin combustibles ni vehículos	1,0	2,4	0,8	1,0	-1,5	-23,5	-7,3	0,0
Producción de café	6,2	7,3	9,5	9,3	6,4	-14,6	-3,4	5,5
Producción de petróleo	-1,9	6,6	4,9	24,1	-13,8	-1,9	-3,6	-4,6
Producción de petróleo	5,4	3,2	1,4	-0,2	-2,1	-15,7	-15,4	-14,1
Mercado laboral ^{h/}								
Total nacional	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del periodo							
Tasa de desempleo	10,8	10,6	11,2	10,9	11,9	21,1	18,3	15,4
Tasa de ocupación	58,4	57,7	57,2	57,5	55,6	44,5	49,0	52,7
Tasa global de participación	65,5	64,6	64,4	64,6	63,1	56,3	59,9	62,3
Trece ciudades y áreas metropolitanas	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del periodo							
Tasa de desempleo	11,8	11,4	11,3	11,6	12,0	25,2	21,8	17,3
Tasa de ocupación	58,7	58,8	58,8	58,7	56,9	44,1	49,0	53,4
Tasa global de participación	66,6	66,4	66,2	66,4	64,6	58,9	62,6	64,6
Balanza de pagos ^{i/j/}								
Cuenta corriente (A + B + C)	Millones de dólares							
Porcentaje del PIB	-3.820	-3.219	-4.303	-3.467	-2.295	-1.962	-2.013	-2.997
A. Bienes y servicios	-4,8	-4,1	-5,3	-4,2	-3,1	-3,6	-3,0	-4,0
B. Ingreso primario (renta de los factores)	-3.138	-2.998	-4.406	-3.607	-3.098	-2.651	-3.263	-4.092
C. Ingresos secundarios (transferencias corrientes)	-2.615	-2.502	-2.301	-2.298	-1.369	-1.029	-1.172	-1.380
Cuenta financiera (A + B + C + D)	1.932	2.281	2.404	2.438	2.173	1.718	2.422	2.475
Porcentaje del PIB	-3.520	-3.333	-3.740	-2.706	-1.735	-1.938	-1.857	-2.584
A. Inversión extranjera (ii - i)	-4,4	-4,2	-4,6	-3,3	-2,3	-3,5	-2,8	-3,4
i. Extranjera en Colombia (IED)	-2.652	-3.626	-1.678	-2.880	-1.924	-1.725	-2.58	-1.818
ii. Colombiana en el exterior	3.394	4.090	3.163	3.342	3.175	1.371	844	2.069
B. Inversión de cartera	741	465	1.485	462	1.251	-353	586	251
C. Otra inversión (préstamos, otros créditos y derivados)	-1.382	-282	137	1.551	-168	-3.429	323	1.506
D. Activos de reserva	-1.836	48	2.453	-1.579	528	627	-2.127	-3.976
Errores y omisiones (E + Y O)	2.351	526	254	202	-171	2.590	205	1.705
Millones de dólares	301	-114	563	761	560	25	155	413
Tasas de interés								
Tasa de interés de política ^{k/}	Porcentaje, promedio del periodo							
Tasa de interés de política esperada por analistas ^{l/}	4,25	4,25	4,25	4,25	4,23	3,26	2,24	1,75
IBR <i>overnight</i>	Porcentaje, promedio del periodo							
Tasa de interés comercial ^{m/}	4,3	4,3	4,3	4,3	4,2	3,2	2,2	1,7
Tasa de interés de consumo ^{n/}	9,1	9,0	8,9	8,5	8,4	8,3	7,0	6,2
Tasa de interés hipotecaria ^{o/}	18,0	17,2	16,0	15,5	15,8	15,5	14,8	14,2
Porcentaje, promedio del periodo	10,4	10,5	10,4	10,4	10,4	10,4	10,2	9,6

Nota: los valores en negrilla corresponden a una proyección o supuesto.

daec: desestacionalizado y ajustado por efectos calendario.

a/ Los datos trimestrales en negrilla corresponden a un supuesto construido con base en la proyección anual de cada variable.

b/ Se calcula con los principales socios comerciales (sin Venezuela) ponderados por su participación en el comercio.

c/ El pronóstico de mediano plazo corresponde al promedio de las estimaciones obtenidas con los modelos centrales del equipo técnico (4GM y Patacon).

d/ Cálculos del Banco de la República; excluye la división del IPC de Alimentos y bebidas no alcohólicas. Consultar González, E.; Hernández, R.; Caicedo, E.; Martínez-Cortés, N.; Grajales, A.; Romero, J. (2020). "Nueva clasificación del Banrep de la canasta del IPC y revisión de las medidas de inflación básica en Colombia", Borradores de Economía, núm. 122. Banco de la República, disponible en: <https://investiga.banrep.gov.co/es/be-1122>.

e/ Cálculos del Banco de la República; igual a la división del IPC de Alimentos y bebidas no alcohólicas producida por el DANE (no incluye las subclases correspondientes a las comidas fuera del hogar). Consultar González, E.; Hernández, R.; Caicedo, E.; Martínez-Cortés, N.; Grajales, A.; Romero, J. (2020). "Nueva clasificación del Banrep de la canasta del IPC y revisión de las medidas de inflación básica en Colombia", Borradores de Economía, núm. 122. Banco de la República, disponible en: <https://investiga.banrep.gov.co/es/be-1122>.

f/ Cálculos del Banco de la República. Consultar González, E.; Hernández, R.; Caicedo, E.; Martínez-Cortés, N.; Grajales, A.; Romero, J. (2020). "Nueva clasificación del Banrep de la canasta del IPC y revisión de las medidas de inflación básica en Colombia", Borradores de Economía, núm. 122. Banco de la República, disponible en: <https://investiga.banrep.gov.co/es/be-1122>.

g/ La estimación histórica de la brecha se calcula a partir de la diferencia entre el PIB observado (acumulado 4 trimestres) y el PIB potencial (tendencial; acumulado 4 trimestres) que resulta del modelo 4GM; en el pronóstico se calcula a partir de la diferencia entre la estimación del PIB del equipo técnico (acumulado 4 trimestres) y el PIB potencial (tendencial; acumulado 4 trimestres) que resulta del modelo 4GM.

h/ Corresponde al trimestre móvil desestacionalizado.

i/ Los resultados presentados siguen las recomendaciones de la versión sexta del manual de balanza de pagos propuesta por el FMI. Consulte información adicional y los cambios metodológicos en <http://www.banrep.gov.co/balanza-pagos>.

j/ Los resultados para 2022 y 2023 son preliminares.

k/ Corresponde a la tasa de interés de política monetaria promedio trimestral calculada con los días hábiles de la serie.

l/ Estas proyecciones son calculadas como el promedio de la tasa de interés que estaría vigente en cada trimestre de acuerdo con la mediana de las respuestas mensuales de la encuesta de expectativas de analistas económicos realizada por el Banco de la República en julio de 2024.

m/ Promedio ponderado por monto de las tasas de interés de los créditos ordinarios, de tesorería y preferenciales.

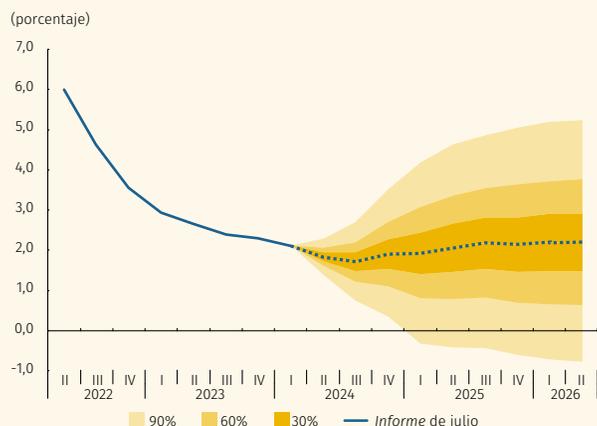
n/ No incluye los créditos otorgados mediante tarjetas de crédito.

o/ Corresponde al promedio ponderado por monto de la tasa de interés de los desembolsos en pesos y en UVR para la adquisición de vivienda NO VIS.

2021				2022				2023				2024				2025				2026	
T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
5,3	7,2	7,0	5,8	0,7	2,2	4,3	1,0	3,0	2,7	1,9	-1,0	4,2	1,6	2,1	1,9	2,5	2,3	2,0	2,3	2,3	2,3
61	69	73	80	98	112	122	89	82	86	83	82	87	85	86	83	82	81	81	80	80	80
0,08	0,07	0,09	0,08	0,12	0,76	2,20	3,65	4,52	4,99	5,26	5,33	5,33	5,33	5,33	5,33	5,33	4,85	4,58	4,34	4,09	3,85
110	131	143	185	209	238	275	314	283	275	219	207	172	187	188	196	203	208	213	218	221	224
1,51	3,63	4,51	5,62	8,53	9,67	11,44	13,12	13,34	12,13	10,99	9,28	7,36	7,18	6,30	5,71	5,30	4,25	3,58	3,05	2,83	2,80
1,06	2,70	3,03	3,44	5,31	6,84	8,33	9,99	11,42	11,62	10,88	10,33	8,76	7,64	.	.	.	.	.	.	.	.
1,05	2,57	2,97	3,31	6,41	8,30	11,57	15,04	15,08	14,26	10,44	7,11	3,08	1,43	.	.	.	.	.	.	.	.
0,89	1,61	2,01	2,18	3,79	5,21	5,93	7,41	8,73	9,04	9,14	8,96	8,29	7,89	.	.	.	.	.	.	.	.
1,52	5,93	5,94	7,10	8,32	9,80	11,46	11,77	14,72	15,64	15,81	17,24	15,78	13,29	12,16	8,40	6,27	4,97	3,38	3,23	3,23	3,26
3,92	8,52	12,40	17,23	25,37	23,65	26,62	27,81	21,81	14,31	11,47	5,00	1,73	5,27	3,26	5,45	6,23	4,22	2,71	1,19	0,68	0,72
1,58	8,69	14,82	24,42	41,87	31,21	35,50	36,44	19,66	10,06	13,93	-0,47	-3,42	12,46	.	.	.	.	.	.	.	.
4,60	8,47	11,74	15,32	20,69	21,50	24,14	25,33	22,53	15,62	10,72	6,71	3,41	3,16	.	.	.	.	.	.	.	.
1,06	2,70	3,03	3,44	5,31	6,84	8,33	9,99	11,42	11,62	10,88	10,33	8,76	7,64	.	.	.	.	.	.	.	.
1,67	3,36	3,79	4,42	6,93	8,41	10,04	11,55	12,41	11,62	10,34	9,46	7,64	7,10	.	.	.	.	.	.	.	.
0,94	1,87	2,28	2,49	4,51	6,06	7,49	9,51	10,51	10,51	9,51	8,42	6,77	6,01	5,53	4,99	4,80	4,25	3,77	3,42	3,21	3,15
1,22	2,64	3,03	3,45	5,58	7,10	8,62	10,35	11,45	11,25	10,24	9,40	7,72	6,92	.	.	.	.	.	.	.	.
3,559	3,695	3,847	3,882	3,910	3,919	4,384	4,812	4,758	4,424	4,044	4,074	3,921	3,919	.	.	.	.	.	.	.	.
-0,1	2,1	3,4	3,3	2,6	1,3	7,8	15,3	12,1	3,4	-5,1	-4,6	-7,6	-8,1	-5,7	-3,4	-2,9	-1,9	-1,7	-1,0	-0,8	-0,2
1,4	18,7	13,5	11,1	8,0	12,2	7,3	2,1	2,6	0,3	-0,7	0,4	0,9	1,8	2,4	2,0	1,8	2,4	3,1	3,5	3,7	3,9
3,4	22,4	18,3	12,8	11,2	14,3	8,4	2,5	2,4	0,9	0,4	0,2	-0,3	0,2	.	.	.	.	.	.	.	.
2,8	25,4	19,5	13,8	12,1	16,2	10,6	4,6	3,2	1,2	-0,2	-0,7	-0,1	0,5	.	.	.	.	.	.	.	.
7,4	10,7	13,0	8,3	5,8	5,9	-2,8	-5,2	-1,6	-0,1	3,2	5,4	0,9	-2,0	.	.	.	.	.	.	.	.
-5,5	30,4	8,1	18,1	16,1	11,2	17,7	18,9	-12,0	-24,5	-32,9	-32,5	-14,6	8,3	.	.	.	.	.	.	.	.
3,2	42,5	15,1	13,7	8,0	13,3	14,0	10,9	-3,9	-7,4	-11,3	-15,3	-5,2	0,5	.	.	.	.	.	.	.	.
24,0	65,0	30,9	45,9	-0,3	3,3	6,5	-1,1	9,1	-1,0	-2,5	-9,6	-7,0	-2,3	.	.	.	.	.	.	.	.
-14,8	31,7	0,3	-0,8	-9,2	-1,0	5,0	-10,5	-7,0	-5,3	-9,5	3,0	4,0	6,8	.	.	.	.	.	.	.	.
8,9	55,0	23,8	14,9	31,6	32,0	25,1	32,5	-8,2	-16,0	-17,6	-27,6	-5,6	1,4	.	.	.	.	.	.	.	.
5,7	1,0	-4,1	-6,5	-16,3	-16,5	-11,8	-4,3	0,6	6,2	7,2	4,7	2,4	0,9	.	.	.	.	.	.	.	.
-6,9	7,6	7,7	6,5	10,5	12,2	10,1	3,2	-0,2	1,5	-0,7	2,1	2,7	0,9	.	.	.	.	.	.	.	.
1,5	24,6	16,7	12,9	13,1	13,9	10,1	4,1	-0,4	-4,0	-6,9	-4,4	-2,6	0,3	.	.	.	.	.	.	.	.
-9,5	13,5	25,8	36,0	15,9	24,0	13,8	-1,7	3,4	2,5	0,6	7,3	2,4	2,2	.	.	.	.	.	.	.	.
-5,0	46,4	40,0	34,4	39,8	2,7	23,2	8,4	-8,0	-14,2	-23,2	-14,2	-13,3	-5,4	.	.	.	.	.	.	.	.
-7,0	-4,4	-2,5	-0,8	0,3	1,9	3,0	2,8	2,7	2,0	1,2	0,5	0,0	-0,3	-0,3	-0,5	-0,7	-0,8	-0,7	-0,5	-0,3	0,0
6,7	27,7	20,2	13,0	11,9	20,9	7,0	3,7	-1,1	-4,5	-7,1	-6,1	-4,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.
4,2	19,3	15,9	11,1	12,5	21,8	5,8	-1,3	-1,7	-5,6	-4,8	-4,0	-4,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.
13,3	-24,7	-1,9	-18,8	-16,3	9,7	-18,2	-17,0	-0,7	-14,3	-2,1	24,9	3,5	30,3	.	.	.	.	.	.	.	.
-14,6	-5,1	-0,1	-1,7	-0,1	5,1	1,3	3,6	3,2	3,7	3,7	1,5	0,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.
14,6	15,2	12,8	12,6	12,0	11,1	11,0	10,8	10,4	10,3	9,6	10,3	10,6	10,5	10,5	10,6	10,7	.	.	.	.	.
52,7	51,9	53,4	54,2	55,9	56,6	56,8	56,6	57,2	57,7	58,4	57,2	57,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.
61,8	61,3	61,2	61,9	63,5	63,7	63,8	63,5	63,9	64,3	64,5	63,8	63,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.
16,8	16,7	14,0	13,1	12,3	11,3	11,0	10,9	11,1	10,4	9,8	10,2	10,5	10,4	10,5	10,6	.	.	.	.	.	.
53,4	53,1	54,4	54,4	57,4	58,0	58,4	58,4	58,6	59,2	60,2	59,8	59,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.
64,2	63,8	63,2	62,7	65,4	65,3	65,7	65,6	65,9	66,1	66,8	66,6	66,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.
-3,105	-4,047	-4,835	-5,962	-5,504	-4,822	-6,179	-4,700	-2,996	-2,266	-1,758	-2,133	-1,924	.	.	.	.	.	.	.	.	.
-4,0	-5,5	-6,0	-6,9	-6,4	-5,3	-7,0	-5,8	-3,7	-2,6	-1,8	-2,1	-1,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.
-3,688	-5,022	-5,259	-6,032	-5,065	-3,122	-4,490	-3,751	-2,228	-2,117	-1,437	-2,208	-1,932	.	.	.	.	.	.	.	.	.
-1,867	-1,652	-2,339	-2,865	-3,617	-4,531	-4,795	-4,144	-3,866	-3,182	-3,690	-3,362	-3,324	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2,450	2,627	2,763	2,935	3,177	2,830	3,195	3,097	3,033	3,369	3,437	3,332	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
-2,789	-3,761	-4,504	-5,640	-5,037	-4,952	-5,736	-4,741	-2,556	-2,694	-1,522	-1,514	-1,397	.	.	.	.	.	.	.	.	.
-3,6	-5,1	-5,6	-6,5	-5,8	-5,5	-6,5	-5,8	-3,2	-3,1	-1,5	-1,5	-1,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.
-1,438	-1,013	-2,528	-1,402	-3,651	-3,661	-2,959	-3,529	-3,564	-5,437	-3,468	-3,503	-2,533	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2,307	1,997	2,707	2,550	4,934	5,043	3,113	4,092	4,109	5,309	3,946	3,783	3,620	.	.	.	.	.	.	.	.	.
869	984	179	1,149	1,284	1,382	154	563	545	-128	478	280	1,087	.	.	.	.	.	.	.	.	.
1,319	-6,089	851	-675	1,866	-759	-233	-447	1,111	1,520	4,531	1,561	1,589	.	.	.	.	.	.	.	.	.
-2,860	3,167	-2,981	-3,697	-3,379	-606	-2,703	-976	-468	824	-3,042	-69	-1,404	.	.	.	.	.	.	.	.	.
190	174	154	135	127	74	159	210	366	399	457	496	951	.	.	.	.	.	.	.	.	.
316	287	331	323	467	-130	443	-41	441	-428	237	619	527	.	.	.	.	.	.	.	.	.
1,75	1,75	1,75	2,40	3,69	5,68	8,56	10,81	12,53	13,17	13,25	13,23	12,82	11,93	.	.	.	.	.	.	.	.
1,7	1,7	1,8	2,4	3,7	5,7	8,6	10,8	12,5	13,2	13,3	13,2	12,8	11,9	10,92	9,50	8,17	7,17	6,33	6,00	5,83	5,50
6,0	5,7	6,0	6,9	8,6	10,8	14,2	17,8	19,9	18,6	18,6	18,0	16,2	15,1	.	.	.	.	.	.	.	.
14,0	13,7	14,3	14,8	16,7	19,1	22,9	27,2	30,1	28,5	26,7	26,3	23,9	22,5	.	.	.	.	.	.	.	.
9,2	8,9	9,0	9,3	9,9	11,5	13,4	16,4	18,2	18,1	17,5	17,1	16,4	14,9	.	.	.	.	.	.	.	.

Anexo 3 Densidades predictivas para otras variables relevantes del pronóstico macroeconómico

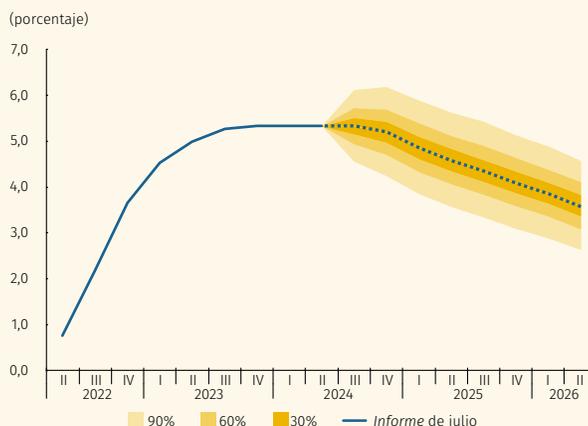
Gráfico A3.1
Supuesto trimestral del crecimiento 12 meses de los socios comerciales con base en las proyecciones anuales, densidad predictiva^{a/}



a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda).

Fuentes: Bloomberg; oficinas de estadística, bancos centrales; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

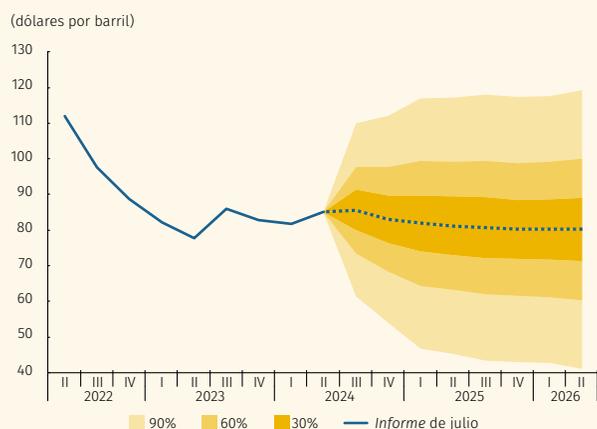
Gráfico A3.3
Supuesto trimestral de la tasa de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos, densidad predictiva^{a/}



a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda).

Fuente: Reserva Federal de San Luis; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

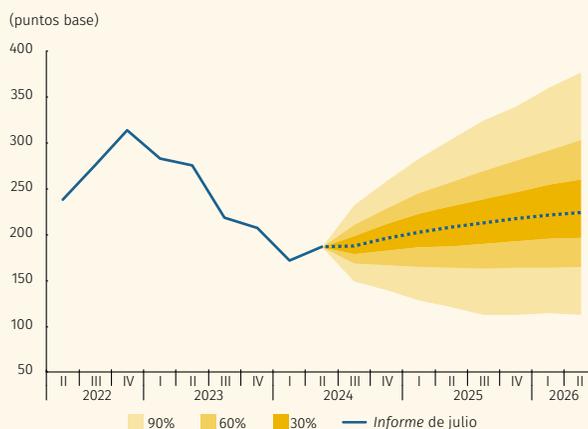
Gráfico A3.2
Supuesto trimestral del precio del petróleo, densidad predictiva^{a/}



a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda).

Fuente: Bloomberg; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Gráfico A3.4
Supuesto trimestral de la prima de riesgo de Colombia (CDS), densidad predictiva^{a/,b/}



a/ Corresponde al *Credit default swap* a cinco años.

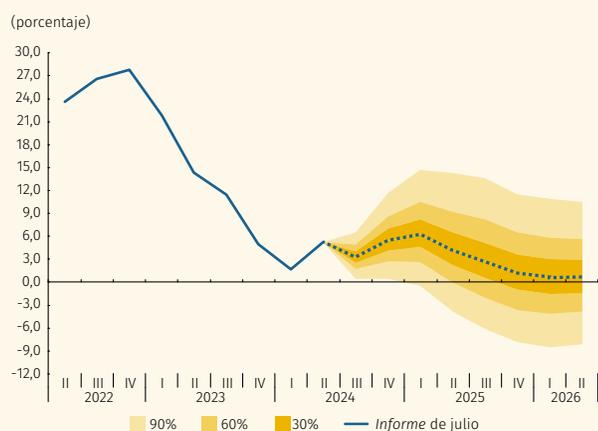
b/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las densidades del Patacon y el 4GM.

Fuente: Bloomberg; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Anexo 3 (continuación)

Densidades predictivas para otras variables relevantes del pronóstico macroeconómico

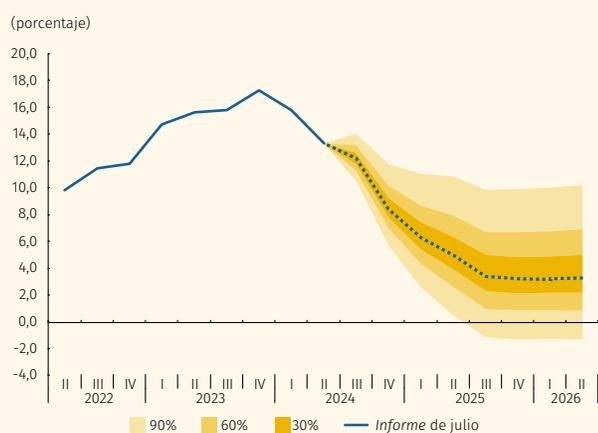
Gráfico A3.5
IPC de alimentos, densidad predictiva^{a/}
(variación anual, fin de periodo)



a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las densidades del Patacon y el 4GM.

Fuente: Banco de la República.

Gráfico A3.6
IPC de regulados, densidad predictiva^{a/}
(variación anual, fin de periodo)



a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las densidades del Patacon y el 4GM.

Fuente: Banco de la República.

Este *informe* fue coordinado, editado y diagramado por la Sección de Gestión de Publicaciones del Departamento de Servicios Administrativos, con caracteres Fira Sans de 10 puntos.

Impreso por Xpress estudio gráfico y digital S. A. S.
Agosto de 2024