
INFORME DE **POLÍTICA** **MONETARIA**

ISSN - 2711 - 1164



07/
2020



Actualizado 05/08/2020 5:20 p.m.



Julio de 2020

INFORME DE **POLÍTICA** **MONETARIA**

* Presentado por el equipo técnico a la Junta Directiva, para su reunión del 31 de julio de 2020

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





ACTUALIZACIÓN 05/08/2020 5:20 p.m.

Esta nueva versión incorpora los dos siguientes Recuadros, que también se envían de forma separada:

Recuadro 1: Estimación del impacto de los alivios de precios sobre la inflación

Recuadro 2: Nueva clasificación del Banco de la República de la canasta del IPC y revisión de medidas de inflación básica en Colombia

Además la presente actualización contiene correcciones generales y de tipo ortotipográfico.

Gerencia Técnica

Hernando Vargas

Gerente

Subgerencia de Política Monetaria e Información Económica (*)

Juan José Ospina

Subgerente

Departamento de programación e inflación

Carlos Huertas

Director

Sección de Inflación

Adolfo León Cobo

Jefe

Édgar Caicedo

Juan Pablo Cote

Nicolás Martínez

Carlos Daniel Rojas

Karen Pulido

Sección de Programación Macroeconómica

Aarón Garavito

Jefe

Luis Hernán Calderón

Camilo González

Andrea Salazar

Franky Galeano

Asesores e Investigador asociado del Departamento de Programación e Inflación

Celina Gaitán

Sergio Restrepo

Daniel Parra

Departamento de Modelos Macroeconómicos

Franz Hamann

Director

Sección de Pronóstico

Julián Pérez

Jefe

Jose Vicente Romero

Santiago Forero

Nicolás Moreno

Marcela De Castro

Sara Naranjo

Sección de Desarrollo de Modelos y Capacidades

Alexander Guarín

Jefe

César Anzola

Juan Camilo Méndez

(*) En la elaboración de este Informe también colaboraron José David Pulido, investigador junior de la Subgerencia de Política Monetaria e Información Económica; Eliana González, jefe de la Sección de Estadística; Juan Sebastián Corrales, jefe de la Sección de Sector Público; Marco Andrés Alarcón, Karen Dahiana Gratz, Leidy Viviana Arcila y Jesús Manuel Pérez, 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 siguiente día hábil se publican las minutas de la Junta, donde se describen las posturas que llevaron a adoptar la decisión. Adicionalmente, en enero, abril, julio y octubre se publica, junto con las minutas, el *Informe de Política Monetaria* (IPM)⁴ realizado por el equipo técnico del Banco: el miércoles de la semana 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 agosto de 2019.

Contenido

01	Resumen /9
	1.1 Resumen macroeconómico /9
	1.2 Decisión de política monetaria /11

02	Pronósticos macroeconómicos y análisis de riesgos /12
	2.1 Contexto externo /12
	2.2 Proyecciones macroeconómicas /16

03	Situación económica actual /24
	3.1 Comportamiento de la inflación y precios /24
	3.2 El PIB del primer trimestre /27
	3.3 Mercado laboral /30
	3.4 Mercado financiero y monetario /32

	Recuadro 1: Estimación del impacto de los alivios de precios sobre la inflación /34
	Recuadro 2: Nueva clasificación del Banco de la República de la canasta del IPC y revisión de medidas de inflación básica en Colombia /38

	Anexo 1 Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros /42
	Anexo 2 Principales variables del pronóstico macroeconómico /43

Índice de gráficos

Gráfico 1.1 Tasa de interés de política, TIB e IBR /11

Gráfico 2.1 Indicadores de actividad económica de algunas economías avanzadas y China /12

Gráfico 2.2 Reporte de movilidad para algunos países /12

Gráfico 2.3 Actividad económica y precios de algunos bienes básicos exportados por los países de la región /13

Gráfico 2.4 Demanda externa relevante para Colombia /13

Gráfico 2.5 Supuesto trimestral del precio del petróleo /14

Gráfico 2.6 Precio internacional del petróleo /14

Gráfico 2.7 Oferta e inventarios en el mercado del petróleo /14

Gráfico 2.8 Supuesto trimestral de la tasa de interés de la Reserva Federal /15

Gráfico 2.9 Política monetaria en algunas economías avanzadas /15

Gráfico 2.10 Flujos netos de inversión extranjera hacia economías emergentes /16

Gráfico 2.11 Supuesto trimestral de la prima de riesgo de Colombia (CDS) /16

Gráfico 2.12 Tasa de cambio nominal y prima de riesgo (CDS a cinco años) para algunos países de América Latina /16

Gráfico 2.13 Índice de precios al consumidor (IPC) /17

Gráfico 2.14 IPC total anual /17

Gráfico 2.15 Brecha inflacionaria de la TCR trimestral /17

Gráfico 2.16 IPC sin alimentos ni regulados /18

Gráfico 2.17 IPC de regulados /18

Gráfico 2.18 IPC de alimentos /18

Gráfico 2.19 Pronósticos de inflación de bancos y comisionistas de bolsa /19

Gráfico 2.20 PIB trimestral /19

Gráfico 2.21 Crecimiento anual por rama de actividad /19

Gráfico 2.22 Componentes de la demanda del PIB y pronósticos para el segundo trimestre de 2020 /20

Gráfico 2.23 Exportaciones totales de bienes (FOB) /20

Gráfico 2.24 Importaciones totales de bienes (CIF) /20

Gráfico 2.25 PIB acumulado, 4 trimestres /21

Gráfico 2.26 PIB anual /21

Gráfico 2.27 Brecha del producto anual /22

Gráfico 2.28 Brecha del producto anual (rango) /22

Gráfico 2.29 Cuenta corriente anual /22

Gráfico 2.30 Tasa de interés de política promedio trimestral observada y tasa de interés de política esperada por los analistas /23

Gráfico 3.1 IPC total e indicadores de las canastas básicas /24

Gráfico 3.2 IPC de transables y no transables, sin alimentos ni regulados /25

Gráfico 3.3 Componentes del IPC de no transables, sin alimentos ni regulados /25

Gráfico 3.4 IPC de alimentos y sus componentes /25

Gráfico 3.5 IPC de regulados y sus componentes /26

Gráfico 3.6 IPP por procedencia /26

Gráfico 3.7 Producto interno bruto e Indicador de seguimiento a la economía (ISE) /27

Gráfico 3.8 PIB trimestral por el lado de la oferta /27

Gráfico 3.9 PIB trimestral por el lado del gasto /27

Gráfico 3.10 Producto interno bruto y demanda interna trimestral /28

Gráfico 3.11 Gasto de consumo final de los hogares y del Gobierno General /28

Gráfico 3.12 Formación bruta de capital fijo trimestral /28

Gráfico 3.13 Exportaciones, importaciones y balanza comercial /29

Gráfico 3.14 ISE total y por sectores de actividad /29

Gráfico 3.15 Demanda de energía total por semana en 2020 /29

Gráfico 3.16 Ocupados en la GEIH /30

Gráfico 3.17 Tasa de desempleo por dominios /31

Gráfico 3.18 Índices de vacantes avisos clasificados y Servicio Público de Empleo (SPE) /31

Gráfico 3.19 Índice de ingreso laboral real mediano por hora: veintitrés ciudades /32

Gráfico 3.20 Tasa de política monetaria (TPM) e Indicador bancario de referencia (IBR) /32

Gráfico 3.21 Cartera bruta en moneda nacional /32

Gráfico 3.22 Tasas de interés de créditos comerciales mensuales /33

Gráfico 3.23 Tasas de interés de créditos a los hogares mensuales /33

01 / Resumen

1.1 Resumen macroeconómico

En relación con el inicio de la pandemia meses atrás, el panorama macroeconómico se ha definido un poco más en sus dimensiones reales y financieras, si bien la incertidumbre sigue siendo muy alta y varias de sus fuentes continúan presentes. Por una parte, la duración de los efectos de la pandemia y de las medidas de aislamiento preventivo obligatorias requeridas, ha sido mayor que la inicialmente esperada. En algunos países el número de nuevos casos de Covid-19 ha vuelto a aumentar después de un período de reducción durante parte de mayo y junio. En Colombia el aumento de los casos y la ocupación del sistema de salud han generado nuevos períodos de restricción a la movilidad, aunque estos han sido geográficamente localizados. Esto implica una recuperación más lenta de la economía mundial y local respecto a lo esperado inicialmente. Por otra parte, las condiciones financieras externas se han tornado más favorables, lo cual se ha reflejado en menores primas de riesgo soberano, menor volatilidad y una mejora significativa de la liquidez de los mercados internacionales y locales de dinero, deuda pública y divisas. Asimismo, los precios del petróleo y las remesas de trabajadores en el exterior se han recuperado un poco. En este entorno, se ha observado una corrección de la fuerte depreciación que registró el peso al comienzo de la pandemia.

En este contexto, a diferencia de lo presentado en el Informe de Política Monetaria de abril, en el presente informe el pronóstico del equipo técnico del Banco de la República refleja el ajuste macroeconómico esperado para los siguientes dos años. El comportamiento observado a la baja de la actividad económica y la inflación indicaría que, aunque los choques que ha sufrido la economía tienen impactos sobre la oferta y la demanda agregada, los factores asociados con esta última estarían primando. Sin embargo, continúa siendo difícil asignar probabilidades a los escenarios posibles y, por tanto, se presentan rangos simples para las principales variables macroeconómicas. Estos intervalos resultan de múltiples simulaciones que intentan capturar la incertidumbre sobre la velocidad de la recuperación económica, la duración de los cierres sectoriales y sus efectos sobre el producto, el tamaño de los excesos de capacidad productiva, y los impactos de las medidas regulatorias transitorias (reducciones de impuestos y alivios) en el comportamiento de la inflación, entre otros.

En el segundo trimestre del año se habría registrado una caída histórica del producto y en todo 2020 la economía colombiana experimentaría una profunda recesión. No obstante, la incertidumbre sobre el tamaño de la caída del producto y la magnitud de los excesos de capacidad productiva continúa siendo elevada. El índice de seguimiento económico (ISE) y sus componentes (mayo), los indicadores financieros de alta frecuencia sobre el gasto de los hogares (junio) y los resultados de las encuestas sobre la confianza de los hogares y de las empresas (junio), entre otros, confirman una fuerte caída del producto para el segundo trimestre del año, que sería cercana al 16,5%. El deterioro del mercado laboral (mayo) también ha sido significativo, con fuertes caídas en el empleo y un número elevado de trabajadores que pasó a la inactividad. A esto se suma la extensión del confinamiento en las principales ciudades del país y una reducción de la demanda externa más acentuada que la proyectada en el informe pasado, en un entorno de posibles rebrotes del Covid-19 en varios de nuestros socios comerciales. Al incorporar todo lo anterior en las simulaciones realizadas por el equipo técnico del Banco, las estimaciones sugieren que la caída del producto para 2020 estaría alrededor del 8,5%, en un rango entre el -10% y -6%. En el siguiente año la actividad económica se recuperaría (4,1%, con un rango entre el 3% y 8%), pero probablemente no

alcanzaría los niveles del producto previos a la pandemia. Asimismo, se proyecta una ampliación significativa de los excesos de capacidad productiva para 2020 y 2021 frente a 2019. No obstante, es difícil establecer el nivel de dichos excesos, dada la elevada incertidumbre sobre el tamaño y la persistencia de los choques de oferta y demanda, y sus efectos sobre el comportamiento de la actividad real y del producto potencial. Este último se vería afectado a distintos plazos por la caída de la inversión, las quiebras de algunas empresas eficientes, los efectos de la pandemia en un mercado laboral formal relativamente rígido y el impacto que la reasignación sectorial de factores pueda tener sobre la productividad agregada, entre otros.

En junio la inflación total (2,19%) y la inflación sin alimentos ni regulados (1,66%) descendieron más de lo esperado y se situaron por debajo de la meta del 3%. La caída en la demanda y los alivios transitorios de precios otorgados por el Gobierno explican este comportamiento, y llevarían la inflación a un rango entre el 1% y 2% a finales de 2020. Las expectativas de inflación a cinco años o menos se sitúan por debajo del 3%. Entre marzo y junio la desaceleración de los grandes grupos del IPC fue generalizada y en su mayoría más acentuada que lo esperado por el equipo técnico. La inflación básica (sin alimentos ni regulados) disminuyó, tanto por el grupo de transables (del 2,47% al 0,61%) como por el de no transables (del 3,29% al 2,13%). Este comportamiento, al igual que las caídas en todos los indicadores de inflación básica, sería, en parte, el reflejo de una demanda agregada débil, de excesos de capacidad productiva y de bajas presiones de costos laborales. La dinámica de la inflación básica también estaría explicada por el efecto de la reducción transitoria de algunos impuestos indirectos y la congelación de algunos precios. El descenso de la variación anual de regulados (del 3,78% al -0,78%) se dio en un entorno de reducción en el precio de la gasolina y de subsidios transitorios a los servicios públicos. La menor caída la registró el grupo de alimentos (del 5,99% al 5,35%), posiblemente asociada con el aumento en la demanda de estos bienes y el traspaso de la tasa de cambio a los precios de los alimentos procesados. El carácter transitorio de los subsidios, las rebajas de los impuestos indirectos y la congelación de algunos precios podrían verse reflejados en aumentos de la inflación cuando estos sean removidos. Adicionalmente, persiste la incertidumbre sobre los sesgos de medición generados por el cierre de algunos sectores económicos, las escasas cotizaciones en muchos de ellos y la recomposición del gasto de los hogares. Con todo lo anterior, el equipo técnico del Banco estima que a finales de 2020 la inflación se situaría en un rango entre el 1% y 2%, y subiría en 2021 para situarse entre el 2% y 3%, en un entorno de excesos de capacidad productiva. Las expectativas de inflación a uno y dos años de los analistas se mantienen por debajo del 3% y continúan con una tendencia a la baja, al igual que aquellas a cinco años o menos calculadas con base en los precios de los papeles de deuda pública.

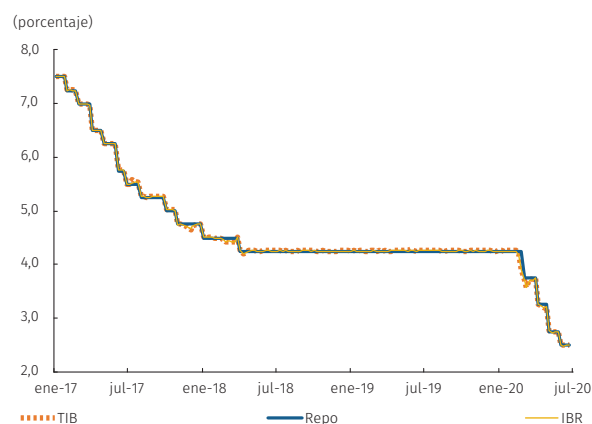
En el segundo trimestre la demanda externa del país habría registrado una caída histórica, cuya recuperación sería lenta y en 2021 no alcanzaría aún los niveles previos a la pandemia. La liquidez global se mantendría amplia a tasas de interés históricamente bajas. Los indicadores de actividad económica y de empleo de los principales socios comerciales del país registraron caídas sin precedentes en la historia reciente, mientras que la inflación y sus expectativas descendieron por debajo de sus metas. Los precios del petróleo se han recuperado, pero a niveles inferiores a los observados antes de la pandemia, en un entorno de menores restricciones a la movilidad en varios países y de recortes en la oferta del crudo por parte de los principales productores. Para el segundo semestre la ausencia de una vacuna para el Covid-19, la probabilidad de nuevas olas de contagio y las recomendaciones de distanciamiento social, así como la quiebra de empresas, hacen prever que la recuperación económica sea lenta e incierta. A esto se suma el incremento de las tensiones diplomáticas y comerciales entre los Estados Unidos y China, las cuales podrían profundizar las perspectivas negativas de crecimiento mundial. El entorno de baja inflación observada y esperada, de excesos de capacidad productiva y de deterioro importante del mercado laboral sugiere que los

bancos centrales mantendrán amplios niveles de liquidez y tasas de interés bajas en lo que resta del año y en 2021.

Las condiciones financieras externas e internas han mejorado, aunque algunos indicadores no alcanzan aún los niveles previos al choque de la pandemia. La amplia liquidez internacional, la reapertura parcial de varias economías, la recuperación del precio del petróleo, y las medidas del Banco de la República y del Gobierno Nacional, entre otros, han contribuido a la mejora de las condiciones financieras externas e internas del país.

Las medidas de riesgo global se han reducido, aunque sin llegar a los niveles registrados al comienzo del año. En estas circunstancias, varios países emergentes, incluida Colombia, emitieron deuda en moneda extranjera a tasas similares o inferiores a las registradas antes de la pandemia. Las tasas de interés en pesos de la deuda pública y privada han bajado, retornando a niveles similares a los observados a comienzos de año. Las reducciones en la tasa de interés de política se han transmitido a varias tasas de interés del sistema financiero. Las tasas de interés promedio de los depósitos y de los créditos comerciales ordinarios y de consumo bajaron, y son algo inferiores a las observadas antes de la pandemia, mientras que las tasas de los créditos hipotecarios permanecieron relativamente estables. La cartera de consumo e hipotecaria continuó desacelerándose y la dirigida a las empresas siguió mostrando un aumento anual importante, pero con un menor ritmo de crecimiento en el margen.

Gráfico 1.1
Tasa de interés de política, TIB e IBR^{a/}
(datos semanales)



a/ TIB: tasa interbancaria.
IBR: Indicador bancario de referencia.
Repo: tasa de política.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

1.2 Decisión de política monetaria

La decisión de la JDBR sobre el nivel de la tasa de interés de referencia de mayo y junio fue por mayoría, y en julio fue unánime. En mayo la JDBR decidió reducir la tasa de interés de política en 50 puntos base (pb) y en 25 pb tanto en junio como en julio. El descenso de 100 pb en los tres meses situó la tasa en 2,25% actualmente (Gráfico 1.1).

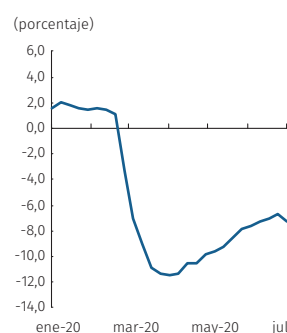
02/ Pronósticos macroeconómicos y análisis de riesgos

2.1 Contexto externo

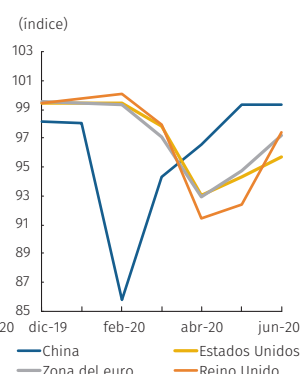
2.1.1 Demanda externa

Gráfico 2.1
Indicadores de actividad económica de algunas economías avanzadas y China

A. Indicador semanal de los Estados Unidos



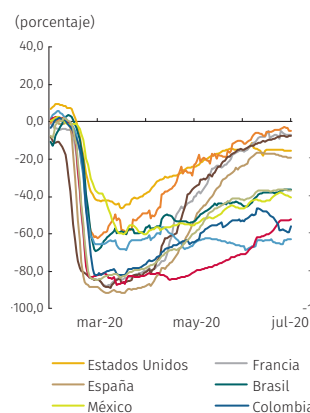
B. Indicador líder para las principales economías



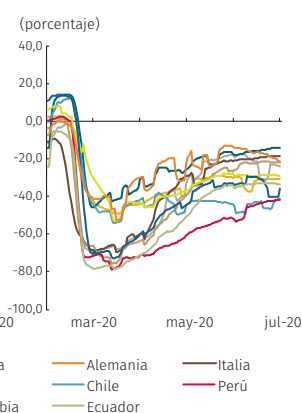
Fuentes: Reserva Federal de St. Louis y de Nueva York; Bloomberg; OECD (2020), Composite leading indicator (CLI) (indicador) (tomado el 29 de julio de 2020); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.2
Reporte de movilidad para algunos países

A. Hacia restaurantes, centros comerciales, cines, entre otros



B. Hacia lugares de trabajo



Nota: corresponde al promedio móvil de siete días.
Fuente: Google LLC "Google COVID-19 Community Mobility Reports." <https://www.google.com/covid19/mobility/>. Tomado el 30 de julio de 2020.

La profunda crisis económica que están enfrentando los países avanzados habría tocado fondo durante el segundo trimestre del año¹, aunque la incertidumbre es alta sobre la velocidad y sostenibilidad de la recuperación. En junio en los Estados Unidos continuó la mejora paulatina de la actividad económica (Gráfico 2.1, panel A). En particular, la tasa de desempleo, aunque se mantiene en niveles altos, siguió disminuyendo y se presentó un repunte transitorio de la confianza de los consumidores. Estos factores, junto con la mayor movilidad de la población (Gráfico 2.2), las ayudas gubernamentales y las bajas tasas de interés habrían favorecido el consumo de los hogares². Por su parte, en el mismo mes las perspectivas empresariales aumentaron, pero esto aún no se refleja en las cifras de producción industrial, las cuales continuaron mostrando reducciones anuales significativas. Por su parte, para junio el indicador líder de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) del bloque europeo tuvo alguna mejora mensual (Gráfico 2.1, panel B), lo que estuvo acompañado de unas condiciones empresariales que se situaron en terreno expansivo, esto luego de la recuperación parcial de la actividad económica registrada en mayo³. En estos países el fortalecimiento de los esquemas de retención de empleos ha evitado un mayor deterioro de sus mercados laborales, que junto con la mejora de la confianza de los consumidores y el relajamiento gradual de las medidas de aislamiento social habrían contribuido al desempeño del consumo privado. Adicionalmente, la Unión Europea consiguió un nuevo acuerdo fiscal en julio que, sumado a la política monetaria expansiva, proveería soporte a la actividad económica. Pese a estos signos de mejoría, en todo 2020, tanto en los Estados Unidos como en la zona del euro, la caída del producto sería significativa a niveles que se encontrarían lejos de los observados antes del choque. Además, la incertidumbre sobre la evolución de la pandemia es alta y podría afectar la recuperación. Para el caso de los Estados Unidos y algunos países europeos, el número de contagios se ha venido incrementando, lo que podría poner freno al proceso de reapertura.

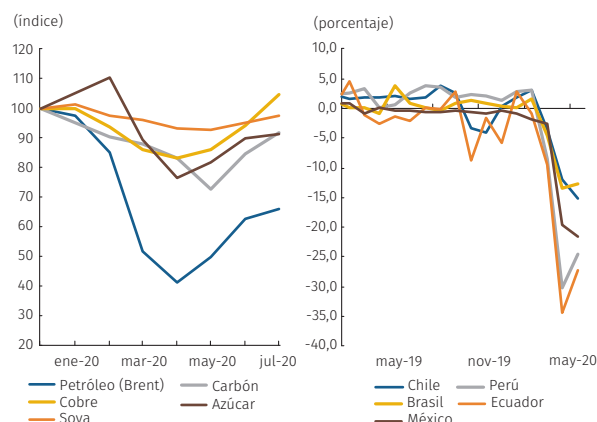
- 1 Al momento de la escritura de este informe se conoció que para el segundo trimestre el PIB real de los Estados Unidos registró una caída del 9,5% anual.
- 2 Las ventas al por menor tuvieron un crecimiento mensual del 18,2% en mayo y del 6,9% en junio, llevando este indicador a un valor similar al de un año atrás.
- 3 En mayo se registró un crecimiento mensual del 17,8% de las ventas al por menor y del 14,9% de la producción industrial, aunque se sitúan por debajo de los registros del año anterior.

Gráfico 2.3

Actividad económica y precios de algunos bienes básicos exportados por los países de la región

A. Precios de los productos básicos exportados (diciembre 2019=100)

B. Indicador de actividad económica

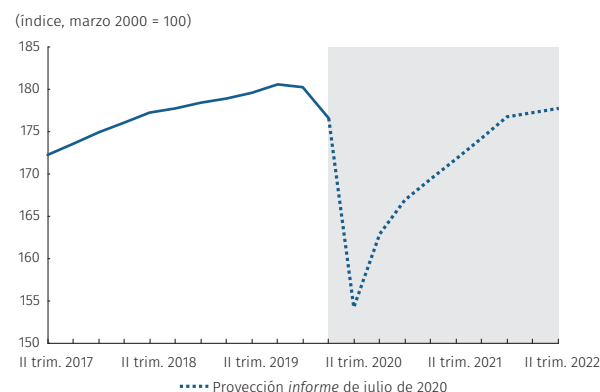


Fuentes: Bloomberg y Datastream; cálculos del Banco de la República.

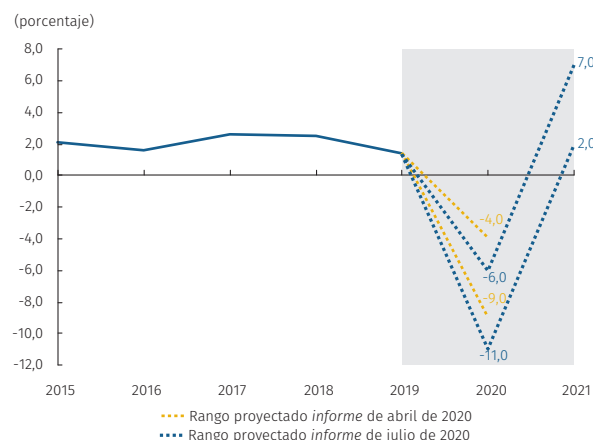
Gráfico 2.4

Demanda externa relevante para Colombia

A. Supuesto trimestral del PIB real de los socios comerciales



B. Supuesto anual de crecimiento del PIB real de los socios comerciales



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

En China el PIB tuvo una recuperación significativa en el segundo trimestre luego de la contracción de comienzos de año.

En el segundo trimestre el producto chino creció a una tasa anual y trimestral del 3,2% y del 11,5%, respectivamente. La mayor apertura del país asociada con la contención del virus favoreció la recuperación de la actividad económica. En particular, se observó una mejora en la producción industrial, la inversión y las ventas al por menor. A su vez, en junio la confianza de los consumidores y las condiciones empresariales mostraron avances frente al mes anterior. No obstante, su recuperación se ha visto limitada por un contexto externo desfavorable, dado que las medidas de aislamiento social en una buena parte del mundo tuvieron lugar en el segundo trimestre del año, lo que resultó en caídas anuales de las ventas externas del país. A pesar de los signos de mejora, en todo 2020 se espera un bajo crecimiento, aunque recientemente se han visto incrementos en los casos de contagio que generan riesgos de rebrotes.

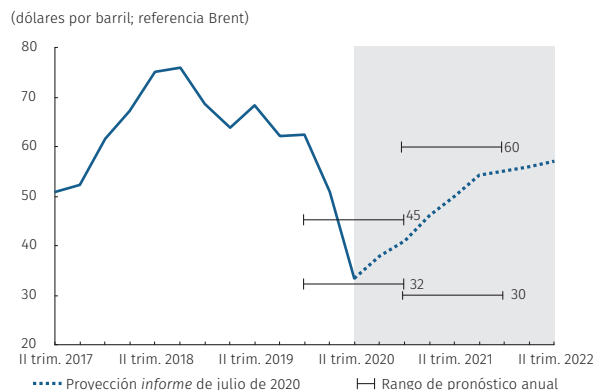
América Latina es actualmente uno de los epicentros de la pandemia y se estima una profunda recesión económica en los socios comerciales de la región.

En estos países las medidas de aislamiento social se han relajado a un menor ritmo debido a que están enfrentando un crecimiento significativo del contagio. Además, la debilidad de los sistemas de salud, la informalidad laboral y las condiciones sociales de la población son algunos factores que han dificultado el control de la pandemia y podrían diferenciar su impacto entre estos países. La región sigue enfrentando un contexto internacional caracterizado por una contracción de la demanda externa, caídas de las remesas de trabajadores y de los flujos de turismo. No obstante, frente al bimestre abril-mayo las condiciones financieras han mejorado y se han presentado aumentos en los precios de las materias primas que exportan (Gráfico 2.3, panel A). En mayo nuestros principales socios de la región continuaron registrando una caída anual en sus indicadores mensuales de actividad económica (Gráfico 2.3, panel B), lo que estuvo acompañado de incrementos en las tasas de desempleo. De acuerdo con la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal), la tasa de desocupación regional se situaría alrededor del 13,5% al cierre de 2020. En el margen, los indicadores de movilidad poblacional muestran un estancamiento o retrocesos debido a las dificultades en el control del virus (Gráfico 2.2). Hacia adelante existe alta incertidumbre sobre la recuperación de la actividad económica de estos países, en un entorno de incrementos de los contagios, limitaciones de orden fiscal, tensiones sociales y políticas, rigideces en los mercados laborales, entre otros factores.

En el escenario central de pronóstico se espera una recuperación gradual de la demanda externa relevante para el país en un entorno de alta incertidumbre.

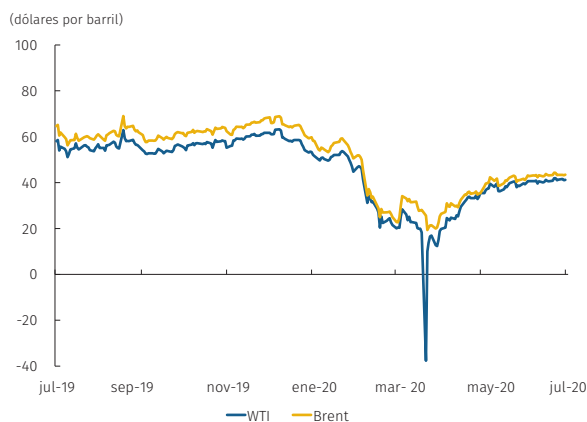
En el horizonte de pronóstico el nivel del PIB real de los socios comerciales no alcanzaría el valor observado previo al Covid-19 (Gráfico 2.4, panel A). La mayor liquidez, las tasas bajas de interés internacionales, los estímulos fiscales para enfrentar la emergencia sanitaria, entre otros, serían factores que contribuirían a la recuperación de la economía global. No obstante, el balance de riesgos está sesgado a la baja, en especial por posibles nuevas oleadas de

Gráfico 2.5
Supuesto trimestral del precio del petróleo



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

Gráfico 2.6
Precio internacional del petróleo

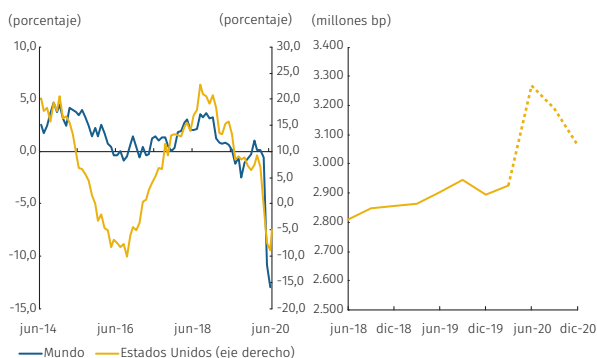


Fuente: Bloomberg.

Gráfico 2.7
Oferta e inventarios en el mercado del petróleo

A. Crecimiento anual de la producción de petróleo crudo

B. Inventarios comerciales países de la OCDE



Nota: los datos de los inventarios fueron obtenidos del reporte de julio de la Administración de Información Energética de los Estados Unidos y son para petróleo y otros líquidos derivados.

Fuentes: EIA y Datastream; cálculos del Banco de la República.

contagios o mayor persistencia de las actuales que deriven en el endurecimiento de las medidas de aislamiento social. Además, la destrucción de empleos, la quiebra de empresas, la lenta reactivación de algunos sectores, el incremento generalizado del endeudamiento y de los indicadores de incertidumbre mundial, entre otros factores, generan una alta incertidumbre sobre la dinámica de la recuperación que se espera desde el segundo semestre del año y sobre los efectos negativos que se tendrían en el mediano plazo. De esta forma, para 2020 se estima una caída promedio del PIB de los socios comerciales del 8,2%, en un intervalo entre el -11,0% y -6,0%. Para 2021 se supone un crecimiento anual del 4,8%, en un intervalo entre el 2,0% y el 7,0% (Gráfico 2.4, panel B).

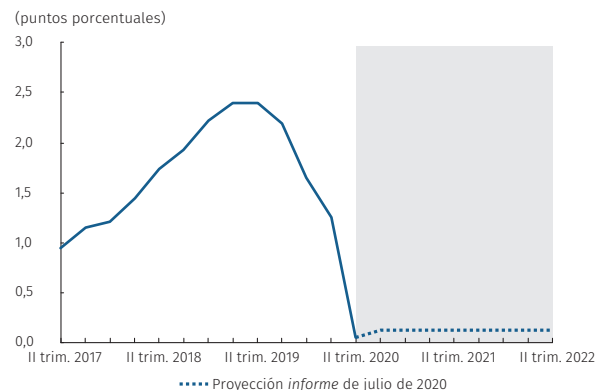
2.1.2 Desarrollos de precios en el extranjero

Para 2020 y 2021 el escenario central de pronóstico supone niveles del precio del petróleo inferiores a los observados antes de la pandemia (Gráfico 2.5). En junio el precio del crudo (Brent) continuó recuperándose desde los bajos niveles observados en abril, y se situó por encima de los USD 40 por barril (bl) (Gráfico 2.6). No obstante, este nivel sigue siendo inferior a lo registrado antes del Covid-19. Esta dinámica, junto con la menor volatilidad de la cotización, refleja un rebalanceo parcial del mercado, resultado tanto de factores de oferta como de demanda. Dentro de los primeros se destacan los recortes históricos a la producción asociados con los acuerdos de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y sus aliados. A esto se le suma la caída de la extracción de crudo de otros participantes relevantes del mercado, dentro de los que se cuentan los Estados Unidos (Gráfico 2.7, panel A) y Canadá, consecuencia, en parte, de la baja rentabilidad del sector. Por el lado de la demanda se han observado señales de recuperación compatibles con el relajamiento de las medidas de aislamiento social y la reapertura parcial de las economías. Los principales consumidores de hidrocarburos han registrado incrementos en la movilidad en automóvil y la recuperación parcial de la actividad económica⁴. Además, en algunos mercados específicos se han identificado repuntes en el transporte aéreo de pasajeros. No obstante, la Administración de Información Energética de los Estados Unidos (EIA) espera que la demanda se mantenga por debajo de los niveles previos al Covid-19 por un tiempo adicional, lo cual, unido a los altos niveles de los inventarios (Gráfico 2.7, panel B) y aumentos esperados de la producción⁵, limitarían la recuperación del precio. La incertidumbre sobre la dinámica futura del mercado petrolero es elevada, pues su evolución está sujeta, en parte, al desarrollo de la pandemia. Teniendo en cuenta lo anterior, para 2020 se espera que la cotización promedio del Brent se sitúe en USD 41 bl, en un rango

4 En China, en junio se registró un aumento significativo de la demanda y las importaciones de crudo, y mayores niveles de utilización de las refinerías.

5 Según la OPEP, el recorte a la producción acordado con sus aliados se reduciría en los siguientes meses. A lo anterior se sumarían los posibles incrementos de la oferta de otros productores, según los analistas del mercado.

Gráfico 2.8
Supuesto trimestral de la tasa de interés de la Reserva Federal



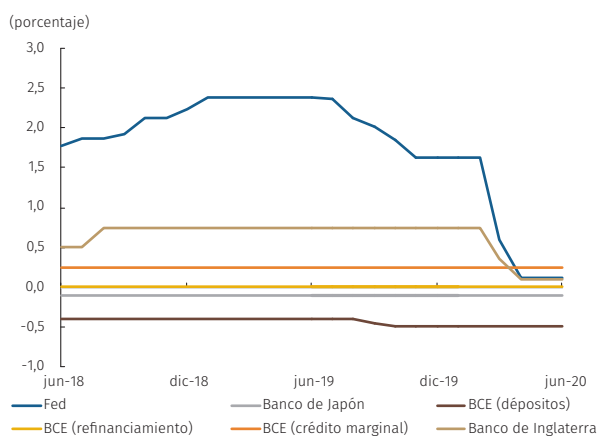
Fuente: Reserva Federal de St. Louis; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

entre USD 32 y USD 45. Para 2021, el supuesto del precio del petróleo es de USD 51 bl, en un rango entre USD 30 y USD 60.

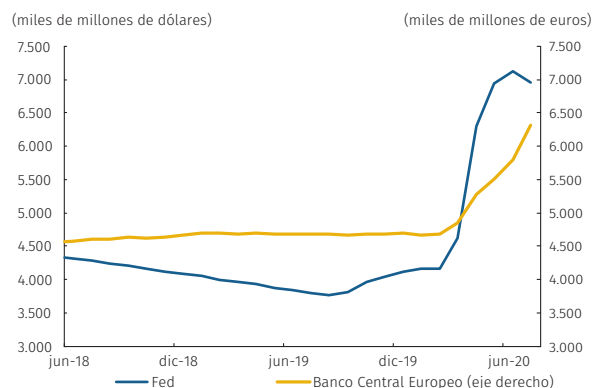
No se prevén presiones inflacionarias en las economías avanzadas dado el entorno de excesos de capacidad productiva y holgura en los mercados laborales. En junio la inflación anual al consumidor en los Estados Unidos y en la zona del euro aumentó frente al registro del mes anterior, al pasar del 0,1% al 0,6% y del 0,1% al 0,3%, respectivamente. En particular, a esta dinámica contribuyó la recuperación de los precios de la canasta de energía. En el caso de los Estados Unidos, desde abril se han registrado incrementos anuales de los precios de los alimentos por encima del 3,0%, a pesar de las reducciones observadas en las cotizaciones internacionales de este tipo de productos en meses anteriores. La inflación básica en los Estados Unidos no mostró cambios frente al registro del mes anterior (1,2%), mientras que en el bloque europeo disminuyó del 0,9% al 0,8%. En el último mes las expectativas de inflación para 2020 y 2021, provenientes de las encuestas a analistas, sugieren un panorama de escasas presiones inflacionarias en estos países con niveles que se sitúan por debajo del 2,0%.

Gráfico 2.9
Política monetaria en algunas economías avanzadas

A. Tasas de interés política



B. Hojas de balance (total activo)

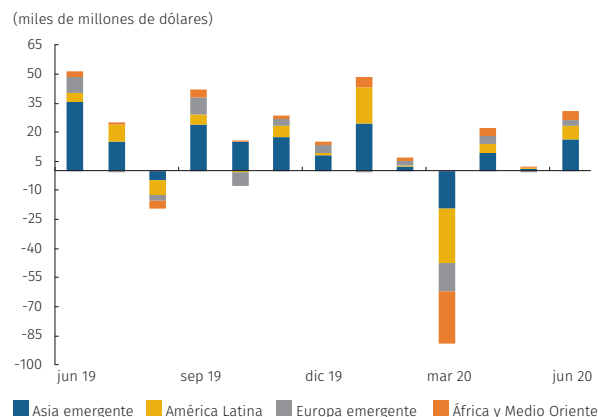


Fuente: Bloomberg.

En el presente informe se supone que la tasa de interés de referencia de la Reserva Federal se mantendrá en su mínimo técnico (0,0% al 0,25%) (Gráfico 2.8). Para el horizonte de pronóstico no se esperan cambios en la tasa de interés de la Reserva Federal, supuesto que sería acorde con las proyecciones del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por su sigla en inglés) y las encuestas a analistas. Otros bancos centrales de economías avanzadas también seguirían registrando bajas tasas de interés de referencia (Gráfico 2.9, panel A). Por su parte, las políticas no convencionales han continuado suministrando amplia liquidez a los mercados. Eso se ha reflejado en una ampliación de las hojas de balance de estos bancos centrales (Gráfico 2.9, panel B). Para el caso de la Reserva Federal se destacan las nuevas medidas para compra de deuda corporativa en el mercado primario y secundario. Por su parte, el Banco Central Europeo (BCE) ha continuado proporcionando liquidez mediante sus operaciones de financiación y manteniendo sus compras en el marco del programa de emergencia frente a la pandemia y el programa de compras de activos.

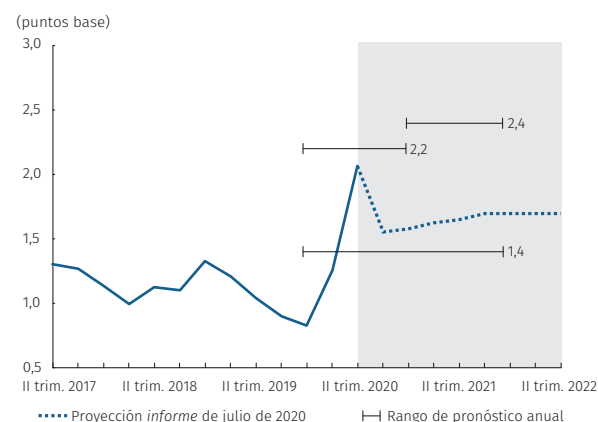
Para 2020 se estima una reducción significativa de los términos de intercambio. En lo corrido del año hasta mayo se registró una disminución del 20,6% en este indicador, explicado por una caída en los precios implícitos en dólares de las exportaciones, en particular del grupo de bienes de origen minero, seguido de los industriales. Esto fue compensado parcialmente por los menores precios en dólares de las importaciones, en especial de los subgrupos de bienes intermedios y de capital. Lo anterior refleja la baja demanda mundial por diferentes tipos de bienes como consecuencia de la pandemia del Covid-19, con lo cual se espera que la cotización de los principales productos básicos de exportación (petróleo y carbón) se ubiquen por debajo de los niveles observados en 2019. Teniendo en cuenta lo anterior, se estima que en 2020 la caída anual de los términos de intercambio podría superar el 20%, lo cual tendría impactos negativos sobre el ingreso nacional.

Gráfico 2.10
Flujos netos de inversión extranjera hacia economías emergentes^{a/}



a/ Corresponde a flujos de inversión en instrumentos de deuda y acciones.
Fuente: Instituto de Finanzas Internacionales (IIF, por sus siglas en inglés).

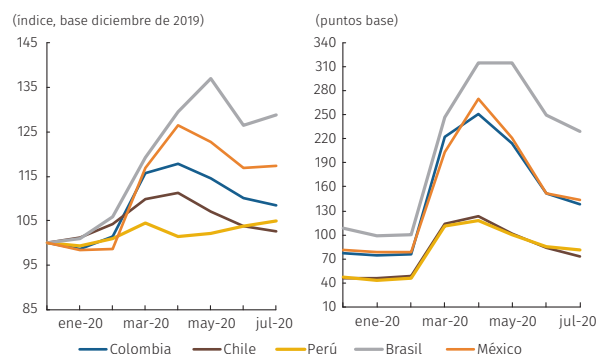
Gráfico 2.11
Supuesto trimestral de la prima de riesgo de Colombia (CDS)^{a/}



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

Gráfico 2.12
Tasa de cambio nominal y prima de riesgo (CDS a cinco años) para algunos países de América Latina

A. Tasa de cambio nominal promedio **B. Credit Default Swap a cinco años**



Nota: el dato promedio de julio es calculado hasta el 29 de este mes.
Fuente: Bloomberg; cálculos del Banco de la República.

2.1.3 Desarrollos financieros externos

Las condiciones financieras internacionales han mejorado con respecto al fuerte deterioro observado en marzo y abril. No obstante, siguen siendo menos favorables que lo observado antes de la pandemia. Esta dinámica se ha visto favorecida por las políticas adoptadas por los principales bancos centrales para mitigar los efectos adversos del Covid-19 y la reapertura parcial de las economías. En el corrido de julio el índice de volatilidad financiera medido por el VIX se ha reducido un 43,8% frente al bimestre marzo-abril. En este período también se ha observado una recuperación de los principales índices bursátiles. Lo anterior estuvo acompañado por entradas de flujos netos de capital hacia economías emergentes en junio (Gráfico 2.10), concentradas principalmente en el mercado de renta fija. Por su parte, el acceso a financiamiento externo se ha mantenido para algunos países de la región, incluyendo a Colombia, los cuales han realizado emisiones de deuda pública externa con alta demanda y en general a tasas de interés favorables. No obstante, la incertidumbre hacia adelante es alta debido a que se desconoce la evolución de la pandemia, por lo cual se podrían presentar retrocesos en la mejoría que han registrado hasta el momento los mercados financieros internacionales.

Para 2020 y 2021 se supone una prima de riesgo que se ubicaría marginalmente por encima de su promedio histórico (Gráfico 2.11). En general, las primas de riesgo de las economías de la región y los niveles de tasa de cambio se han reducido frente a lo observado en marzo y abril (Gráfico 2.12), consistente con unas condiciones financieras más favorables. A pesar de esta recuperación, varios países de la región han enfrentado reducciones en sus calificaciones crediticias en medio del impacto negativo del Covid-19. En el caso colombiano, para lo corrido de julio, los *credit default swaps* (CDS a cinco años) y la tasa de cambio registraron un promedio cercano a 138 pb y COP 3.653 por dólar, respectivamente, cifras menores que el promedio de 251 y de COP 3.987 del mes de abril. El escenario central supone una prima de riesgo que se situaría algo por encima de su promedio histórico al final del horizonte de pronóstico. Esto como resultado de la mayor incertidumbre del impacto negativo asociado a la pandemia, del aumento de la deuda pública y del efecto de la acumulación de déficits externos del país. La incertidumbre de este supuesto es alta y dependerá, en parte, del comportamiento de los mercados financieros internacionales, por lo que en promedio la prima podría ubicarse entre 140 pb y 220 pb para 2020, y entre 140 pb y 240 pb para 2021.

2.2 Proyecciones macroeconómicas⁶

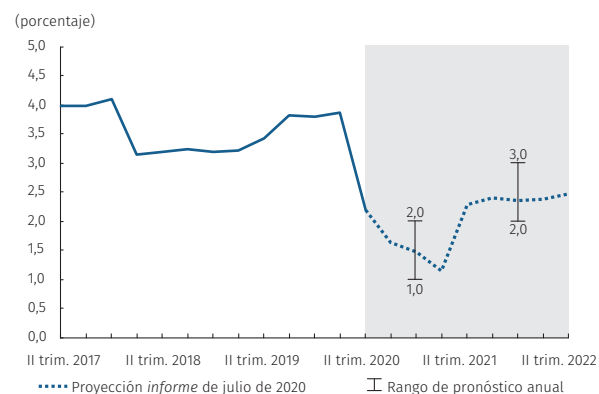
2.2.1 Inflación⁷

La debilidad de la demanda y los amplios excesos de capacidad productiva continuarían teniendo un efecto bajista en

6 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.

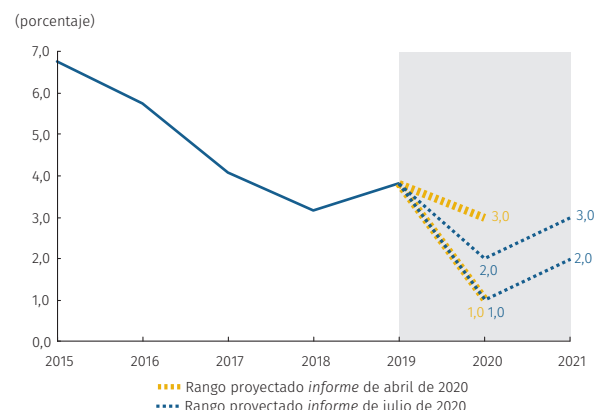
7 Cabe mencionar que a partir del próximo Informe de Política Monetaria, el equipo técnico empezará a utilizar su nueva clasificación de la canasta del IPC, así como las nuevas medidas de inflación básica, las cuales se detallan en el Recuadro 2.

Gráfico 2.13
Índice de precios al consumidor (IPC)
(fin de período; variación anual)



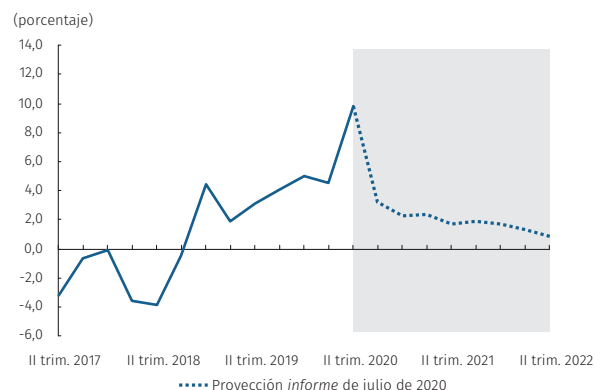
Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Gráfico 2.14
IPC total anual
(fin de período; variación anual)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 2.15
Brecha inflacionaria de la TCR trimestral^{a/}



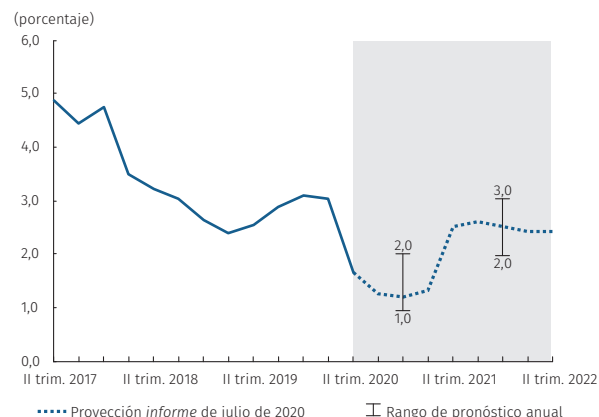
a/ La brecha inflacionaria de la tasa de cambio real (TCR) captura las presiones inflacionarias provenientes de la tasa de cambio. Valores positivos de esta brecha implican presiones alcistas sobre la inflación provenientes del tipo de cambio. Esta brecha se calcula como la desviación de la tasa de cambio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

Fuente: Banco de la República.

la inflación durante lo que resta del año y hacia 2021 (Gráfico 2.13). Estos factores, unidos a los alivios en precios (véase Recuadro 1) y a los cierres de mercados ocasionados por las medidas de distanciamiento social, llevaron a un importante descenso de la inflación a junio (2,19%) y continuarían generando una tendencia decreciente en esta variable hasta principios de 2021. De esta manera, se estima que la inflación total cerraría 2020 entre el 1% y 2%, con un valor en el escenario central del 1,5% (Gráfico 2.14). La inflación seguiría descendiendo hasta el primer trimestre de 2021, y posteriormente deberían empezar a observarse mayores ajustes anuales en los precios, en parte, por las menores bases de comparación del año anterior y por la reversión de algunos de los alivios decretados por el Gobierno. Esto sucedería en un entorno en el que los excesos de capacidad productiva se mantendrían amplios, la holgura del mercado de trabajo implicaría presiones mínimas de costos laborales, y las presiones provenientes del tipo de cambio serían moderadas (Gráfico 2.15). Así, se espera que la senda central de la inflación se mantenga en niveles en torno al 2,5% durante la segunda mitad de 2021, con un rango de pronóstico para finales de ese año entre el 2,0% y 3,0%. La amplitud de los intervalos presentados en este informe refleja el alto grado de incertidumbre sobre la evolución de la pandemia y sus efectos sobre el comportamiento de los precios. El piso de este rango contempla caídas más profundas y persistentes de la demanda y condiciones financieras más restrictivas, mientras el techo refleja una recuperación económica algo más rápida que la esperada en la senda central.

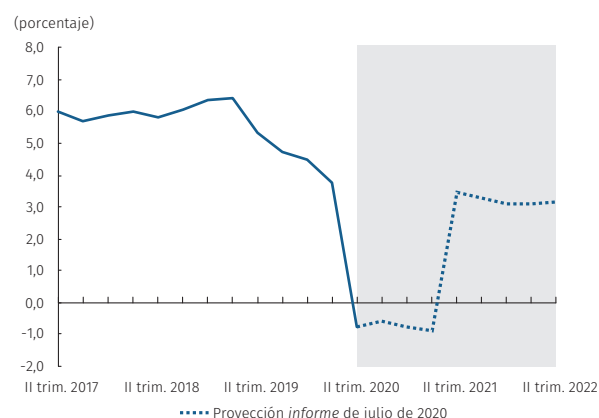
La crisis sanitaria continuaría afectando de forma importante la inflación básica en el horizonte de pronóstico debido al cierre de establecimientos comerciales y de servicios, las restricciones de movilidad, la debilidad de la demanda y posibles cambios en los patrones de consumo de los hogares. La variación anual esperada de los precios de la canasta de transables sin alimentos ni regulados tendría una tendencia bajista en lo que resta de 2020, como consecuencia de la reducción transitoria de algunos impuestos indirectos para diversos productos y la afectación de la demanda debido al choque del Covid-19. Estos efectos superarían las presiones inflacionarias provenientes de la tasa de cambio. Respecto a la dinámica anual de la canasta de no transables, la senda bajista proyectada es producto de la fuerte caída de la demanda, los controles de precios sobre los arriendos, y la eliminación o reducción temporal del impuesto al valor agregado (IVA) a planes móviles de comunicaciones y servicios relacionados con el turismo. En este contexto, se contempla un rango de pronóstico para la inflación sin alimentos ni regulados entre el 1,0% y 2,0% para finales de 2020, con un valor central del 1,2% (Gráfico 2.16). Para 2021 se anticipa un repunte de la inflación sin alimentos ni regulados como consecuencia de las bajas bases de comparación, la reversión de los alivios en los impuestos indirectos y una brecha del producto algo más cerrada que en 2020, aunque aún en niveles negativos de magnitud importante. Estos factores situarían a la inflación sin alimentos ni regulados en un rango entre el 2,0% y 3,0% al final de 2021.

Gráfico 2.16
IPC sin alimentos ni regulados
(fin de período; variación anual)



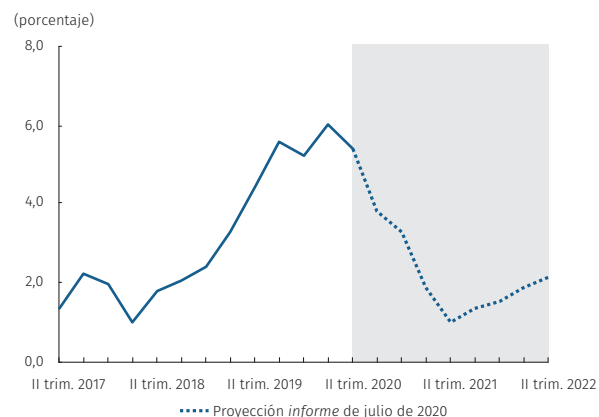
Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Gráfico 2.17
IPC de regulados
(fin de período; variación anual)



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

Gráfico 2.18
IPC de alimentos^{a/}
(fin de período; variación anual)



a/ Incluye comidas fuera del hogar.

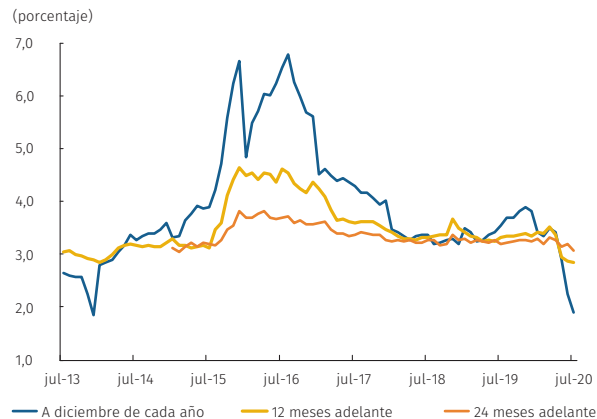
Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

La variación anual de los regulados debería mantenerse en niveles ligeramente negativos hasta comienzos de 2021. Durante los próximos trimestres este indicador seguiría afectado por la reducción en el precio de los combustibles decretada por el Gobierno en marzo, que en este informe se supone que no se revierte en 2021. No obstante, este choque a la baja tiene efectos transitorios sobre la variación anual del IPC de regulados, el cual se desvanece en el segundo trimestre de 2021 e implica un salto en este indicador (Gráfico 2.17). Adicionalmente, el pronóstico central contempla una normalización de varias tarifas de servicios públicos en el segundo semestre, después de las rebajas que fueron decretadas por las autoridades locales en el marco de la emergencia sanitaria. Esta normalización evitaría que la variación anual de regulados siga cayendo en lo que resta del año. En 2021 las bajas bases de comparación en servicios públicos también generarían alzas en la variación anual del IPC de regulados a partir del segundo trimestre.

La variación anual de los precios de los alimentos continuaría reduciéndose en lo que resta del año y durante buena parte de 2021 (Gráfico 2.18). Esta dinámica recoge las menores presiones de demanda, la suspensión del impuesto al consumo y excesos de capacidad productiva en el sector de comidas fuera del hogar. En particular, se espera que la variación anual de los precios de las comidas fuera del hogar se ajuste a tasas muy bajas o incluso negativas en lo que resta de 2020. Lo anterior, dado que se prevé la transferencia a precios de una parte importante de la rebaja temporal del impuesto al consumo del 8%, en la medida que se dé la apertura gradual del segmento de restaurantes. El resto de los precios de los alimentos continuarían presentando una dinámica de alzas moderadas en el contexto de una brecha del producto negativa y de niveles adecuados de abastecimiento. Esto supone unas condiciones climáticas normales en los próximos trimestres, tal como lo sugieren los reportes meteorológicos, y presiones moderadas provenientes del tipo de cambio.

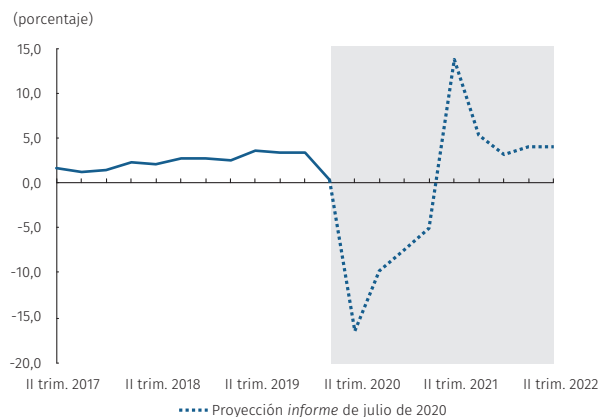
En el segundo trimestre las medidas de expectativas de inflación a cinco años o menos se redujeron y se situaron por debajo de la meta. De acuerdo con la medición obtenida a partir de la encuesta mensual del Banco, la inflación esperada por los analistas económicos a finales de 2020 es del 1,89% y a doce y veinticuatro meses del 2,85% y 3,07%, respectivamente (Gráfico 2.19). En el informe de abril dichos valores se ubicaban en el 3,43% a diciembre de 2020 y en el 3,38% y 3,27% a doce y veinticuatro meses. La expectativa de inflación sin alimentos para finales de 2020 presentó una importante reducción, al pasar del 3,08% en abril al 1,24% en julio. Esto sería acorde con expectativas de fuertes caídas de la demanda en lo que resta del año y con los efectos de los alivios mencionados. Por su parte, con información hasta el 24 de julio, la expectativa de inflación implícita (*break even inflation*, BEI), que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR a plazos de dos tres y cinco años, se situó en el 1,33%, 1,59% y 2,12%, respectivamente. Estas cifras son inferiores en cerca de un punto porcentual a las registradas en el informe de abril.

Gráfico 2.19
Pronósticos de inflación de bancos y comisionistas de bolsa



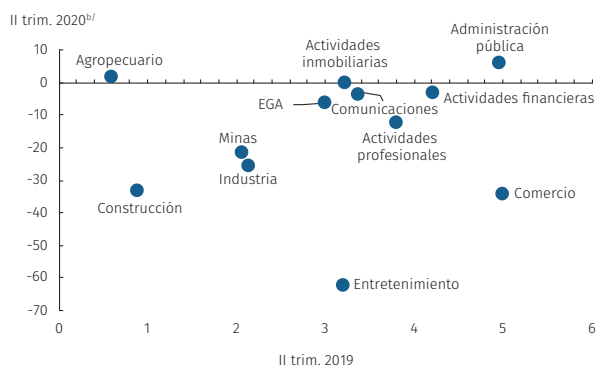
Fuente: Banco de la República (Encuesta mensual a analistas).

Gráfico 2.20
PIB trimestral^{a/}
(variación anual)



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

Gráfico 2.21
Crecimiento anual por rama de actividad^{a/}
(II trim. 2020 vs. II trim. 2019)



Nota: Agropecuario: agropecuario, silvicultura, caza y pesca; Minas = explotación de minas y canteras; Industria = industria manufacturera; EGA = electricidad, gas y agua; Construcción = construcción; Comercio = comercio, reparación, transporte y alojamiento; Comunicaciones = información y comunicaciones; Act. financieras = actividades financieras y de seguros; Act. inmobiliarias = actividades inmobiliarias; Act. profesionales = actividades profesionales, científicas y técnicas; Adm. pública = Administración pública y defensa, educación y salud; Entretenimiento = actividades artísticas, de entretenimiento y recreación.

a/ Cifras desestacionalizadas y ajustadas por efectos calendario.
b/ Este dato corresponde al pronóstico del equipo técnico del Banco de la República.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

2.2.2 Actividad económica

En Colombia, al igual que en el resto del mundo, las medidas necesarias para enfrentar el Covid-19 están impactando profundamente la actividad económica y se espera que durante el segundo trimestre se haya presentado su efecto más pronunciado. Con los indicadores disponibles a junio se estima que el PIB del segundo trimestre se habría contraído a una tasa anual del 16,5% (Gráfico 2.20). Esta estimación considera los efectos de las medidas de distanciamiento social y su flexibilización gradual en el segundo trimestre, de acuerdo con las disposiciones anunciadas por el gobierno nacional por medio de diferentes decretos⁸. Para efectuar este ejercicio se realizó una estimación del impacto sectorial que tuvieron las medidas de aislamiento social en los últimos días de marzo, teniendo como referencia el PIB del primer trimestre y los indicadores sectoriales del bimestre enero-febrero. A partir de estos impactos, y utilizando una metodología insumo-producto para cuantificar la magnitud de estos choques a lo largo de las distintas fases de aislamiento, se establecieron los cambios en el valor agregado para cada uno de los sectores y durante las distintas fases de aislamiento preventivo obligatorio en el trimestre⁹.

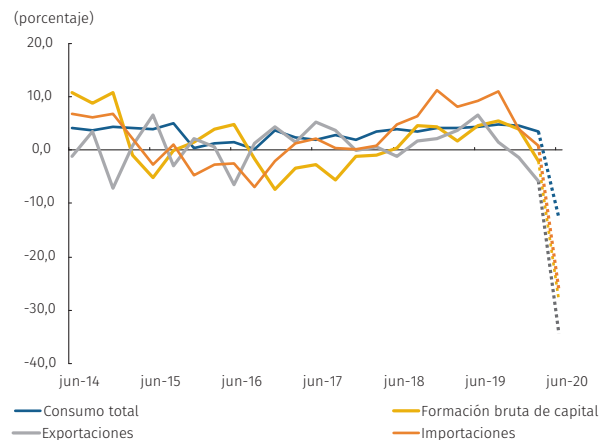
Durante el segundo trimestre el desempeño de los diferentes sectores productivos de la economía habría dependido del grado en que fueron afectados por las medidas de aislamiento preventivo obligatorio. Los sectores de actividades artísticas, de entretenimiento y recreación, comercio, reparación, transporte y alojamiento, y construcción habrían sido los más afectados. En el primer caso se estima una contracción superior al 60%, y para los últimos dos, impactos sustanciales en las subramas de transporte y almacenamiento, alojamiento y servicios de comida, y construcción de edificaciones (Gráfico 2.21). Por el contrario, el sector de administración pública, educación y salud habría sido una de las pocas ramas que registraría una variación anual positiva, como reflejo del esfuerzo gubernamental en la mitigación de los efectos de la pandemia.

Por el lado de la demanda tampoco se estima un impacto homogéneo de los choques en el segundo trimestre (Gráfico 2.22). En este período el consumo privado habría presentado una contracción importante en términos trimestrales y anuales, aunque menor que la de los otros rubros principales del gasto. Para los componentes de este agregado se estima que el consumo de bienes durables, semidurables y servicios se contrajo fuertemente, y que la recomposición del gasto de los hogares en favor del consumo no durable que se dio al final del primer trimestre se habría mantenido en el segundo, aun-

8 En particular, se incorporaron las siguientes fases: una primera de aislamiento estricto en abril, seguida de dos períodos en mayo (uno hasta el 11 de mayo y otro en los días restantes del mes) conforme se flexibilizaron las restricciones sobre la construcción, la industria manufacturera y algunos segmentos del comercio, para continuar con un último período en junio, que incluye un mayor dinamismo, especialmente en el comercio.

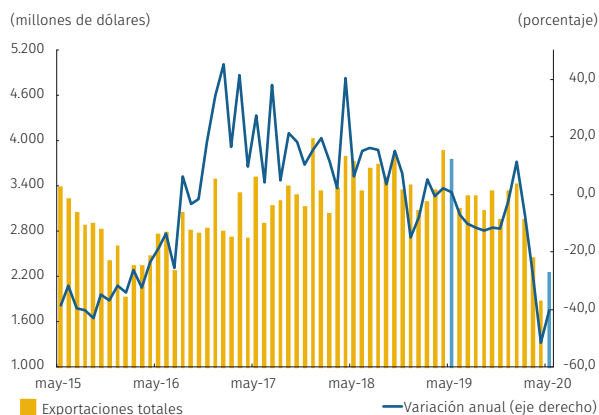
9 Para ver detalles de este ejercicio, véase el recuadro “Aproximación al impacto del aislamiento preventivo sobre el crecimiento del PIB en 2020”, en el *Informe de Política Monetaria* de abril de 2020.

Gráfico 2.22
Componentes de la demanda del PIB y pronósticos para el segundo trimestre de 2020



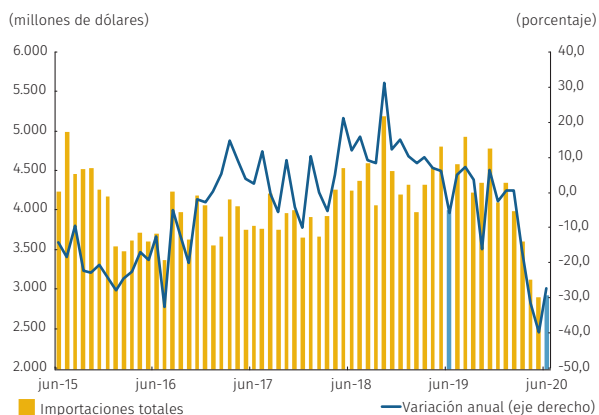
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.23
Exportaciones totales de bienes (FOB)
(mensual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.24
Importaciones totales de bienes (CIF)
(mensual)

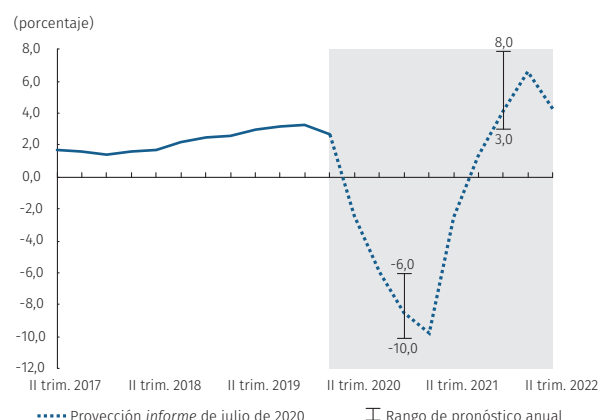


Fuentes: DANE y DIAN (avances de comercio exterior); cálculos del Banco de la República.

que con alguna moderación. Se prevé, además, que el consumo público se habría expandido a tasas anuales elevadas. Por el lado de la inversión, la caída habría estado en el orden de los dos dígitos. Los segmentos de vivienda, y maquinaria y equipo habrían sido los más golpeados, y aunque la inversión en obras civiles se habría visto afectada en algún grado durante el segundo trimestre, su reducción sería menor que las de los otros subcomponentes. Con lo anterior, la demanda interna habría registrado su mayor contracción anual desde 1999. El efecto más fuerte de la pandemia y la caída de los precios del petróleo se habría dado sobre las exportaciones, como lo sugieren las cifras a mayo (Gráfico 2.23), tanto las de bienes básicos (carbón y petróleo), como las no tradicionales y las de servicios, esto último, dado el cierre de las actividades de turismo. Con cifras a junio disponibles mediante los avances de comercio de la Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN), para las importaciones también se espera una reducción significativa, explicada por la importante caída de la demanda interna y por las dificultades que enfrenta el comercio exterior (Gráfico 2.24).

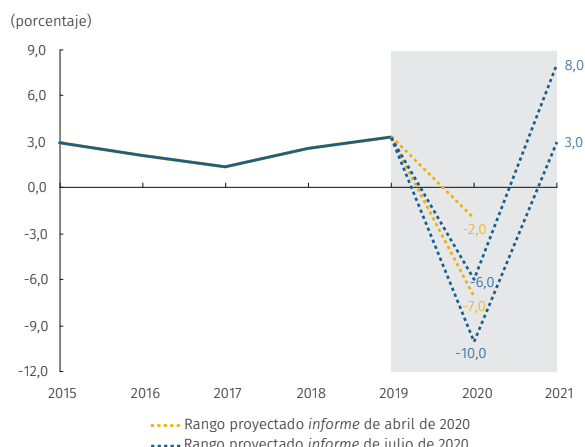
La velocidad a la cual la economía se recupere y el momento en el que alcance sus niveles de actividad previos al choque de la pandemia son altamente inciertos. Esto dependerá principalmente de la evolución de la situación sanitaria, tanto en el país como en el resto del mundo, así como de las medidas que se tomen para enfrentarla y de las consecuencias de largo plazo que se puedan generar. La senda central que se presenta en este informe supone una recuperación paulatina de los niveles de la actividad económica a partir del segundo trimestre de 2020, lo que supone que no habría nuevas medidas de aislamiento obligatorio generalizadas como consecuencia de una segunda oleada de contagios, aunque sí contempla los impactos negativos derivados de las recientes medidas de restricción a la movilidad sectorizadas en Bogotá y en otras ciudades durante el tercer trimestre. Así, en este escenario se prevé una reactivación económica gradual, que sería consecuencia de la apertura paulatina de las actividades económicas, la cual se completaría a finales de septiembre. De la misma forma, supone la recuperación de la confianza de los consumidores e inversionistas y tiene en cuenta el impacto positivo de las medidas fiscales y monetarias adoptadas hasta la fecha. Así las cosas, el crecimiento de la segunda mitad del año estaría jalonado tanto por el consumo privado como por el consumo público, este último gracias a que se mantendría un importante esfuerzo fiscal. Pese a ello, se anticipa que la recuperación del consumo privado en el horizonte de pronóstico sea lenta, sobre todo en segmentos como el de servicios, donde las medidas de aislamiento social han sido más estrictas, y en las cuales resulta más sensible al miedo al contagio y a la lenta recuperación de la confianza de los consumidores. Por el lado de la formación bruta de capital fijo, el componente que más rápido recuperaría sus niveles precrisis debería ser la inversión en otros edificios y estructuras, que incluye obras civiles. La recuperación de la inversión en vivienda se daría más hacia 2021, impulsada por los programas del gobierno destinados a la vivienda de interés social. El impulso de la demanda externa sería limitado en lo que resta de 2020 y debería ganar protagonismo hacia 2021, con la consolidación de la recuperación de la economía mundial.

Gráfico 2.25
PIB acumulado, 4 trimestres^{a/}
(variación anual)



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

Gráfico 2.26
PIB anual
(variación anual)



Fuente: Banco de la República.

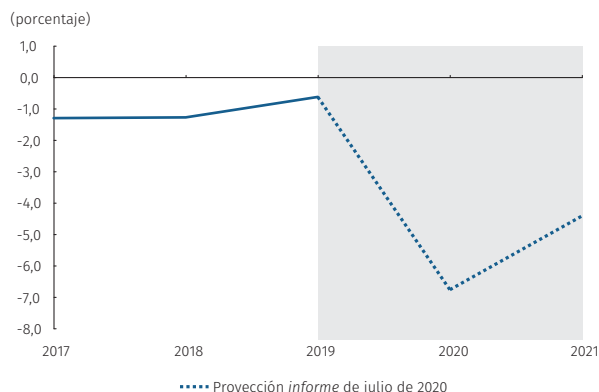
Con todo lo anterior, el equipo técnico estima que en 2020 se registraría una profunda recesión económica y que en 2021 se daría alguna recuperación, ambas de magnitudes bastante inciertas. En 2020 el decrecimiento económico estaría alrededor del -8,5%, en un rango entre el -10% y -6%, y para 2021 cercano al 4,1%, con un intervalo entre el 3% y 8% (Gráfico 2.25). Los rangos reflejan la elevada incertidumbre que enfrentan actualmente tanto la economía global como la colombiana. Estos rangos de pronóstico, al igual que el escenario central, contemplan un canal del crédito que continuaría operando en condiciones de relativa normalidad. El piso de estos intervalos podría estar asociado, en parte, con una situación en la que se dé una segunda oleada de contagios en algunos países, incluido Colombia, o se presenten dificultades mayores en la contención de la pandemia. Por otro lado, el techo y el piso de estos intervalos se asocian con unas condiciones de demanda externa más y menos favorables, respectivamente y, en ambos casos, en un contexto de amplia liquidez global y de acceso al financiamiento externo, aunque con cambios en su costo debido a variaciones en la prima de riesgo país. Adicionalmente, los rangos contemplan la incertidumbre sobre el tamaño de los choques de oferta y demanda, y sus efectos sobre el producto y la inflación. El escenario central implica que los niveles de actividad económica observados en 2019 no se recuperarían en 2021.

Los pronósticos de crecimiento para el segundo trimestre y el año completo se revisaron a la baja con respecto al informe de abril (Gráfico 2.26). Varios de los riesgos a la baja que se identificaron en ese informe se han ido materializando. En el ámbito local, la forma como ha evolucionado la pandemia ha exigido que las medidas de distanciamiento social se prolonguen, retardando la apertura de muchos sectores y afectando de manera más duradera la confianza de los consumidores. En el frente externo, las economías de los socios comerciales han recibido un impacto más fuerte del inicialmente considerado y se vislumbra una recuperación más lenta de sus economías.

La velocidad de recuperación de la economía estará limitada por unos niveles del precio del petróleo inferiores a los proyectados a comienzos del año. Un menor precio del petróleo en el mediano plazo podría implicar una inversión más baja en el sector y el cierre continuo de pozos con altos costos de producción, lo que ralentiza el proceso de recuperación de la actividad económica. Asimismo, deberá conllevar unas menores exportaciones, un descenso en la inversión en nuevos proyectos mineros y una menor disponibilidad de recursos para las regiones y el Gobierno Nacional, entre otros efectos.

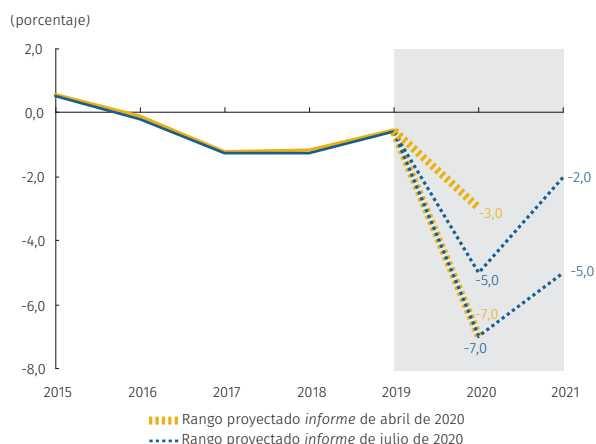
Aunque el fenómeno del Covid-19 y el menor precio del petróleo implican choques tanto de oferta como de demanda, se estima que los segundos predominan y, por tanto, conducirían a una ampliación importante de los excesos de capacidad productiva en el horizonte de pronóstico. Para este informe se espera que la brecha del producto anual se sitúe en un rango entre el -7,0% y -5,0% para 2020, y el -5,0% y -2,0% para 2021, con unos pronósticos centrales del -6,8% y -4,4% para estos años, respectivamente (gráficos 2.27 y 2.28). Estos valores son significativamente menores que los observados en 2019

Gráfico 2.27
Brecha del producto anual^{a/}



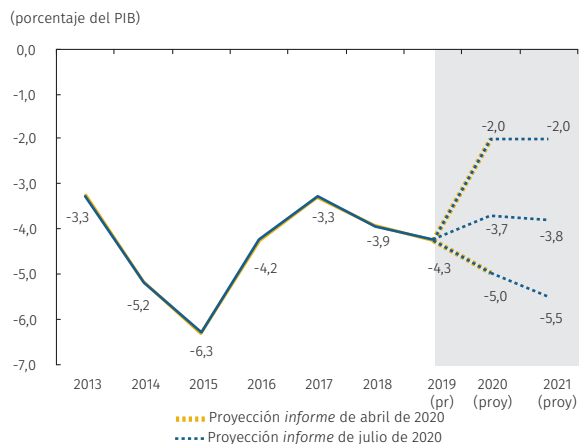
a/ Esta brecha se calcula como la diferencia entre el PIB observado y el PIB potencial (tendencial) que resulta del modelo 4GM.
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 2.28
Brecha del producto anual^{a/} (rango)



a/ Esta brecha se calcula como la diferencia entre el PIB observado y el PIB potencial (tendencial) que resulta del modelo 4GM.
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 2.29
Cuenta corriente anual



(pr): preliminar.
(proy): proyección.
Fuente: Banco de la República.

(-0,6%) e históricamente bajos. La ampliación de la brecha del producto en terreno negativo implica una revisión importante a la baja del crecimiento potencial para estos años (-2,6% para 2020 y 1,6% para 2021). Este último se vería afectado a distintos plazos por la caída de la inversión, las quiebras de algunas empresas eficientes, los efectos de la pandemia en un mercado laboral formal relativamente rígido y el impacto que la reasignación sectorial de factores pueda tener sobre la productividad agregada, entre otros.

2.2.3 Balanza de pagos

En 2020 el déficit de la cuenta corriente se reduciría frente a lo observado un año atrás, acorde con la fuerte contracción estimada del gasto. Se prevé que la disminución significativa del consumo y la inversión privados, junto con la depreciación del peso colombiano, propicien la corrección del déficit. Estos factores llevarían a una caída de las importaciones de bienes y servicios y de las utilidades de las empresas con participación extranjera que atienden el mercado interno. Adicionalmente, las firmas pertenecientes a los sectores minero y petrolero presentarían menores rentabilidades debido a los bajos precios internacionales del petróleo y el carbón. En contraste, el choque negativo de los términos de intercambio y de la demanda externa, la reducción de las remesas de trabajadores, la contracción del turismo internacional y la ampliación del déficit fiscal limitarían un mayor ajuste del desbalance externo¹⁰. Con lo anterior, se estima que el déficit de la cuenta corriente en 2020 se ubicaría en un intervalo entre el -5% y -2% del PIB, con un -3,7% como estimación central, inferior a lo registrado un año atrás (-4,3% del PIB) (Gráfico 2.29). La amplitud del intervalo de pronóstico refleja la alta incertidumbre asociada con la evolución e impacto de la pandemia. Para 2021 el déficit de la cuenta corriente presentaría un ligero repunte, acorde con la mejora de la actividad económica que impulsaría el gasto en importaciones y la rentabilidad de las firmas extranjeras. Esta dinámica sería compensada parcialmente por las mejores condiciones externas que favorecerían la recuperación de los ingresos externos del país.

Durante 2020 y 2021 el país continuaría teniendo acceso al financiamiento externo requerido para cubrir el déficit de la cuenta corriente. En la estructura de financiamiento la inversión extranjera directa seguiría teniendo una participación preponderante, aunque se vería afectada por el difícil entorno económico actual. Estos flujos tenderían a recuperarse en 2021, de acuerdo con las mejores perspectivas para la inversión debido al repunte de la actividad económica y a un mejor panorama externo. Además, el acceso a otras fuentes de fi-

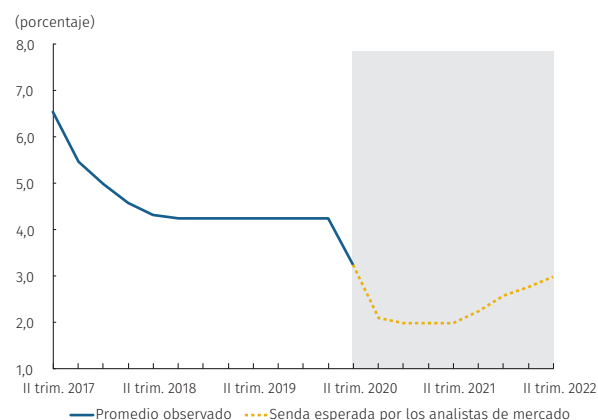
10 Para el segundo trimestre del año 2020 el déficit se ubicaría alrededor del 3,3% del PIB. Este resultado sería inferior a lo observado en el mismo período del año anterior y estaría asociado a las menores ganancias esperadas de empresas con capital extranjero, que se compensarían parcialmente con la caída de las remesas de trabajadores. Vale resaltar que el balance comercial de bienes y servicios no presentaría mayores cambios en relación con el segundo trimestre de 2019, debido a que se prevén fuertes contracciones tanto de las exportaciones como las importaciones durante el período.

nanciamiento externo se vería favorecido por las condiciones financieras globales, caracterizadas por bajas tasas de interés y amplia liquidez. Dentro de estas fuentes, en 2020 se destaca la mayor importancia que tendría el endeudamiento externo, en particular los flujos de capitales dirigidos al sector público.

2.2.4 Política monetaria y tasas de interés esperadas por los analistas

Gráfico 2.30

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



a/ Corresponde a la mediana de las proyecciones de los analistas. Estas proyecciones son calculadas tomando el promedio trimestral de las respuestas mensuales de la encuesta de expectativas de analistas económicos realizada por el Banco de la República en julio de 2020.
Fuente: Banco de la República.

La tasa de interés de política esperada por los analistas a finales de 2020 contempla reducciones hasta el 2,0% (Gráfico 2.30). De acuerdo con la encuesta mensual de expectativas realizada por el Banco de la República a los analistas en julio, la mediana de las respuestas sugiere que la tasa de interés de política bajaría hasta el 2,0% en lo que resta del segundo trimestre y se mantendría en dicho nivel hasta el segundo trimestre del próximo año. Los analistas esperan una normalización muy gradual de la política monetaria en 2021, con una mediana del 2,58% durante el cuarto trimestre de dicho año. La senda de la tasa de interés implícita en el escenario central de pronóstico del equipo técnico del Banco presenta una tendencia similar a la expectativa de los analistas, aunque es algo menor en 2021. En escenarios de riesgo la trayectoria de la tasa de interés de política puede diferir, dependiendo especialmente de la magnitud y persistencia de los choques adversos sobre la demanda agregada.

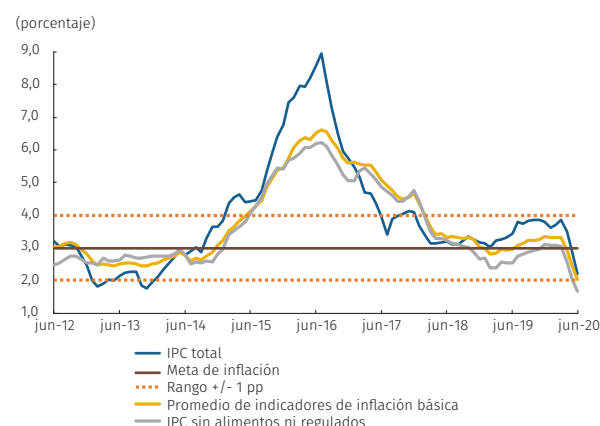
El comportamiento esperado de la inflación y la actividad económica seguirá estando afectado por la evolución de la crisis sanitaria y la velocidad a la cual se reactiven los diversos sectores de la economía. En el ejercicio de pronóstico la principal fuente de incertidumbre sobre las proyecciones de inflación proviene de la evolución de la crisis sanitaria, la velocidad con la cual los diversos sectores de la economía vayan reabriéndose y de la dinámica de las condiciones externas contempladas por el equipo técnico. En los ejercicios de pronóstico se estima que el choque de demanda sea el que prime en la dinámica de la inflación. Por tanto, la evolución del mercado laboral, los salarios y sus expectativas serán particularmente importantes en la evaluación de las presiones inflacionarias en el horizonte de política monetaria.

03 / Situación económica actual

3.1 Comportamiento de la inflación y precios

Las medidas necesarias para enfrentar la pandemia generaron un importante descenso de la inflación en el segundo trimestre. En este período el retroceso de la inflación anual fue marcado (desde un 3,86% en marzo al 2,19% en junio), situándose por debajo de la meta por primera vez desde 2014 (Gráfico 3.1). Las presiones bajistas fueron generalizadas en los grandes segmentos del índice de precios al consumidor (IPC), incluido el de los alimentos, el cual presentó alzas en los primeros meses de la pandemia, probablemente relacionadas con el sobreabastecimiento que registraron los hogares. Un descenso mayor se observó en la inflación básica, la cual, de acuerdo con el IPC sin alimentos ni regulados, pasó del 3,04% en marzo al 1,66% en junio (Gráfico 3.1). El resto de los indicadores de inflación básica también descendieron de manera significativa y todos se situaron por debajo de la meta del Banco (véase el anexo estadístico). El promedio de los cuatro indicadores pasó del 3,31% en marzo al 2,03% en junio. En general, los resultados para las inflaciones total y básica estuvieron muy por debajo de los previstos hasta hace unos meses por el mercado y el equipo técnico del Banco de la República.

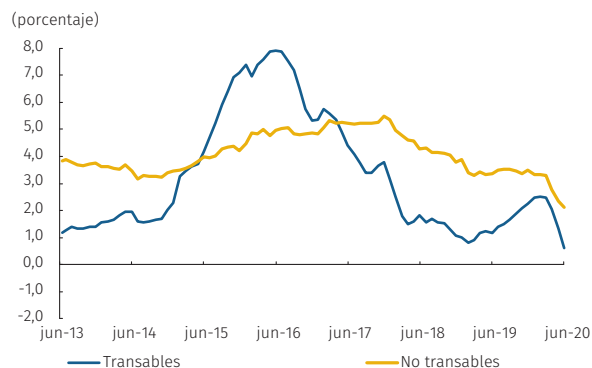
Gráfico 3.1
IPC total e indicadores de las canastas básicas
(variación anual)



Fuentes: DANE y Banco de la República.

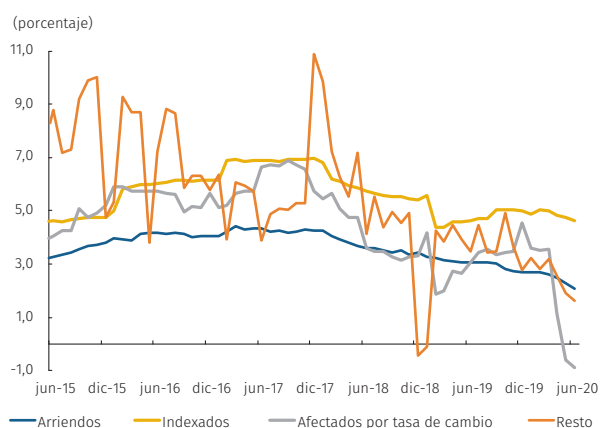
Al descenso de la inflación contribuyeron un amplio conjunto de factores, destacándose los alivios de precios decretados por las autoridades y la caída de la demanda. La emergencia sanitaria generó un choque complejo de oferta y demanda que hace muy difícil interpretar los factores que explican las tendencias recientes de la inflación. De acuerdo con las estimaciones del equipo técnico del Banco, importantes presiones bajistas sobre la inflación se originaron en los diferentes alivios de precios, en su mayoría transitorios, decretados por las autoridades nacionales y territoriales para sostener el poder adquisitivo de los hogares. Entre estos cabe destacar el congelamiento de los cánones de los arriendos y de las tarifas de servicios públicos (que en algunas regiones incluso fueron subsidiadas), la disminución del precio de los combustibles, la eliminación o rebaja transitoria del IVA a un grupo de bienes y servicios y del impuesto al consumo (del 8%) de los restaurantes, aunque el efecto de este último caso se sentiría principalmente en el segundo semestre del año. Estimar la contribución de la eliminación de los impuestos indirectos y otros alivios a la caída de la inflación no es fácil porque se combina simultáneamente con la contracción de la demanda. A pesar de esta dificultad, se estimó que dichas intervenciones en precios habrían contribuido al descenso de la inflación anual en cerca de 1 punto porcentual durante el segundo trimestre (véase el Recuadro 1). Finalmente, es importante mencionar que la debilidad de la demanda y los alivios en precios, junto con los cierres de los mercados, impidieron que la depreciación acumulada del tipo de cambio en la primera mitad del año se reflejara en la inflación.

Gráfico 3.2
IPC de transables y no transables, sin alimentos ni regulados
(variación anual)



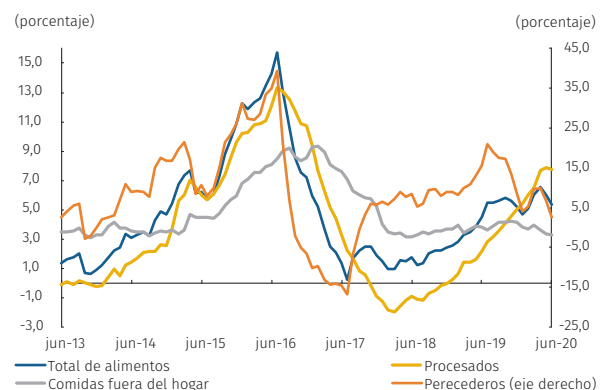
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.3
Componentes del IPC de no transables, sin alimentos ni regulados
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.4
IPC de alimentos y sus componentes
(variación anual)

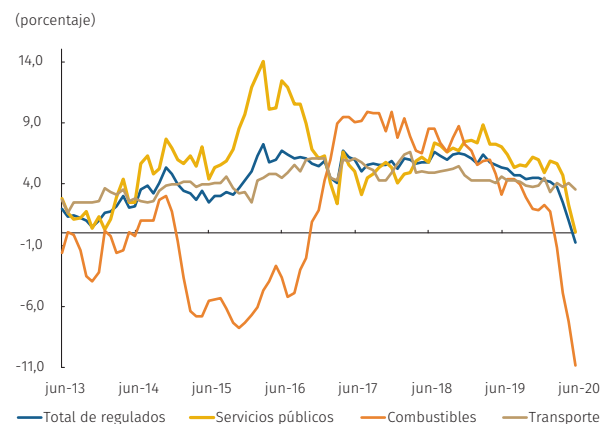


Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

El menor ajuste de los precios tanto de los bienes transables como de los no transables contribuyó a la disminución de la inflación básica. En el segundo trimestre el IPC del grupo de transables (sin alimentos ni regulados) fue el más favorecido por la política de alivio de precios de las autoridades (Gráfico 3.2). En particular, la suspensión transitoria del cobro del IVA a artículos de salud, higiene personal y productos de aseo, y la disminución del IVA del 19% al 5% a los pasajes aéreos, junto con el primer día sin IVA (véase el Recuadro 1), explicaron una parte importante del descenso de la variación anual de este grupo (de 2,47% en marzo a el 0,61% en junio). Estas caídas transitorias de precios anularon las posibles presiones alcistas derivadas de la depreciación del peso con respecto al dólar observada a lo largo del primer trimestre. Los alivios de precios también impactaron el IPC de no transables (sin alimentos ni regulados), aunque de una manera menos amplia. Entre los ítems favorecidos por las reducciones temporales del IVA se destacan los casos de los servicios de comunicación móvil y de turismo (véase el Recuadro 1). También los arriendos fueron cobijados por medidas de congelamiento y renegociaciones temporales de los contratos, lo que explica en parte el fuerte descenso en la variación anual de este ítem desde el 2,60% en marzo hasta el 2,07% en junio (Gráfico 3.3). Los arriendos, por su alta ponderación en el IPC (cercana al 25%), lideraron la caída anual de los no transables (sin alimentos ni regulados). El comportamiento de la inflación básica y de los precios relativos también ha estado afectado por importantes excesos de capacidad productiva, así como por la recomposición del gasto de los hogares a raíz del confinamiento y el cierre parcial del comercio, el cual ha favorecido el consumo de alimentos y de algunos rubros de higiene y salud, en detrimento de los demás bienes y servicios de consumo.

La variación anual del IPC de alimentos se redujo en el segundo trimestre aunque el gasto en alimentos no se habría visto afectado significativamente por la emergencia sanitaria. Los cambios anuales en el IPC de alimentos venían en ascenso desde comienzos de año (enero: 4,66%), producto de condiciones climáticas adversas en buena parte de 2019 y de presiones derivadas del tipo de cambio. Con la llegada de la pandemia se dieron algunas presiones alcistas adicionales por el auge en el gasto de alimentos y posibles problemas en la cadena de suministro, todo lo cual hizo que la variación anual del IPC de alimentos siguiera subiendo hasta el 6,53% en abril. Sin embargo, a partir de mayo empezó a descender, para situarse en junio en el 5,35% (Gráfico 3.4). Factores como la normalización reciente del clima y la buena oferta agropecuaria, favorecieron el menor ajuste anual de los precios de los perecederos (del 10,0% en abril al 2,52% en junio). El grupo de los procesados también registró ajustes más moderados en sus precios entre mayo (7,86%) y junio (7,75%), explicado, en parte, por el debilitamiento de la demanda, una vez superado el sobreabastecimiento de los hogares al comienzo de la pandemia, y por un menor traspaso de la depreciación del peso a los precios. Los cambios anuales de los alimentos tendieron a ser menores, también por la eliminación transitoria del impuesto al consumo de los servicios de comida decretada por el Gobierno Nacional a mediados de mayo (véase el Recuadro 1). Este hecho, junto con la caída de la demanda y el cierre obligado de los restaurantes,

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



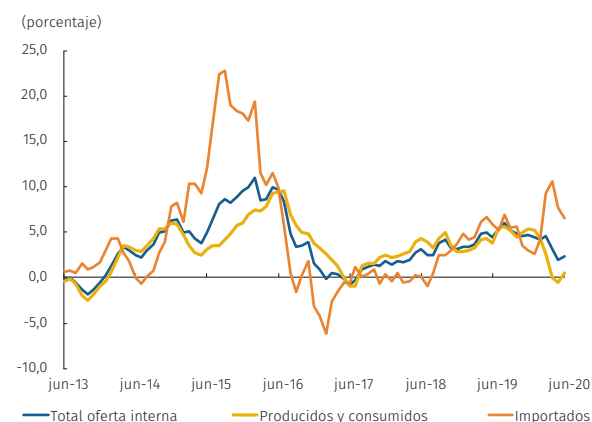
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

explicaría la caída de la variación anual del IPC de comidas fuera del hogar entre marzo (3,92%) y junio (3,26%).

El IPC de regulados ha estado fuertemente impactado por las decisiones de alivios en precios decretados por el Gobierno Nacional y las autoridades locales, en un entorno internacional en el que el precio del petróleo cayó significativamente.

En efecto, desde que se tiene información desagregada para el IPC (marzo de 1983), el cambio anual del precio de los regulados terminó por primera vez en terreno negativo (-0,78% en junio), siendo muy inferior al registro de marzo pasado (3,78%) (Gráfico 3.5). Esta notable caída se explica por dos presiones bajistas. La primera tiene que ver con la disminución en marzo de los precios de los combustibles en cerca de COP 1.300, la cual llevó a este grupo a reducir su ajuste anual de precios del 1,81% en febrero, previo a la pandemia, al -10,82% en junio. El segundo factor bajista fueron las ayudas para pagar los servicios públicos otorgadas por los entes territoriales (rebajas por pronto pago, congelación de tarifas, aumento de subsidios a los hogares de menores ingresos y pagos puntuales de los servicios públicos por parte de algunas alcaldías), conduciendo a que el ajuste anual de este segmento del IPC pasara del 5,68% en marzo al 0,12% en junio. También, cabe resaltar que los precios de la energía en bolsa, que venía siendo un factor alcista en las tarifas de este servicio, descendieron más del 50% en junio, una vez se intensificaron las lluvias en las últimas semanas. Es pertinente señalar que la mayoría de los alivios que explican las fuertes reducciones de precios en los regulados corresponden, en principio, a disposiciones transitorias, que tienen efectos bajistas de corta duración sobre la inflación anual.

Gráfico 3.6
IPP por procedencia
(variación anual)



Fuente: DANE.

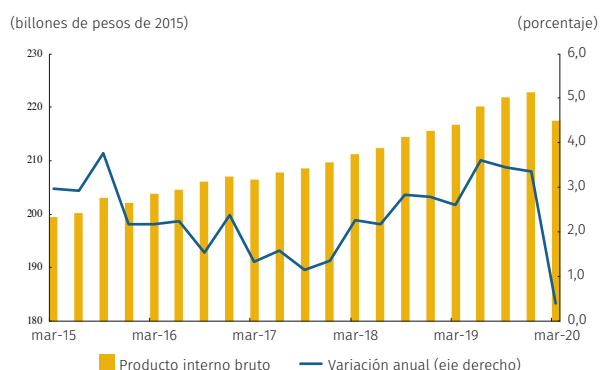
Las presiones inflacionarias provenientes de los costos no laborales fueron escasas en el segundo trimestre.

La variación anual del índice de precios al productor (IPP) de oferta interna pasó del 4,62% en marzo al 2,36% en junio, dinámica que incorporó la presión bajista de la demanda agregada del segundo trimestre (Gráfico 3.6). El ajuste anual del componente local del IPP pasó del 2,62% en marzo al 0,56% en junio, aunque entre mayo (-0,57%) y junio se presentó un repunte, producto de una base de comparación estadística baja y una significativa recuperación de los precios al productor de la extracción de petróleo (ajuste mensual del 60,76%). Por su parte, el cambio anual del IPP importado aumentó al comienzo de la pandemia, al incorporar en sus precios la escalada alcista del dólar durante las primeras semanas de la emergencia sanitaria, para luego descender y situarse en junio en el 6,60%. Cabe anotar que los precios al productor, más allá del descenso del precio de los combustibles, no se vieron ampliamente favorecidos por los alivios en precios decretados por el Gobierno, como sí sucedió con una amplia gama de bienes y servicios en el IPC.

3.2 El PIB del primer trimestre

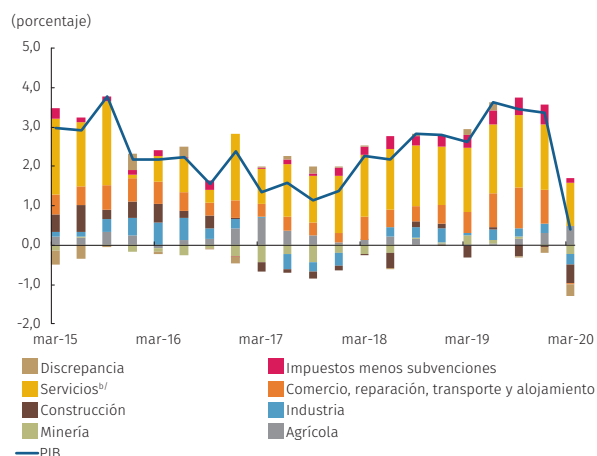
Al igual que en la mayoría de las economías del mundo, en Colombia las medidas sanitarias necesarias para enfrentar la emergencia derivada del Covid-19 han tenido un gran impacto negativo en la actividad económica, como lo confirmaron las

Gráfico 3.7
Producto interno bruto e Indicador de seguimiento a la economía (ISE)^{a/}
(mensual y crecimiento anual)



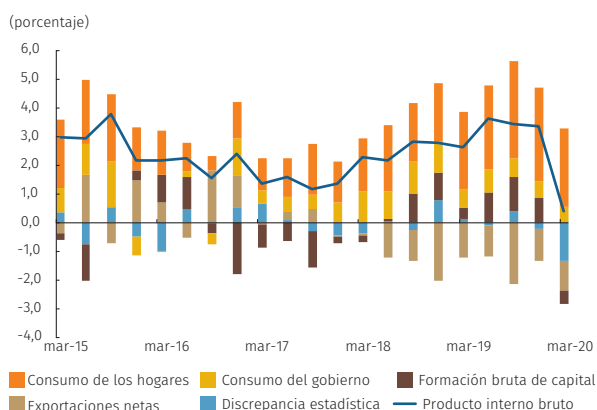
a/ Series desestacionalizadas y corregidas por efectos calendario.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.8
PIB trimestral por el lado de la oferta^{a/}
(variación anual, contribuciones)



a/ Series desestacionalizadas y corregidas por efectos calendario.
b/ Incluye los sectores de electricidad, gas y agua, información y comunicaciones, actividades financieras y de seguros, actividades inmobiliarias, actividades profesionales, científicas y técnicas, administración pública y defensa, educación y salud, y actividades artísticas, de entretenimiento y recreación.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.9
PIB trimestral por el lado del gasto^{a/}
(variación anual, contribuciones)



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

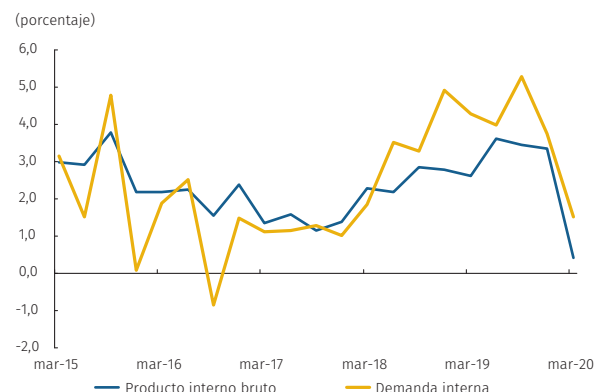
cifras del primer trimestre. La economía colombiana comenzó el año con un dinamismo importante, que apuntaba a un crecimiento superior al 3% en el primer trimestre de 2020, según lo reflejan los resultados de diversos indicadores sectoriales de actividad económica del bimestre enero-febrero. Tal es el caso del indicador de seguimiento a la economía (ISE), el cual reportó en dicho período una tasa de crecimiento anual del 3,3% con series desestacionalizadas y ajustadas por efectos calendario (daec) (Gráfico 3.7). Sin embargo, el impacto económico que conllevaron las medidas necesarias para contener la pandemia, especialmente en la segunda quincena de marzo, implicó un quiebre abrupto de esta tendencia. Debido a ello, el PIB del primer trimestre (daec) solo creció a una tasa anual del 0,4% (equivalente al 1,1% anual para la serie original), inferior a la estimada en el informe de abril. En términos de variaciones trimestrales anualizadas, el crecimiento fue del -9,2%. Cabe señalar que el impacto negativo registrado en marzo, derivado en gran parte de las medidas de aislamiento preventivo, fue mayor que el previsto por el equipo técnico.

Las medidas de aislamiento social, tanto las voluntarias como las implementadas por las autoridades nacionales y locales, afectaron de manera desigual los diferentes sectores de la economía. Por ramas de actividad (Gráfico 3.8), en el primer trimestre se presentaron contracciones marcadas en la construcción (con -7,5% de tasa de crecimiento anual en la serie daec), la explotación de minas y canteras (-4,6%), las actividades artísticas y de recreación (-3,2%), y la industria manufacturera (-2,1%). Dentro del sector de construcción, el renglón de edificaciones presentó un fuerte retroceso (-18,0%), en parte debido a las medidas de distanciamiento social de marzo, pero, al parecer, también como resultado de un pobre desempeño en los dos meses anteriores. Por el contrario, la construcción de obras civiles continuó con una buena dinámica en el trimestre (7,4%), aunque este ritmo también se frenó a finales de marzo. En la industria el comportamiento fue heterogéneo: las ramas dirigidas a la producción de bienes de consumo no durable crecieron de manera importante, sobre todo en marzo, respondiendo al auge de este tipo de demanda, mientras que las relacionadas con textiles, calzado, cuero y vehículos fueron las más afectadas por las medidas de aislamiento obligatorio. Por su parte, el sector agropecuario tuvo un crecimiento importante (7,9%), que acompañó el aumento del consumo no durable.

La emergencia sanitaria también tuvo un efecto diferenciado en la demanda (Gráfico 3.9). En los primeros tres meses del año la demanda interna se desaceleró significativamente, registrando un crecimiento anual del 1,5%, y su nivel cayó frente al del cuarto trimestre de 2019 (Gráfico 3.10). No obstante, dentro de este agregado el comportamiento fue dispar, pues el consumo sostuvo un crecimiento anual positivo (3,4%), mientras que la inversión cayó (-2,1%). Por su parte, la demanda externa neta contribuyó negativamente al crecimiento del primer trimestre, principalmente por la fuerte contracción de las exportaciones.

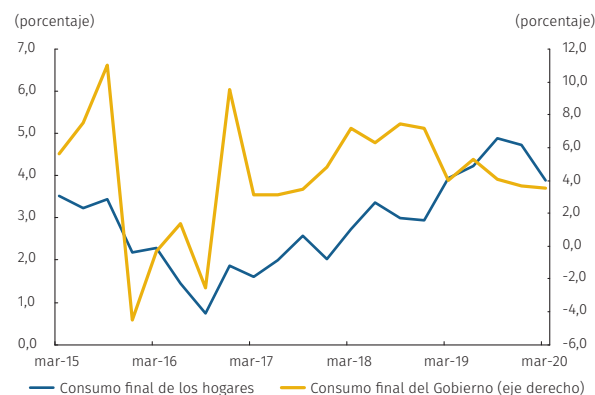
En el primer trimestre se observó una importante recomposición del consumo privado hacia bienes no durables y de primera necesidad. Aunque el consumo privado total se desaceleró en ese

Gráfico 3.10
Producto interno bruto y demanda interna trimestral^{a/}
(variación anual)



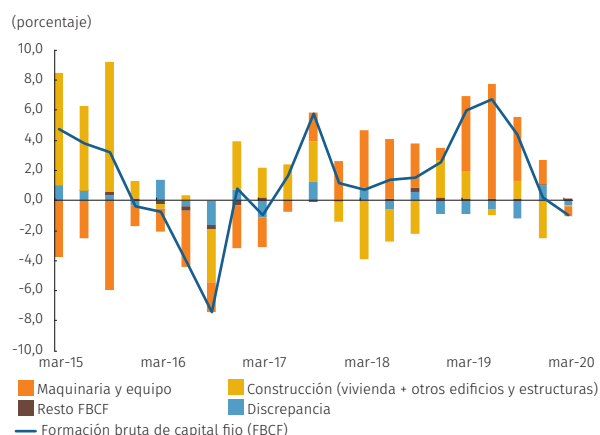
a/ Series desestacionalizadas y corregidas por efectos calendario.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.11
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.

Gráfico 3.12
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.

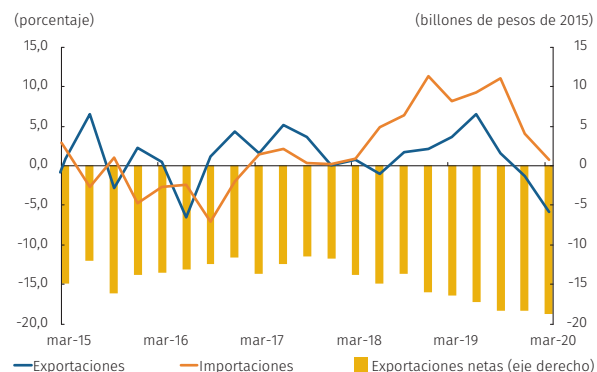
período, continuó registrando tasas de crecimiento anual positivas. Dentro de este agregado, el consumo no durable creció notablemente y más que lo esperado (13,2%); el consumo durable se desaceleró, pero registró una tasa de crecimiento que sorprendió al alza (6,7%), teniendo en cuenta la naturaleza del choque que implicó el cierre del comercio; el consumo semidurable y el de servicios registraron caídas anuales y trimestrales significativas (-4,5% y -1,0%, respectivamente). La información disponible de oferta y de demanda sugiere que la recomposición del gasto de los hogares en favor de los bienes no durables, especialmente los de primera necesidad, se dio en marzo con el aumento del riesgo de contagio, un comportamiento similar al que se presentó en otros países. Ello habría sido, en buena parte, consecuencia de las menores posibilidades de compra en los otros segmentos de consumo, producto a su vez del cierre de mercados y puntos de venta para este tipo de bienes y servicios. Por su parte, el consumo público registró una dinámica anual similar a la que tuvo al cierre de 2019, aunque esta fue inferior a la prevista (Gráfico 3.11). Con lo anterior, el consumo total presentó un desempeño menos favorable que el de un trimestre atrás, aunque tuvo una tasa de crecimiento anual positiva.

En marzo se presentó un profundo quiebre de la inversión que llevó a una contracción de este agregado en todo el trimestre, tanto en términos anuales como trimestrales. Los componentes que presentaron variaciones anuales negativas fueron la inversión en vivienda, que completó cinco trimestres consecutivos de caídas, y la inversión en maquinaria y equipo (Gráfico 3.12). En este último caso, las importaciones de bienes de capital sugieren que la caída obedeció al desempeño de marzo, que rompió las tendencias de los dos primeros meses del año. Finalmente, una parte de la contracción de la formación bruta de capital se explicó por el comportamiento del residuo, que incluye la variación de existencias y la discrepancia estadística de la inversión, y que fue significativamente negativo en el primer trimestre.

La contracción de las economías de nuestros principales socios comerciales llevó a una caída de las exportaciones mayor que la prevista. El fuerte retroceso de este agregado, tanto en variaciones anuales como trimestrales, llevó a las exportaciones a niveles no observados desde 2016 (Gráfico 3.13). Las cifras mensuales sugieren que la caída de las exportaciones se concentró en marzo, mes en el que se rompieron las tendencias de crecimiento global a raíz de la extensión de la pandemia. Las caídas más importantes se dieron en las ventas externas de café, no tradicionales y servicios. Hacia finales de marzo las exportaciones mineras habrían sido afectadas por el cierre de algunas de las más grandes minas de carbón como consecuencia de la emergencia sanitaria.

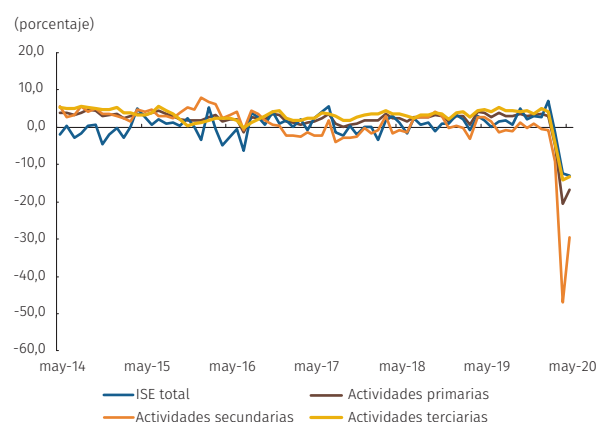
Después de mostrar un crecimiento importante en los primeros meses del año, las importaciones se contrajeron de forma significativa en marzo, acorde con lo que se registró en la demanda interna. A pesar de que registraron un crecimiento anual bajo pero positivo, el nivel de las importaciones fue menor que el observado un trimestre atrás. Esta reducción no solo fue consistente con la desaceleración de la demanda interna que se dio en el primer trimestre, sino también con las

Gráfico 3.13
Exportaciones, importaciones y balanza comercial^{a/}
(variación anual, billones de pesos de 2015)



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

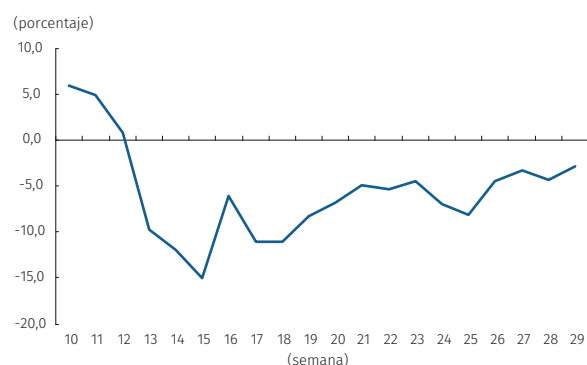
Gráfico 3.14
ISE total y por sectores de actividad^{a/b/}
(variación anual)



a/ 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.

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

Gráfico 3.15
Demanda de energía total por semana en 2020
(variación anual)



Nota: la variación anual se toma entre las semanas equivalente de 2019 y 2020 con referencia al domingo como primer día de la semana. La semana 10 comprende del 1 al 7 de marzo de 2020. Las semanas 15 y 16 están influenciadas por el efecto de semana santa.
Fuente: XM, cálculos del Banco de la República.

dificultades que desde ese período empezaron a registrar los flujos de comercio internacional en el mundo. La desaceleración de las importaciones compensó parcialmente el impacto de la fuerte contracción de las exportaciones en la demanda externa neta, que, no obstante, mostró un ligero deterioro frente al nivel del último trimestre del año anterior. Así, la demanda externa continuó contribuyendo negativamente al crecimiento del primer trimestre.

3.2.1 Indicadores de actividad económica del segundo trimestre

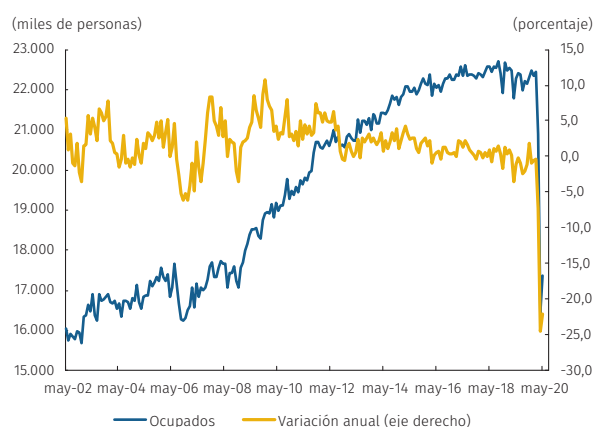
A partir de mayo comenzó a observarse una recuperación de la actividad económica, lo que permite pensar que el impacto más fuerte de las medidas implementadas para contener el avance de la pandemia se habría dado en abril. Conforme se empezaron a flexibilizar las medidas de aislamiento social y se autorizó la reapertura de algunos sectores productivos (en especial los relacionados con la industria manufacturera, el comercio y la construcción), la actividad económica comenzó a mostrar un mayor dinamismo, aunque manteniendo niveles significativamente inferiores a los prevalecientes antes del choque epidemiológico y tasas negativas de crecimiento anual. Así lo reflejan distintos indicadores sectoriales, cuyos decrecimientos anuales se moderaron entre abril y mayo: en series desestacionalizadas, las ventas del comercio minorista sin combustibles ni vehículos pasaron del -25,0% al -16,4%, la producción de la industria manufacturera del -34,3% al -24,0% y la medición más completa de la actividad económica, reflejada en el ISE, del -20,5% en abril al -16,7% en mayo. En estos dos meses las ramas de actividad con retrocesos más fuertes en su producción eran las secundarias¹¹ (Gráfico 3.14), mientras que las terciarias o de servicios eran las que aportaban más a la caída, dada su gran participación en el PIB (67%).

Para junio se espera que la actividad económica haya seguido ganando dinamismo, según lo muestran varios indicadores disponibles. Distintos indicadores, como la demanda de energía (Gráfico 3.15), de movilidad y las cifras de transacciones de varios bancos comerciales revelan una mejora de la actividad económica en junio, impulsada por la continuación en la reapertura de varias ramas de la producción, la flexibilización en las restricciones de movilidad y la paulatina recuperación del consumo, especialmente en el segmento de bienes. Todo esto lleva a esperar mayores niveles de actividad económica en este mes frente a abril y mayo, aunque menores que los proyectados en el informe anterior. Pese a ello, la contracción económica prevista para el segundo trimestre no tiene precedentes en los registros históricos de actividad económica del país.

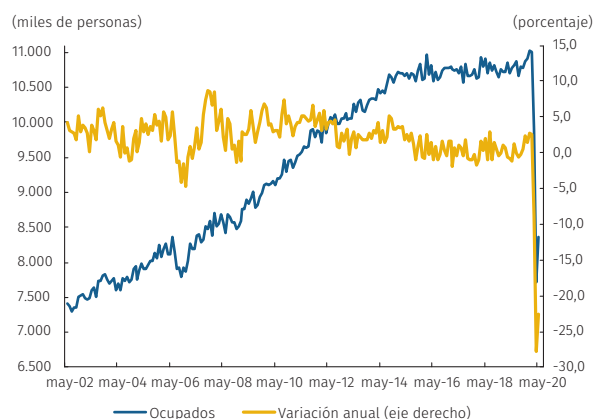
11 De acuerdo con el DANE, las ramas de actividades primarias agrupan la agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca, y la extracción de minas y canteras; las ramas de actividades secundarias a las industrias manufactureras y la construcción, y las ramas de actividades terciarias al suministro de electricidad, gas y agua, el comercio, reparación, transporte, alojamiento y servicios de comida, información y comunicaciones, actividades financieras y de seguros, actividades inmobiliarias, actividades profesionales, científicas y técnicas, administración pública, educación y salud, y las actividades artísticas, de entretenimiento y recreación.

Gráfico 3.16
Ocupados en la GEIH
(número; variación anual)
(series mensuales desestacionalizadas)

A. Total nacional



B. Trece principales áreas metropolitanas



Fuente DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

3.3 Mercado laboral¹²

La fuerte caída de la actividad económica, asociada a la emergencia sanitaria, generó un deterioro generalizado y sin precedentes del mercado laboral colombiano. El choque derivado por la pandemia del Covid-19 tuvo un impacto significativo sobre las condiciones del mercado laboral en el mundo, y Colombia no fue la excepción. Las cifras mensuales desestacionalizadas¹³ a abril de la *Gran encuesta integrada de hogares* (GEIH) del DANE mostraron una contracción abrupta de la ocupación en el total nacional del 24,5% anual (5,3 millones de empleos) y del 27,9% anual en las trece principales ciudades (3 millones de empleos). Estas caídas, las más grandes en la historia de las series (Gráfico 3.16), implicaron que entre marzo y abril se destruyera alrededor de la cuarta parte del empleo previo a la emergencia sanitaria. Aunque en mayo se observó un leve repunte mensual de la ocupación (más de 930.000 y cerca de 640.000 empleos en el total nacional y las trece ciudades, respectivamente), dada la reapertura de algunos sectores económicos, en ambos dominios geográficos se continuaron observando caídas anuales superiores al 20%. Cabe señalar que la pérdida de empleos se ha caracterizado por ser generalizada, tanto en zonas urbanas como rurales, y ha afectado de manera similar al segmento no asalariado y al asalariado.

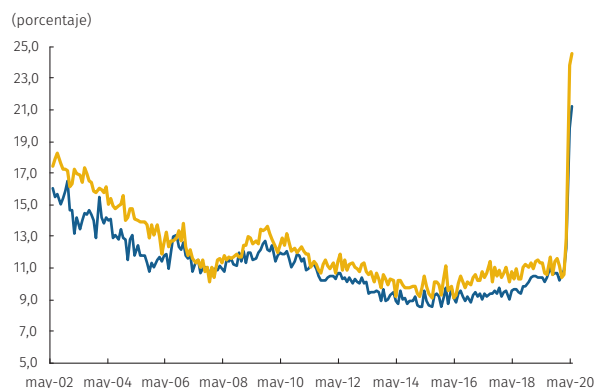
El aumento de la inactividad evitó una mayor alza de las tasas de desempleo, que aun así se ubicaron en sus máximos históricos. No obstante, con la flexibilización de la movilidad una parte de esta inactividad transitó al desempleo en mayo. La destrucción de empleos que se observó al inicio de la emergencia sanitaria estuvo acompañada de la imposibilidad de buscar activamente empleo, dadas las restricciones a la movilidad. Esto condujo a que una alta proporción del empleo destruido en abril fuese absorbida por la inactividad, la cual tuvo un incremento anual del 29,0% (4,3 millones de inactivos). Este aumento implicó una importante disminución de la oferta laboral (TGP) que atenuó el alza en las tasas de desempleo (TD), las cuales, a pesar de lo anterior, duplicaron sus niveles observados un año atrás por el fuerte deterioro de la ocupación. La flexibilización del aislamiento, con la apertura gradual de algunos sectores en mayo, permitió que una importante proporción de inactivos retornara al mercado laboral en búsqueda de empleo, y derivó en una expansión mensual de la oferta laboral, la cual fue mayor que la creación de empleo. Esto hizo que las TD nacional y urbana siguieran aumentando hasta alcanzar sus máximos históricos desde que se dispone

12 Para un análisis más detallado de la reciente evolución 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/reporte-mercado-laboral>. Este reporte contiene, además, un análisis de los efectos que tuvieron las restricciones sectoriales derivadas de la política de aislamiento preventivo obligatorio sobre el comportamiento del empleo entre febrero y abril de 2020.

13 Las series del mercado laboral presentan estacionalidad, es decir, sus valores son sistemáticamente más altos o bajos dependiendo del mes del año. Este fenómeno debe aislarse mediante técnicas estadísticas para poder hacer comparaciones entre meses del mismo año. Por tal razón, la información presentada en esta sección corresponde a las series sin dichos efectos calendario, conocidas como series desestacionalizadas.

Gráfico 3.17
Tasa de desempleo por dominios
(series desestacionalizadas)

A. Mensual

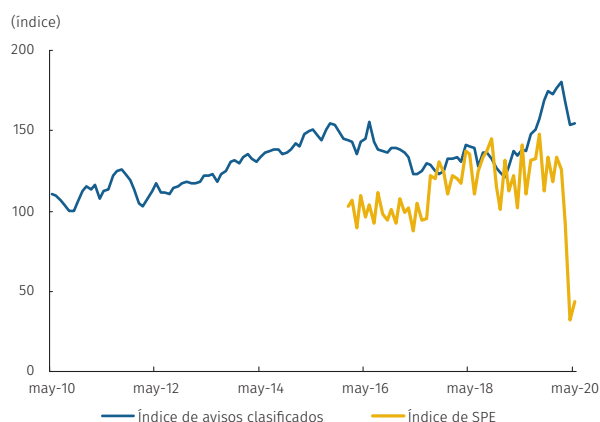


B. Trimestre móvil



Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.18
Índices de vacantes avisos clasificados y Servicio Público de Empleo (SPE)
(trimestre móvil desestacionalizado)



Nota: el índice de avisos clasificados tiene como base enero de 2009 y el SPE enero de 2015.
Fuentes: Arango (2013) y SPE; cálculos del Banco de la República.

de información. En mayo, la TD desestacionalizada se ubicó en ambos dominios en el 21,2% y 24,6% (Gráfico 3.17, panel A), respectivamente, mientras que para el trimestre móvil (marzo-mayo) estas fueron del 17,6% y 20,3% (Gráfico 3.17, panel B).

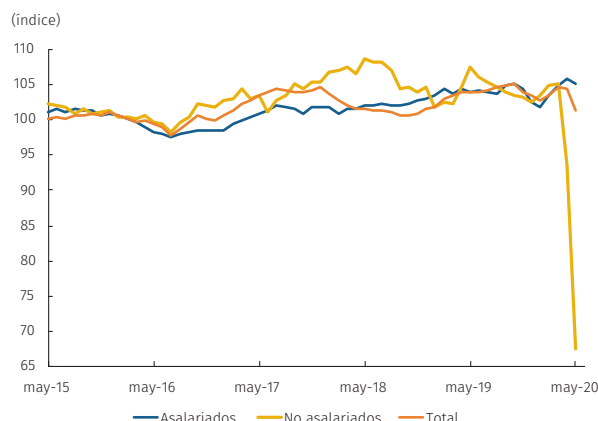
Acorde con las previsiones en materia de actividad económica, se espera una lenta recuperación del mercado laboral colombiano, que implicaría que la tasa de desempleo para todo 2020 estaría entre 16,5% y 19,0%. La información disponible más reciente en materia de empleo sugiere que los indicadores de ocupados y participación laboral habrían registrado su mayor deterioro en abril, al observarse una leve recuperación de estos en mayo. Por tanto, en la medida en que varios sectores productivos sigan reactivando sus actividades, se prevé que el empleo continúe recuperándose gradualmente en lo que resta del año. Esta recuperación estaría jalonada principalmente por el empleo no asalariado, puesto que la creación del segmento asalariado suele ser más lenta. En este contexto, simulaciones realizadas por el equipo técnico sugieren que la TD nacional se ubicaría en promedio entre el 16,5% y 19,0% para todo 2020, replegando, en la segunda mitad del año, el pico observado en el segundo trimestre. Lo anterior, teniendo en cuenta las cifras más recientes de la GEIH, que mostraron caídas del empleo asalariado más fuertes que las previstas, y el escenario de pronóstico macroeconómico explicado en el capítulo 2 de este informe¹⁴.

Se prevé que el mercado laboral permanezca holgado durante 2020 por lo que se esperan presiones a la baja en la inflación vía costos salariales, las cuales ya se manifiestan en ajustes de los ingresos laborales. El choque por el Covid-19 también se vio reflejado en otros indicadores del mercado laboral, como los índices de vacantes y los ingresos laborales. De acuerdo con la información proveniente tanto de avisos clasificados como del Servicio Público de Empleo (SPE), los índices de vacantes registraron un fuerte deterioro en abril (Gráfico 3.18). En mayo, no obstante, estos indicadores tuvieron un leve repunte que va de la mano con el comportamiento observado en el empleo. El bajo nivel alcanzado por los índices de vacantes, aunado al comportamiento de la TD, implicaría, según la representación de una curva de Beveridge, un mercado laboral supremamente holgado, que presionaría a la baja la inflación vía menores costos salariales¹⁵. Dichas presiones ya se manifiestan en el comportamiento de los ingresos laborales. La información disponible de la GEIH mostró una fuerte caída en el ingreso laboral real mediano por hora trabajada de los no asalariados en abril y mayo, mientras que en el segmento asalariado, con presencia de mayores rigidices, aún no se observan ajustes importantes (Gráfico 3.19). Cabe señalar que otras fuentes de información, como las encuestas

14 Un mayor detalle sobre este ejercicio de pronóstico y un análisis más exhaustivo del mercado laboral colombiano se encuentra en el *Reporte de Mercado Laboral* núm. 15, disponible en el siguiente enlace: <https://www.banrep.gov.co/es/reportes-mercado-laboral>

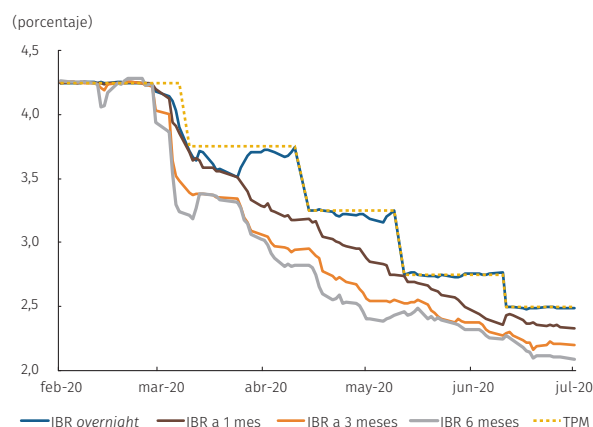
15 La curva de Beveridge es la representación gráfica de la relación entre la tasa de vacantes y la tasa de desempleo. En esta edición dicha curva no fue actualizada porque el indicador de vacantes, con el que usualmente se produce, no pudo ser calculado dada la reducción en el número de preguntas de la GEIH.

Gráfico 3.19
Índice de ingreso laboral real mediano por hora: veintitrés ciudades
(trimestre móvil desestacionalizado)



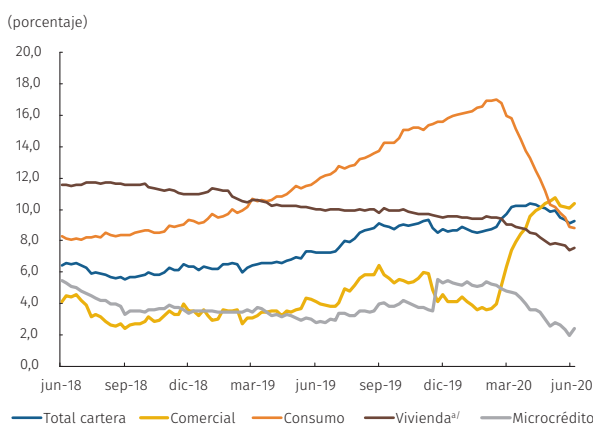
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.20
Tasa de política monetaria (TPM) e Indicador bancario de referencia (IBR)
(datos diarios)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 3.21
Cartera bruta en moneda nacional
(variación anual, datos semanales)



a/ Cartera bancaria más titularizaciones.

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

sectoriales de industria y comercio del DANE¹⁶, que recopilan información de empresas formales y, por ende, sobre todo, de empleo asalariado, sí muestran un fuerte retroceso de sus índices de salarios.

3.4 Mercado financiero y monetario

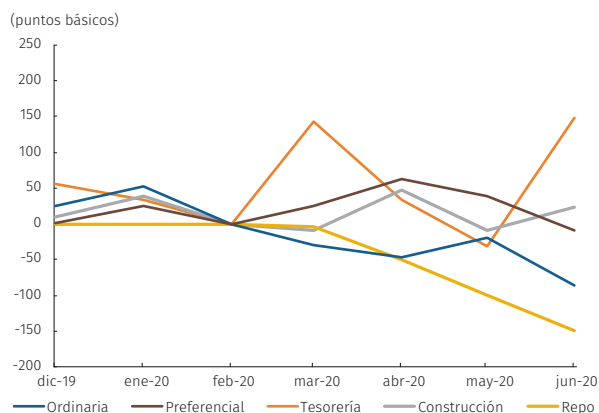
La amplia liquidez suministrada por el Banco de la República y las reducciones en la tasa de interés de política se han transmitido a las tasas de interés del mercado interbancario. La información disponible para julio muestra que las tasas de interés del mercado monetario han disminuido acorde con las reducciones de la tasa de política monetaria, y que la liquidez del sistema se ha mantenido significativamente holgada desde el inicio de la crisis sanitaria. Así, la tasa de interés a un día ha estado en niveles similares a la tasa de interés de política, mientras que los demás plazos se sitúan por debajo: alrededor de 13 pb en el caso del indicador bancario de referencia (IBR) a un mes, y 28 pb en el IBR a seis meses (Gráfico 3.20).

Desde el informe de abril la preferencia de los agentes económicos por activos líquidos muestra signos de estabilización, aunque a tasas anuales altas de crecimiento. La preferencia de los agentes por recursos líquidos se ha caracterizado por una relativa estabilización de las tasas de crecimiento de las cuentas corrientes y de ahorro, aunque aún en niveles elevados. En junio la variación anual del total de los depósitos (PSE) se situó en un 16%, producto de un crecimiento de los depósitos a la vista del 26% y de los certificados de depósito a término (CDT) del 4%. Por su parte, el efectivo continúa acelerándose y su incremento anual llega al 31%. Consecuente con los recortes de la tasa de política, las tasas de los CDT disminuyeron a todos los plazos y se sitúan por debajo de las observadas en el anterior Informe. Las tasas de interés promedio total y la de noventa días, fueron en junio, del 4,0% y 3,8%, respectivamente.

La información disponible para junio y julio señala una moderación en la dinámica del crédito comercial, mientras que la cartera a los hogares continuó desacelerándose (Gráfico 3.21). Durante el segundo trimestre del año el crédito comercial presentó una aceleración importante; no obstante, dicha tendencia parece haberse reducido hacia finales de junio y comienzos de julio, producto de los menores desembolsos. Desde abril, las tasas de interés para los créditos ordinarios y preferenciales han mostrado reducciones, en tanto que la de los créditos de tesorería y construcción aún no muestran una tendencia definida. Lo anterior se ha dado en un contexto de debilitamiento reciente de la demanda de crédito comercial, de una menor tasa de interés de los depósitos, de otorgamiento de garantías del gobierno y de expectativas de mayor riesgo (Gráfico 3.22). Por su parte, y ante la debilidad de las cifras de actividad y empleo, la cartera destinada a los hogares (consumo e hipotecaria) continuó desacelerándose, jalonando de manera importante la di-

16 Encuesta mensual manufacturera con enfoque territorial (EMMET) y Encuesta mensual de comercio (EME).

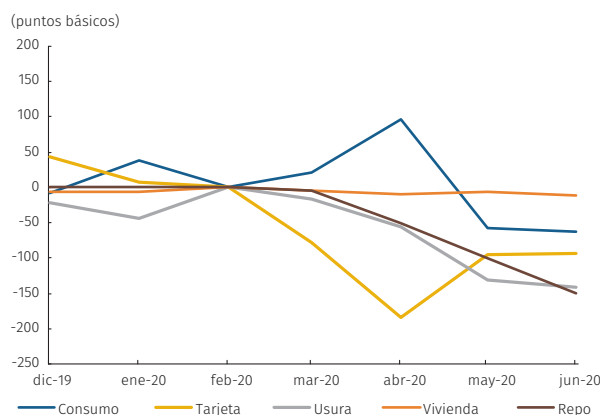
Gráfico 3.22
Tasas de interés de créditos comerciales mensuales
(variación frente a febrero de 2020)



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

námica de la cartera total. A finales del segundo trimestre, y de acuerdo con la Superintendencia Financiera de Colombia, aproximadamente el 46% de los créditos de consumo y el 66% de los créditos de vivienda estuvieron acogidos por los programas de alivios a deudores. Con respecto a las tasas de interés a los hogares, las aplicadas a consumo y tarjeta de crédito se han reducido, y las de los créditos para compra de vivienda se han mantenido estables (Gráfico 3.23).

Gráfico 3.23
Tasas de interés de créditos a los hogares mensuales
(variación frente a febrero de 2020)



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

Recuadro 1

Estimación del impacto de los alivios de precios sobre la inflación

Edgar Caicedo García
Nicolás Martínez Cortés*

La pandemia mundial originada por el Covid-19 llevó al Gobierno Nacional, a mediados de marzo, a declarar una emergencia sanitaria y otra económica¹. Además, se estableció el confinamiento obligatorio de la población colombiana por varias semanas, con cierres parciales o totales del aparato productivo y comercial del país, los cuales se empezaron a flexibilizar a partir de mayo. Estas medidas estuvieron acompañadas de un programa de alivios en los precios al consumidor implementado por las autoridades locales y nacionales, con el objetivo de sostener el poder adquisitivo de los hogares. Dichos programas han tenido un impacto sobre la inflación anual al consumidor, que es, en buena parte, transitorio. A continuación, listamos los alivios de precios más importantes y estimamos su posible impacto sobre los precios. Posteriormente, se elabora el mismo ejercicio para intentar aproximar el impacto de los días sin IVA sobre el IPC.

1. Alivios de precios

El Cuadro R1.1 contiene una breve descripción de los alivios de precios decretados por el Gobierno y que se incluyen en el ejercicio de estimación presentado más adelante. Adicionalmente, con el Decreto 579 del 15 de abril de 2020 el Ministerio de Vivienda congeló los cánones de arrendamiento y permitió negociaciones por fuera del contrato hasta el 30 de junio del presente año. Asimismo, varias autoridades del orden territorial diseñaron programas para ayudar a la población de más bajos ingresos con las tarifas en los servicios públicos, mediante aumento de subsidios a los estratos más bajos de la población, congelando y difiriendo a varios meses, aplicando rebajas por pronto pago e incluso pagando el valor de uno o varios servicios públicos, como ocurrió, al menos, en Manizales, Ibagué y Villavicencio.

* Los autores pertenecen al Departamento de Programación e Inflación. Sus opiniones no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

1 El día 12 de marzo se decretó la emergencia sanitaria hasta el 31 de mayo de 2020 (Resolución 385 del Ministerio de Salud y Protección Social), la cual se extendió hasta el 31 de agosto de 2020 el día 26 de mayo (Resolución 844 del Ministerio de Salud y Protección Social). El Estado de emergencia económica, social y ecológica se decretó el día 17 de marzo de 2020 (Decreto 417 de la Presidencia de la República) y se extendió el día 6 de mayo por un mes más (Decreto 637 de la Presidencia de la República).

2. Estimación del impacto de los alivios de precios sobre el IPC

Como se menciona en el capítulo tres de este informe, varios factores vienen explicando el comportamiento descendente de la inflación en los últimos meses, destacándose la debilidad de la demanda, excesos de capacidad productiva y los alivios de precios decretados por los gobiernos. Dichos factores (junto con otros, como la depreciación acumulada, los precios internacionales, las dificultades de medición, etc.) han actuado simultáneamente, lo que hace que la tarea de identificar sus efectos sobre la inflación sea compleja y sujeta a una gran incertidumbre. No obstante, este ejercicio ofrece una estimación del impacto de los alivios de precios contenidos en el Cuadro R1.1. Se excluyen los alivios en arriendos y en tarifas de servicios públicos, ya que resulta particularmente difícil incorporarlos debido a su heterogeneidad, alcance y complejidad, lo que complica crear una métrica que cuantifique su impacto.

Para aproximar el impacto de los alivios de precios se aplicaron los siguientes pasos:

- Se estableció un índice de precio prepandemia y sin impuestos igual a 100 para todos los rubros de la canasta familiar.
- Se identificó el impuesto promedio de cada uno de los rubros de la canasta familiar en condiciones normales (sin alivios de la pandemia), y se le impuso dicho impuesto al índice del punto i. Por ejemplo, en el caso de un rubro con el IVA del 19%, su índice pasa de 100 a 119 ($= 100 \times 1,19$). Este valor lo relacionamos con febrero de 2020 debido a que fue el mes anterior a la entrada en vigencia de los primeros alivios.
- A los rubros cobijados por los decretos se les eliminó su impuesto a partir del mes en que entra en vigencia su alivio. Los demás rubros mantienen el mismo índice que les corresponde (dependiendo de si tienen impuestos y de su magnitud). Continuando con el ejemplo del rubro con IVA del 19%, si este pertenece a un grupo de alivios, su índice pasa a $100 = 119 / 1,19$. En contraste, si este no tiene alivios, su índice continúa en 119. Cabe anotar que el impacto porcentual bajista del alivio en el rubro del ejemplo es $(100 / 119) - 1 = -15,97\%$.
- En la fecha en que expira el decreto, se restablece el impuesto en el índice correspondiente. En el ejemplo, el índice retorna a 119 ($= 100 \times 1,19$). Esto significa un impacto alcista de $(119 / 100) - 1 = 19,0\%$, lo que exhibe el efecto asimétrico que tienen estas situaciones sobre las variaciones porcentuales de los índices (o niveles) de precios.
- Dado que se aplicaron los anteriores pasos a todos los rubros de la canasta del IPC, finalmente se calculan los índices resultantes para las diferentes subcanastas y para la canasta total a lo largo de los meses. A partir de ello, se calcularon las variaciones porcentuales de interés.

De esta manera, el ejercicio estima un escenario base, donde el impacto de los alivios se transmite de forma completa al IPC, tanto en las rebajas de precios (alivios de impuestos) como en el posterior aumento (caducidad de los alivios). Los resultados se presentan en el Cuadro R1.2, donde se observa que, en este escenario, el impacto de los alivios generaría una caída en el nivel total de precios del 1,78% para junio de 2020 (frente a febrero), pero sería menor para diciembre de 2020 (1,19% frente a febrero).

Cuadro R1.1

Alivios de precios decretados por el Gobierno incorporados en los ejercicios de estimación

Alivio	Decreto y fecha de aplicación	Vigencia
Eliminación temporal del IVA para planes de celular inferiores a COP 71.000.	Decreto 540 del 13 de abril de 2020, Ministerio de Tecnologías de la Información y Comunicaciones	Cuatro meses a partir de la fecha del decreto.
Eliminación temporal del IVA a productos de la salud, higiene corporal y productos de aseo.	Decreto 551 del 15 de abril de 2020, Ministerio de Hacienda y Crédito Público.	Finales de la emergencia sanitaria (por el momento, 31 de agosto de 2020).
Reducción temporal del IVA a pasajes aéreos, del 19% al 5%.	Decreto 575 del 15 de abril de 2020, Ministerio de Transporte.	31 de diciembre de 2021.
Eliminación temporal del impuesto al consumo en los servicios de comida.	Decreto 682 del 21 de mayo de 2020, Ministerio de Hacienda y Crédito Público.	31 de diciembre de 2020.
Eliminación temporal del IVA para los servicios de turismo y hoteleros.	Decreto 789 del 4 de junio de 2020, Ministerio de Hacienda y Crédito Público.	31 de diciembre de 2020.
Rebaja cercana a COP 1.300, en el precio de los combustibles.	Dos decisiones del Ministerio de Minas y Energía en las primeras semanas de marzo de 2020.	Suponemos que se mantiene en todo el horizonte del ejercicio.

Fuente: ministerios mencionados; elaboración de los autores.

Cuadro R1.2

Ejercicio de impacto sobre el IPC de los alivios en precios bajo un escenario de transmisión completa

	Total	SAR	Transables SAR	No transables SAR	Regulados ^{a/}	Alimentos
Impuesto promedio	6,0%	7,5%	16,5%	3,5%	1,6%	4,8%
Índices						
Sin impuesto	100	100	100	100	100	100
Feb-20	106,0	107,5	116,5	103,5	101,6	104,8
Jun-20	104,1	106,2	113,6	102,9	99,0	101,9
Ago-20	104,2	106,4	113,6	103,1	99,0	101,9
Dic-20	104,7	107,2	116,4	103,1	99,0	101,9
Ene-21	105,6	107,5	116,4	103,5	99,0	104,8
Dic-21	105,6	107,5	116,4	103,5	99,0	104,8
Ene-22	105,6	107,5	116,5	103,5	99,0	104,8
Variaciones frente a febrero de 2020 (impacto de alivios frente a nivel de precios inicial)						
(porcentaje)						
Jun-20	-1,78	-1,22	-2,51	-0,57	-2,53	-2,81
Ago-20	-1,69	-1,08	-2,51	-0,35	-2,53	-2,81
Dic-20	-1,19	-0,28	-0,15	-0,35	-2,53	-2,81
Ene-21	-0,39	-0,05	-0,15	0,00	-2,53	0,00
Dic-21	-0,39	-0,05	-0,15	0,00	-2,53	0,00
Ene-22	-0,36	0,00	0,00	0,00	-2,53	0,00

Nota: el nivel de precios de febrero incorpora el impuesto promedio de los rubros que componen cada subcanasta, es decir, es igual al nivel sin impuesto adicionando el impuesto promedio.

a/ Únicamente tiene en cuenta el alivio sobre el precio de los combustibles.

Fuente: DANE; elaboración de los autores.

Esto último tiene implícito parte de los efectos alcistas de estas medidas, producto de la expiración de algunos de los alivios (los relacionados con los planes de celular y con los productos de la salud, higiene corporal y productos de aseo), ya que entre junio y diciembre de 2020 se experimentaría un incremento del 0,60% en el nivel total del IPC. Precisamente, cada vez que expire algún alivio, el ejercicio mostrará un incremento en el nivel de precios. Adicional al ya mencionado, en diciembre de 2020 finalizan los alivios sobre los servicios

de comida, turismo y hoteleros, por lo que en enero de 2021 el índice total de precios aumentaría 0,81% frente a diciembre de 2020. Finalmente, entre diciembre de 2021, y enero de 2022 el índice repuntaría 0,03% debido al retorno del 19% de IVA sobre los pasajes aéreos.

Por otra parte, es relevante destacar que dichos movimientos de los índices conducen a un comportamiento particular de su variación anual. Precisamente, como ya

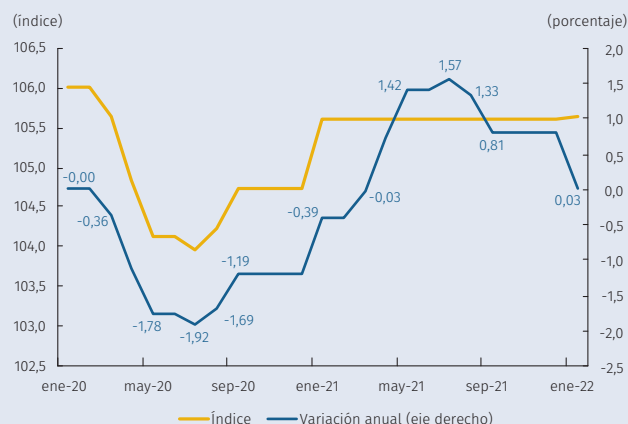
se ha mencionado, los alivios generan un descenso en la variación anual cuando están vigentes, pero también un incremento (mayor al descenso)², primero cuando expiran, y luego cuando el índice con los alivios es utilizado como

base de comparación para el cálculo de la variación anual. Esto lo ilustra el Gráfico R1.1, donde se observan los índices de precios y sus respectivas variaciones anuales para el ejercicio descrito.

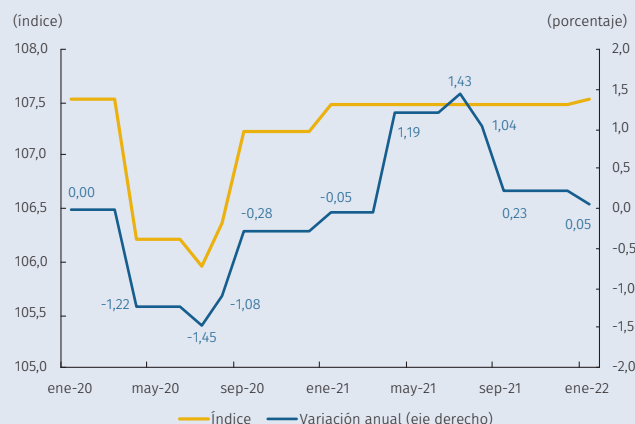
Gráfico R1.1

Ejercicio de impacto de los alivios sobre el IPC y su variación anual bajo un escenario de transmisión completa

A. IPC total



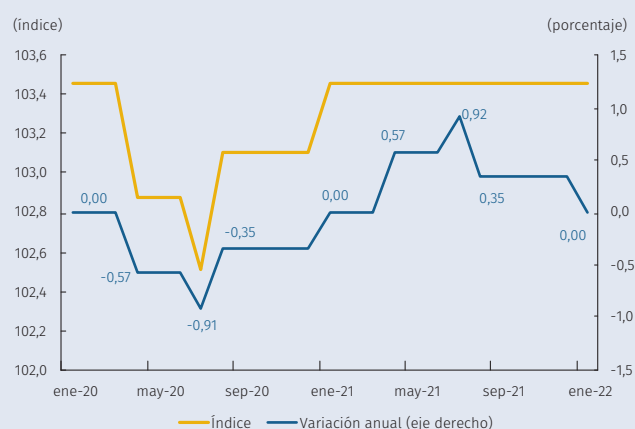
B. IPC sin alimentos ni regulados



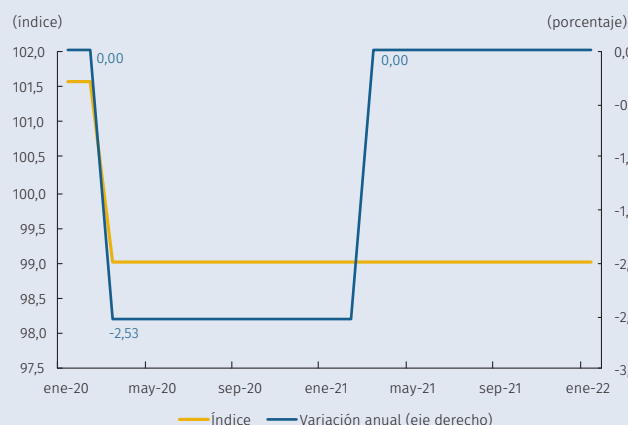
C. IPC transables sin alimentos ni regulados



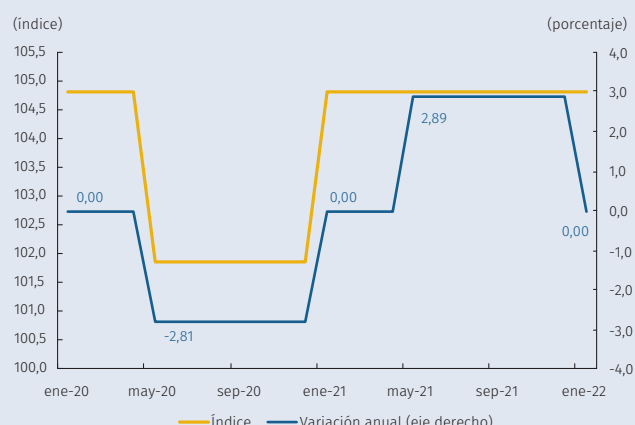
D. IPC no transables sin alimentos ni regulados



E. IPC regulados



F. IPC alimentos



Fuente: DANE; cálculos de los autores.

2 Siempre y cuando no operen otros efectos, como por ejemplo una demanda muy débil que no permita hacer el ajuste.

No obstante, es muy posible que los efectos de la eliminación transitoria de los impuestos indirectos no se transfieran por completo a los precios al consumidor. Si se supone un escenario alternativo, de traspaso del 50%, el IPC total tan solo caería algo menos de un punto porcentual (89 pb) a junio de 2020. Este resultado es similar al de un ejercicio adicional realizado para intentar cuantificar el impacto de los alivios de precios (y del día sin IVA) en la inflación total anual observada en junio de 2020. Dicho ejercicio consistió en mantener hasta junio, para los rubros del IPC con alivios de precios o cobijados por el día sin IVA, el último valor observado de su índice antes de que este registrara caídas dentro de los períodos donde están vigentes los alivios. Con los índices resultantes, se calculó una inflación anual y se comparó con la realmente observada, obteniendo un impacto a la baja de alrededor de 80 pb en junio de 2020. El resultado de este ejercicio adicional también es una aproximación y se debe tener presente que podría estar recogiendo no solo el efecto de los alivios, sino también de otros factores, como la debilidad de la demanda o la dificultad de medición de precios, dadas las prevenciones sanitarias y el cierre de establecimientos.

acá ilustrados, están llenos de incertidumbre por múltiples factores que se sobreponen, tanto de oferta como de demanda, incluidas las dificultades de medición de precios en las actuales circunstancias, por lo cual se desconoce el grado y la extensión exacta de la transmisión al IPC de los alivios a los precios.

3. Estimación del impacto de los días sin IVA sobre el IPC

Por otra parte, el Decreto 682 del 21 de mayo de 2020 del Ministerio de Hacienda estableció la exención del IVA a algunos rubros de consumo e insumos del sector agropecuario para los días 19 de junio, y 3 y 19 de julio. Sin embargo, tres días antes de la realización del último día sin IVA, este fue aplazado, sin que se anunciara una nueva fecha³. Los rubros cobijados dentro de esta exención fueron: vestuario y calzado, complementos de vestuario (maletines, paraguas, gafas, etc.), electrodomésticos, elementos deportivos, juguetes y juegos, útiles escolares y bienes e insumos para el sector agropecuario.

Siguiendo la misma metodología de cálculo del apartado anterior, se estimó el impacto de un día sin IVA sobre el nivel del IPC. El cálculo tiene un rango de incertidumbre amplio porque se desconoce el número de veces que el DANE toma los precios por producto, de tal manera que, si el levantamiento de información es una vez por mes, el impacto estimado se divide por 1 (si esa toma ocurre el día sin IVA), mientras si la toma de información es diaria, el impacto calculado se divide por 30. En consecuencia, se estimó que el impacto de un día sin IVA sobre la variación del IPC total sería una caída de 87 pb con una sola toma de precios al mes, mientras que, con 30 tomas de precios en el mes, el ajuste del IPC total se contraería únicamente 3 pb. En todo caso, se presume que este impacto sería bajo, ya que los bienes beneficiados por el día sin IVA son de alta demanda, por lo cual asumimos que el DANE realiza un levantamiento frecuente de sus precios.

En síntesis, a junio de 2020 se presentó una caída importante de la inflación, entre otras razones, por los diversos alivios de precios implementados por las diferentes autoridades locales o nacionales. No obstante, a partir de agosto se podría esperar algún repunte de la inflación, debido a que empiezan a expirar algunos alivios de precios. Sin embargo, el impacto y la posible trayectoria del IPC y de la inflación

3 El día 16 de julio, mediante el Decreto 1044 del Ministerio del Interior, se suspendió la realización del tercer día sin IVA.

Recuadro 2

Nueva clasificación del Banco de la República de la canasta del IPC y revisión de medidas de inflación básica en Colombia

Edgar Caicedo-García
Nicolás Martínez-Cortés
Eliana R. González-Molano
Ramón Hernández-Ortega
José Vicente Romero
Anderson Grajales-Olarte*

El presente recuadro resume el documento de González y otros (2020)¹, el cual condensa los resultados y las características de la nueva clasificación del IPC y de los nuevos indicadores de inflación básica que serán empleados a partir del cuarto trimestre por el equipo técnico del Banco de la República en sus diversos análisis. Es relevante resaltar que esta desagregación no pretende reemplazar la clasificación oficial del DANE y, a pesar de que será el centro de análisis y seguimiento por parte del equipo técnico del Banco de la República, no limitará la utilización de otras desagregaciones del IPC que permitan profundizar sobre análisis relevantes de coyuntura o de investigación económica.

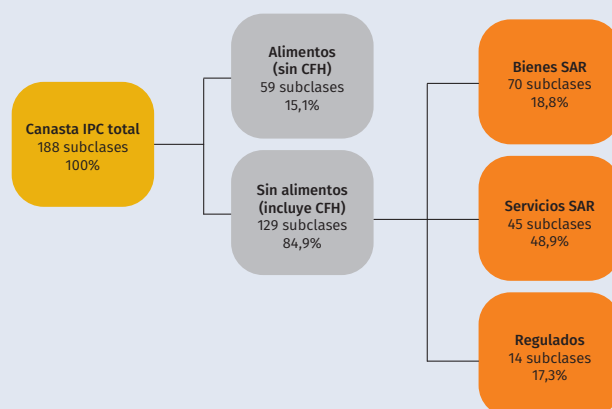
1. Nueva clasificación del Banco de la República de la canasta del IPC

La implementación de la nueva metodología del IPC por parte del DANE a partir de 2019 planteó la necesidad de actualizar la clasificación vigente del Banco de la República. La clasificación propuesta contribuirá a la identificación oportuna de las diferentes presiones inflacionarias, está en armonía con las prácticas internacionales, es compatible con la nomenclatura Coicop (adoptada por el DANE para la producción del IPC a partir de enero de 2019), y es de clara y fácil comunicación. La elaboración de esta nueva desagregación del IPC se basó en un análisis riguroso, guiado por el juicio experto del equipo técnico del Banco de la República, enfocado en la experiencia internacional, la clasificación

Coicop y el análisis del comportamiento de los precios del IPC. También, se apoyó en el estudio de las regulaciones de precios vigentes en la economía colombiana, la información disponible en la matriz oferta-utilización y la relación de las subclases del IPC con posibles variables explicativas utilizando estadísticas y técnicas econométricas (véase el Diagrama R2.1).

Diagrama R2.1

Nueva clasificación del Banco de la República para el IPC



Nota: dentro de cada columna, las canastas son excluyentes, es decir, no comparten subclases. El tercer renglón de cada cuadro de subcanasta indica su peso en el IPC total. CFH: comidas fuera del hogar. SAR: sin alimentos ni regulados.

Fuente: DANE; elaboración de los autores.

En resumen, se plantea una clasificación relativamente similar a la que ha utilizado y publicado en el pasado el Banco de la República (véase Cuadro R2.1), pero con los siguientes cambios principales²:

- Se reemplaza la clasificación de transables SAR y no transables SAR por la de bienes SAR y servicios SAR, respectivamente.
- Se mantienen las subcanastas de regulados y alimentos, pero adoptando los cambios metodológicos de la nomenclatura Coicop, es decir, el grupo de alimentos solamente incluye alimentos perecederos y procesados, y excluye comidas fuera del hogar (CFH), las cuales pasan a ser parte del grupo de servicios SAR.
- En el segmento de regulados se incluyen los servicios de educación preescolar, primaria y media, entre otros.

En esta clasificación, servicios SAR tiene un papel predominante, con 48,9% de representación en el IPC total (dentro del cual sobresalen los rubros relacionados con los arriendos, con 25,2% del IPC total), mientras que alimentos pesa el 15,1%, siendo la subcanasta con menor participación en el IPC total (véase Cuadro R2.1). Por último, otra característica de esta clasificación es que facilita desagregaciones adicionales más intuitivas, claras y fáciles de comunicar que la clasificación que actualmente se utiliza, toda vez que resulta más sencillo hablar de bienes o servicios transables o no transables, que de rubros no transables afectados por tipo de cambio.

* Los autores pertenecen al Departamento de Programación e Inflación, al Departamento Técnico y de Información Económica, y al Departamento de Modelos Macroeconómicos, del Banco de la República; las opiniones son de su exclusiva responsabilidad y no reflejan necesariamente las del Banco de la República ni la de su Junta Directiva.

1 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>.

2 Para mayor detalle, la clasificación de cada subclase del IPC se presenta en el Anexo 4: Detalle de la nueva clasificación del Banco de la República y su correlativa con la anterior, del documento base (González y otros, 2020).

Cuadro R2.1

Comparativa entre la anterior y la nueva clasificación del Banco de la República para el IPC

Clasificación anterior			Clasificación nueva		
Grupo	Peso en el total (porcentaje)	Número de subclases	Grupo	Peso en el total (porcentaje)	Número de subclases
Alimentos (con CFH)	23,8	64	Alimentos (sin CFH)	15,1	59
Sin alimentos	76,2	124	Sin alimentos	84,9	129
Transables SAR	19,2	71	Bienes SAR	18,8	70
No transables SAR	42,3	44	Servicios SAR	48,9	45
Regulados	14,7	9	Regulados	17,3	14

CFH: comidas fuera del hogar.
SAR: sin alimentos ni regulados.
Fuente: DANE; elaboración de los autores.

Para ilustrar los cambios se elaboró una comparación gráfica entre la evolución de la variación anual de las subcanastas de la anterior y la nueva clasificación (Gráfico R2.1).

2. Revisión de medidas de inflación básica en Colombia y actualización de las empleadas por el Banco de la República

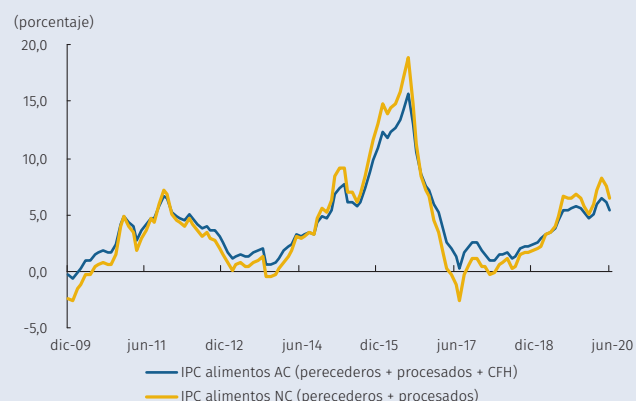
El reciente cambio de canasta por parte del DANE incluyó una actualización de los patrones de consumo de los hogares,

lo cual puede llevar a que los indicadores de inflación básica también requieran una actualización. Como respuesta a lo anterior, se construyeron cerca de cincuenta medidas de inflación básica, incluidas las que el Banco sigue en la actualidad, y se evaluaron de acuerdo con los criterios de selección más utilizados por la literatura internacional. Los resultados indican que no existe un mejor indicador, en términos absolutos, en todas las dimensiones consideradas. En ese sentido, las cuatro medidas de inflación básica que actualmente utiliza el Banco muestran un desempeño rela-

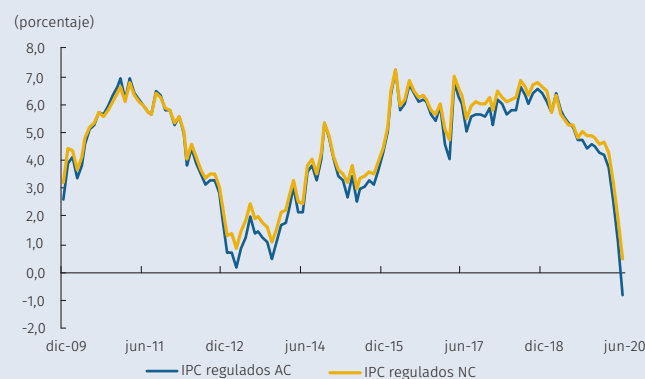
Gráfico R2.1

Comparación gráfica de la anterior (AC) y la nueva clasificación (NC) del Banco de la República (variación anual)

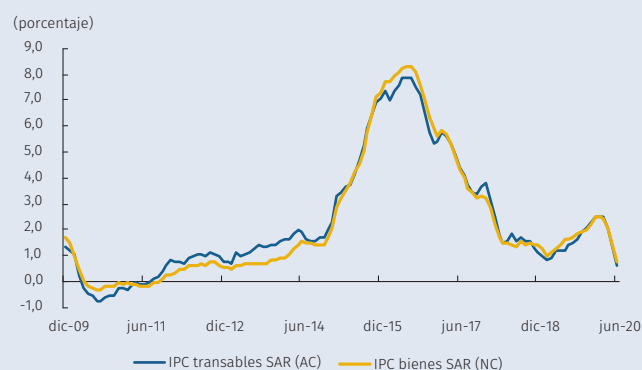
A. IPC alimentos



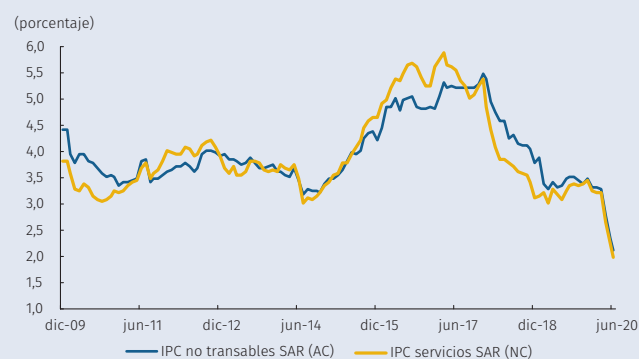
B. IPC regulados



C. IPC bienes e IPC transables, sin alimentos ni regulados (SAR)



D. IPC servicios e IPC no transables, sin alimentos ni regulados (SAR)



Fuente: DANE; cálculos de los autores.

tivamente bueno al comparar sus propiedades con las de un amplio conjunto de indicadores de inflación básica.

El ejercicio consistió en la selección y análisis de diversos tipos de indicadores de inflación básica, que no solamente cumplieran con los criterios técnicos, sino que también: 1) fueran fáciles de interpretar y replicar, y 2) no presenten revisiones frecuentes. Aunque estos dos criterios no indican necesariamente que la medida sea la apropiada, sí garantizan una mejor comunicación. En este contexto, las medidas construidas se agruparon en tres conjuntos: medidas de exclusión (no contemplan algunos rubros de gasto para construir un índice agregado de precios), medidas núcleo (excluyen las subclases de la canasta del IPC cuyos precios han sido más volátiles durante un período determinado) y medidas de precios rígidos con exclusión (buscan una canasta de precios rígidos, entendidos como aquellos que permanecen inalterados durante un mayor período). Adicionalmente, se consideró la mediana de la variación anual (es un registro mensual de la inflación anual de la subclase que, en ese mes, y ordenando por las variaciones de menor a mayor, se encuentra en el 50% de la ponderación acumulada), la

cual no se encuentra afectada por los cambios extremos de precios³.

Posteriormente, se analizaron dichos indicadores bajo criterios deseables: 1) insesgamiento, 2) varianza menor que la inflación total, 3) seguimiento del componente de largo plazo, estimado de dos maneras: mediante el filtro de Kalman y como un promedio móvil centrado, 4) buena capacidad de pronóstico de la inflación total (evaluada a horizontes de seis y doce meses), 5) relación con sus determinantes macroeconómicos (curvas de Phillips y correlaciones cruzadas con la brecha y el desempleo), y 6) poca reacción ante choques de oferta transitorios.

Los resultados de la evaluación se presentan en el Cuadro R2.2, en el que se seleccionaron los once mejores indicadores,

3 Para mayor detalle, la lista de indicadores evaluados se presenta en el Anexo 6: Medidas de inflación básica evaluadas, del documento base (González y otros, 2020).

Cuadro R2.2
Resultados de evaluación de medidas de inflación básica

Dimensión/ Indicador	Sin alimentos DANE ni regulados	Sin alimentos DANE ni regulados 2019 ^{a/}	Núcleo 10 (p08)	Núcleo 15 (p08)	Sin alimentos Banrep ni regulados	Criterio experto	Sin alimentos Banrep	Sin alimentos DANE	Núcleo 30 (p08)	IPC sin alimentos perecederos ni combustibles ni servicios públicos	Núcleo 20 (p98)
Correlaciones cruzadas (Brecha)	1	1	2	3	1	1	2	3	3	2	3
Correlaciones cruzadas (desempleo)	1	1	3	3	1	2	2	2	4	3	3
Curva de Phillips	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Inssegamiento	3	3	1	1	3	3	2	1	2	3	3
Varianza	2	2	2	2	2	2	2	2	2	3	2
Seguimiento de LP 1	3	3	2	2	3	2	2	2	3	2	3
Seguimiento de LP 2	2	3	2	2	3	3	2	2	3	2	2
Capacidad de pronóstico H = 6	2	2	2	2	2	2	4	4	2	3	1
Capacidad de pronóstico H = 12	2	3	2	2	2	3	3	3	2	3	2
Choque de oferta	2	1	4	3	3	2	2	2	1	1	3
Puntaje	19	20	21	21	21	21	22	22	23	23	23
Ranking	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11

Notas:

- Alimentos Banrep se refiere a alimentos perecederos, procesados y comidas fuera del hogar.

- Alimentos DANE se refiere a alimentos perecederos y procesados.

- Regulados se refiere a la clasificación anterior de regulados.

- Como un ejercicio adicional de robustez, se construyó un indicador de inflación básica utilizando un criterio de experto (columna Criterio experto). En este indicador se seleccionaron las subclases que fueran más sensibles a la demanda y se excluyeron las afectadas, en opinión de los autores, por choques transitorios.

a/ Se refiere a la nueva clasificación para los regulados propuesta en este recuadro.

Fuente: fuentes externas al Banco de la República; elaboración de los autores.

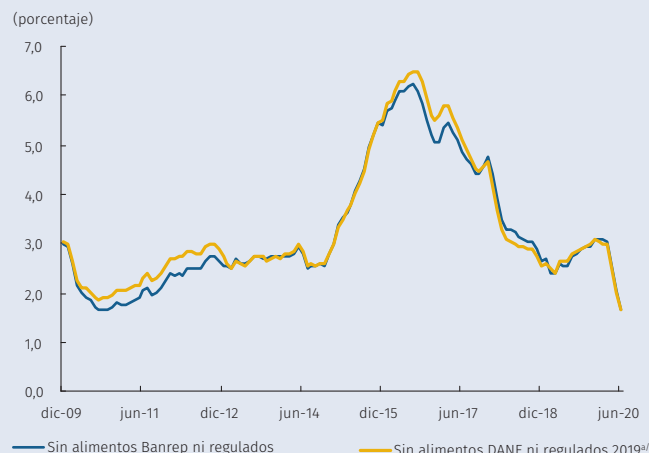
ranqueados de acuerdo con la puntuación final⁴. En el cuadro los indicadores de inflación básica que actualmente son publicados por el Banco de la República están resaltados en gris, mientras que los que se proponen en este documento están resaltados en azul.

En conclusión, a pesar de que no se encontró un solo indicador de inflación básica que sea mejor en términos absolutos en todas las dimensiones utilizadas para evaluarlos, se propone cambiar las medidas que ha venido siguiendo el Banco por indicadores que representan los cambios más recientes en el IPC (2019), ya que consideran la actualización a la nomenclatura Coicop, y así facilitan la comunicación de su comportamiento y la comparabilidad con la inflación total y otras subcanastas. De esta manera, los indicadores seleccionados para reemplazar los vigentes fueron: el IPC sin alimentos (IPC excluyendo perecederos y procesados), IPC sin alimentos ni regulados (IPC excluyendo perecederos, procesados y la nueva definición de regulados) y el núcleo 15 (excluye los rubros que están en el 15% de la ponderación más volátil de la canasta del IPC). Finalmente, en el Gráfico R2.2 se hace una comparación gráfica entre la evolución de las inflaciones básicas que ha seguido el Banco de la República y las que se proponen en este documento.

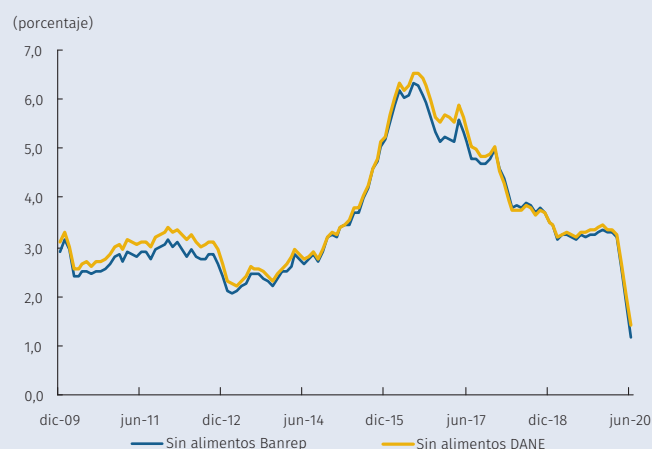
Gráfico R2.2

Comparación gráfica entre anteriores y nuevos indicadores de inflación básica del Banco de la República (variación anual)

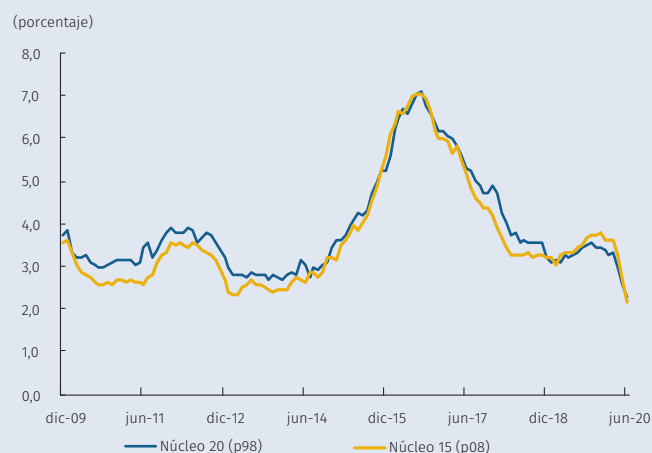
A. IPC sin alimentos ni regulados



B. IPC sin alimentos



C. Núcleo



4 Se emplea el siguiente procedimiento de puntuación para la evaluación de los indicadores de inflación básica: a) cada indicador se califica según su desempeño en cada una de las dimensiones evaluadas, asignando puntuaciones entre 1 (mejor desempeño o cumplimiento del criterio) y 4 (incumplimiento del criterio); b) la puntuación final para cada indicador es la suma de las calificaciones obtenidas en las todas dimensiones. Así, las medidas de inflación básica que muestren un mejor desempeño serán las que tengan las puntuaciones más bajas.

Nota: alimentos Banco de la República se refiere a alimentos perecederos, procesados y comidas fuera del hogar. Alimentos DANE se refiere a alimentos perecederos y procesados. Regulados se refiere a la clasificación anterior de regulados. a/ Se refiere a la nueva clasificación para los regulados propuesta en este recuadro. Fuente: DANE; cálculos de los autores.

Anexo 1

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

	Unidades	Jul-20	Dic-20	Jul-21	Dic-21	Jul-22
IPC total	Variación mensual (media)	-0,13	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.
IPC sin alimentos	Variación mensual (media)	-0,14	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.
IPC total	Variación anual, fin de período (media)	1,84 ^{c/}	1,89	2,85	2,91	3,07
IPC sin alimentos	Variación anual, fin de período (media)	0,87 ^{c/}	1,24	2,51	2,59	2,76
Tasa de cambio nominal	Pesos por dólar, fin de período	3.650	3.695	3.600	3.545	3.460
Tasa de política	Porcentaje, fin del período	2,25	2,00	2,25	2,75	3,25

	Unidades	II trim. 2020	III trim. 2020	IV trim. 2020	2020	I trim. 2021	II trim. 2021	III trim. 2021	IV trim. 2021	2021	I trim. 2022	II trim. 2022
PIB	Variación anual ^{d/}	-13,0	-6,5	-3,1	-5,4	-0,5	6,5	3,6	3,0	3,1	3,1	3,2
Desempleo	Trece ciudades, fin de período	22,0	20,5	18,8	18,8	18,4	17,5	16,0	15,0	15,0	15,2	14,3
IBR (90 días)	Fin de período	n. a.	2,0	2,0	2,0	2,0	2,1	2,3	2,5	2,5	2,9	3,0
DTF	Fin de período	n. a.	3,0	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	3,0	3,0	3,3	3,4
Deficit fiscal (GNC)	Porcentaje del PIB	n. a.	n. d.	n. d.	-8,2	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	-5,5	n. d.	n. d.
Deficit de la cuenta corriente	Porcentaje del PIB	n. d.	n. d.	n. d.	-4,0	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	-4,0	n. d.	n. d.

a/ A partir de este informe se suspende la realización del sondeo a analistas macroeconómicos locales y extranjeros y se presentan los datos correspondientes a los resultados de la *Encuesta Mensual de Analistas Económicos* (EME) del Banco de la República.

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 e IPC sin alimentos, que corresponden al promedio.

c/ Datos calculados con base en los resultados de la *Encuesta mensual de analistas económicos* del Banco de la República.

d/ La variación del año completo se obtiene a partir de la respuesta mediana para cada uno de los trimestres.

n. d.: no disponible

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

Fuente: Banco de la República (*Encuesta mensual de expectativas de analistas económicos*).

Anexo 2

Principales variables del pronóstico macroeconómico

		Años											
		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Variables exógenas													
Externas ^{a/}													
PIB socios comerciales ^{b/}	Porcentaje, variación anual, corregido por estacionalidad	4,8	5,0	4,0	3,6	2,8	2,1	1,6	2,6	2,5	1,4	-8,2	4,8
Precio del petróleo (referencia Brent)	Dólares por barril, promedio del período	80	111	112	109	99	54	45	55	72	64	41	51
Tasa de interés efectiva de fondos federales (Fed)	Porcentaje, promedio del período	0,18	0,1	0,14	0,11	0,09	0,13	0,4	1,0	1,83	2,16	0,39	0,12
Credit Default Swaps a 5 años para Colombia	Puntos básicos, promedio del período	135	131	119	113	101	184	212	129	114	99	159	166
Internas													
Tasa de interés real neutral para Colombia	Porcentaje, promedio del período	1,6	1,4	1,3	0,9	0,9	1,1	1,3	1,1	1,3	1,2	1,3	1,5
PIB potencial para Colombia (tendencial)	Porcentaje, variación anual	4,5	4,6	4,5	4,4	4,1	3,4	2,8	2,5	2,5	2,6	-2,6	1,6
Variables endógenas													
Precios													
IPC total	Porcentaje, variación anual, fin del período	3,17	3,73	2,44	1,94	3,66	6,77	5,75	4,09	3,18	3,80	1,50	2,30
IPC sin alimentos ^{c/}	Porcentaje, variación anual, fin del período	2,82	3,13	2,40	2,36	3,26	5,17	5,14	5,01	3,48	3,37		
IPC de transables	Porcentaje, variación anual, fin del período	-0,29	0,80	0,77	1,40	2,03	7,09	5,31	3,79	1,09	2,24		
IPC no transables	Porcentaje, variación anual, fin del período	3,52	3,63	3,92	3,76	3,38	4,21	4,85	5,49	3,79	3,49		
IPC regulados	Porcentaje, variación anual, fin del período	6,64	5,81	1,91	1,05	4,84	4,28	5,44	5,86	6,37	4,48		
IPC alimentos ^{d/}	Porcentaje, variación anual, fin del período	4,09	5,27	2,52	0,86	4,69	10,85	7,22	1,92	2,43	5,20		
IPC perecederos	Porcentaje, variación anual, fin del período	10,96	7,73	-3,90	-0,16	16,74	26,03	-6,63	5,84	8,88	8,66		
IPC procesados	Porcentaje, variación anual, fin del período	2,31	4,50	2,83	-0,24	2,54	9,62	10,74	-0,91	-0,08	5,04		
IPC comidas fuera del hogar	Porcentaje, variación anual, fin del período	4,52	5,60	4,90	3,26	3,51	5,95	8,54	5,21	3,68	4,18		
Indicadores de inflación básica													
IPC sin alimentos	Porcentaje, variación anual, fin del período	2,82	3,13	2,40	2,36	3,26	5,17	5,14	5,01	3,48	3,37		
IPC núcleo 20	Porcentaje, variación anual, fin del período	3,17	3,92	3,23	2,72	3,42	5,22	6,18	4,87	3,23	3,42		
IPC sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos	Porcentaje, variación anual, fin del período	2,65	3,18	3,02	2,19	2,76	5,93	6,03	4,02	2,76	3,46		
IPC sin alimentos ni regulados ^{e/}	Porcentaje, variación anual, fin del período	1,80	2,38	2,55	2,74	2,81	5,42	5,05	4,76	2,64	3,10	1,21	2,50
Promedio de todos los indicadores de inflación básica	Porcentaje, variación anual, fin del período	2,61	3,15	2,80	2,50	3,06	5,43	5,60	4,66	3,03	3,34		
TRM	Pesos por dólar, promedio del período	1.899	1.848	1.798	1.869	2.001	2.742	3.055	2.951	2.956	3.281		
Brecha inflacionaria de la tasa de cambio real	Porcentaje, promedio del período	-3,2	-1,6	-3,3	-1,0	-0,5	9,1	2,2	-1,8	-0,8	3,5		
Actividad económica													
Producto interno bruto	Porcentaje, variación anual, daec	4,5	6,9	3,9	5,1	4,5	3,0	2,1	1,4	2,5	3,3	-8,5	4,1
Gasto de consumo final	Porcentaje, variación anual, daec	5,1	5,7	5,5	5,4	4,3	3,4	1,6	2,3	3,7	4,4	.	.
Gasto de consumo final de los hogares	Porcentaje, variación anual, daec	5,1	5,5	5,6	4,6	4,2	3,1	1,6	2,1	3,0	4,5	.	.
Gasto de consumo final del Gobierno general	Porcentaje, variación anual, daec	5,2	6,5	4,8	8,9	4,7	4,9	1,8	3,6	7,0	4,3	.	.
Formación bruta de capital	Porcentaje, variación anual, daec	9,6	18,5	2,9	7,8	12,0	-1,2	-0,2	-3,2	2,1	4,0	.	.
Formación bruta de capital fijo	Porcentaje, variación anual, daec	7,1	12,2	3,3	8,5	9,2	2,8	-2,9	1,9	1,5	4,3	.	.
Vivienda	Porcentaje, variación anual, daec	-3,8	2,4	-0,7	6,4	10,4	9,5	-0,2	-1,9	-0,4	-7,4	.	.
Otros edificios y estructuras	Porcentaje, variación anual, daec	5,1	-0,9	4,4	12,3	9,6	10,2	0,0	4,6	-3,3	4,2	.	.
Maquinaria y equipo	Porcentaje, variación anual, daec	15,6	29,3	4,0	4,8	9,2	-9,3	-7,9	1,4	9,4	13,9	.	.
Recursos biológicos cultivados	Porcentaje, variación anual, daec	2,8	11,2	-5,7	6,6	-1,3	2,3	13,1	0,3	5,6	0,5	.	.
Productos de propiedad intelectual	Porcentaje, variación anual, daec	-0,5	13,1	8,0	19,6	5,1	1,3	-12,0	1,2	1,5	2,6	.	.
Demanda interna	Porcentaje, variación anual, daec	6,0	8,4	4,9	5,9	6,0	2,4	1,2	1,1	3,4	4,3	.	.
Exportaciones	Porcentaje, variación anual, daec	2,1	12,3	4,5	4,7	-0,3	1,7	-0,2	2,6	0,9	2,6	.	.
Importaciones	Porcentaje, variación anual, daec	10,8	20,2	9,4	8,5	7,8	-1,1	-3,5	1,0	5,8	8,1	.	.
Brecha del producto ^{f/}	Porcentaje	-1,7	0,6	0,0	0,6	1,0	0,5	-0,2	-1,3	-1,3	-0,6	-6,8	-4,4
Indicadores coyunturales													
Producción real de la industria	Porcentaje, variación anual, corregido por estacionalidad	4,1	4,7	-0,2	-1,3	1,7	2,1	3,5	0,0	2,9	1,3	.	.
Ventas del comercio al por menor, sin combustibles	Porcentaje, variación anual, corregido por estacionalidad	8,0	7,8	4,1	4,7	8,4	6,4	2,0	-0,1	5,4	8,1	.	.
Producción de café	Porcentaje, variación anual producción acumulada del período	14,2	-12,5	-0,8	40,6	11,5	16,8	0,4	-0,3	-4,5	8,8	.	.
Producción de petróleo	Porcentaje, variación anual, promedio del período	17,1	16,5	3,2	6,6	-1,9	1,6	-11,7	-3,7	1,4	2,4	.	.
Mercado laboral ^{g/}													
Total nacional													
Tasa de desempleo	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período	11,8	10,8	10,4	9,6	9,1	8,9	9,2	9,4	9,7	10,5	.	.
Tasa de ocupación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período	55,4	56,8	57,8	58,0	58,4	59,0	58,5	58,4	57,8	56,6	.	.
Tasa global de participación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período	62,7	63,7	64,5	64,2	64,2	64,7	64,5	64,4	64,0	63,3	.	.
Trece ciudades y áreas metropolitanas													
Tasa de desempleo	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período	12,4	11,4	11,2	10,6	9,9	9,8	10,0	10,6	10,8	11,2	.	.
Tasa de ocupación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período	57,6	59,1	60,1	60,3	61,2	61,4	60,7	59,9	59,2	58,6	.	.
Tasa global de participación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período	65,7	66,7	67,6	67,5	67,9	68,0	67,5	67,0	66,4	66,0	.	.
Balanza de pagos ^{h/i/}													
Cuenta corriente (A + B + C)	Millones de dólares	-8.732	-9.803	-11.362	-12.501	-19.764	-18.564	-12.036	-10.241	-13.117	-13.740	-10.014	-10.806
Porcentaje del PIB	Porcentaje, términos nominales	-3,0	-2,9	-3,1	-3,3	-5,2	-6,3	-4,2	-3,3	-3,9	-4,3	-3,7	-3,8
A. Bienes y servicios	Millones de dólares	-2.164	636	-1.187	-3.164	-11.863	-18.267	-12.705	-8.447	-8.996	-12.256	-10.920	-10.498
B. Ingreso primario (renta de los factores)	Millones de dólares	-11.228	-15.490	-15.008	-14.224	-12.523	-5.727	-5.229	-8.405	-11.764	-10.189	-6.161	-8.160
C. Ingresos secundarios (transferencias corrientes)	Millones de dólares	4.659	5.051	4.833	4.887	4.622	5.430	5.898	6.611	7.643	8.704	7.067	7.852
Cuenta financiera (A + B + C + D)	Millones de dólares	-9.332	-8.707	-11.553	-11.740	-19.292	-18.244	-12.273	-9.558	-12.415	-13.051		
Porcentaje del PIB	Porcentaje, términos nominales	-3,3	-2,6	-3,1	-3,1	-5,1	-6,2	-4,3	-3,1	-3,7	-4,0		
A. Inversión extranjera (i + ii)	Millones de dólares	-947	-6.227	-15.646	-8.558	-12.270	-7.506	-9.330	-10.147	-6.409	-11.342		
i. Extranjera en Colombia (IED)	Millones de dólares	6.430	14.647	15.040	16.210	16.169	11.724	13.848	13.837	11.535	14.572		
ii. Colombiana en el exterior	Millones de dólares	5.483	8.420	-606	7.652	3.899	4.218	4.517	3.690	5.126	3.230		
B. Inversión de cartera	Millones de dólares	88	-6.171	-4.769	-7.438	-11.565	-9.166	-4.839	-1.617	1.297	298		
C. Otra inversión (préstamos, otros créditos y derivados)	Millones de dólares	-11.615	-51	3.457	-2.690	106	-1.987	1.731	1.661	-8.490	-5.339		
D. Activos de reserva	Millones de dólares	3.142	3.742	5.406	6.946	4.437	415	165	545	1.187	3.333		
Errores y omisiones (E Y O)	Millones de dólares	-599	1.096	-190	761	472	320	-237	683	702	689		
Tasas de interés													
Tasa de política	Porcentaje, promedio del período	3,2	4,0	5,0	3,4	3,9	4,7	7,1	6,1	4,4	4,3		
Tasa de política esperada por analistas ^{j/}	Porcentaje, promedio del período	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2,9	2,2
IBR overnight	Porcentaje, promedio del período	3,2	4,1	5,0	3,4	3,8	4,7	7,1	6,1	4,3	4,3	.	.
Tasa de interés comercial	Porcentaje, promedio del período	7,6	9,0	10,3	8,7	8,7	9,4	12,8	11,1	9,3	8,8	.	.
Tasa de interés de consumo	Porcentaje, promedio del período	18,0	18,2	19,2	17,9	17,3	17,2	19,2	19,4	17,9	16,5	.	.
Tasa hipotecaria	Porcentaje, promedio del período	13,1	13,0	13,2	11,1	11,1	11,0	12,4	11,6	10,6	10,4	.	.

daec: desestacionalizado y ajustado por efectos calendario.

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

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 primeros 21 socios comerciales (sin Venezuela) ponderados por las exportaciones no tradicionales de Colombia en dólares.

c/ Cálculos del Banco de la República con la nueva metodología; excluye la división de alimentos y las subclases correspondientes a comidas fuera del hogar.

d/ Cálculos del Banco de la República con la nueva metodología; incluye la división de alimentos y las subclases correspondientes a comidas fuera del hogar.

e/ Cálculos del Banco de la República con clasificaciones provisionales.

f/ Se refiere a la diferencia entre el PIB observado y el potencial (tendencial) que resulta del modelo 4GM.

g/ Corresponde al promedio anual de las cifras mensuales desestacionalizadas.

h/ 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>.

i/ Los resultados para 2018 y 2019 son preliminares.

j/ Corresponde a la mediana de las proyecciones de los analistas. Estas proyecciones son calculadas tomando el promedio trimestral de las respuestas mensuales de la encuesta de expectativas de analistas económicos realizada por el Banco de la República en julio de 2020.

			2016				2017						
			T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Variables exógenas													
Externas ^{4/}													
PIB socios comerciales ^{5/}			Porcentaje, variación trimestral anualizada, corregido por estacionalidad	1,5	2,0	2,0	2,6	2,6	2,8	3,2	3,0		
Precio del petróleo (referencia Brent)			Dólares por barril, promedio del período	35	47	47	51	55	51	52	62		
Tasa de interés efectiva de fondos federales (Fed)			Porcentaje, promedio del período	0,36	0,37	0,40	0,45	0,70	0,95	1,15	1,20		
Credit Default Swaps a 5 años para Colombia			Puntos básicos, promedio del período	266	225	179	180	144	130	127	113		
Internas													
Tasa de interés real neutral para Colombia			Porcentaje, promedio del período										
PIB potencial para Colombia (tendencial)			Porcentaje, variación anual										
Variables endógenas													
Precios													
IPC total			Porcentaje, variación anual, fin del período	7,98	8,60	7,27	5,75	4,69	3,99	3,97	4,09		
IPC sin alimentos ^{1/}			Porcentaje, variación anual, fin del período	6,20	6,31	5,92	5,14	5,13	5,12	4,71	5,01		
IPC de transables			Porcentaje, variación anual, fin del período	7,38	7,90	7,20	5,31	5,59	4,41	3,41	3,79		
IPC no transables			Porcentaje, variación anual, fin del período	4,83	4,97	4,85	4,85	5,33	5,21	5,21	5,49		
IPC regulados			Porcentaje, variación anual, fin del período	7,24	6,71	6,19	5,44	4,05	6,01	5,68	5,86		
IPC alimentos ^{1/}			Porcentaje, variación anual, fin del período	12,35	14,28	10,61	7,22	1,65	1,37	2,22	1,92		
IPC perecederos			Porcentaje, variación anual, fin del período	27,09	34,94	6,66	-6,63	-13,09	-14,72	-0,32	5,84		
IPC procesados			Porcentaje, variación anual, fin del período	10,83	12,09	12,56	10,74	6,28	3,29	0,84	-0,91		
IPC comidas fuera del hogar			Porcentaje, variación anual, fin del período	7,53	8,11	9,18	8,54	8,94	7,62	6,01	5,21		
Indicadores de inflación básica													
IPC sin alimentos			Porcentaje, variación anual, fin del período	6,20	6,31	5,92	5,14	5,13	5,12	4,71	5,01		
IPC núcleo 20			Porcentaje, variación anual, fin del período	6,48	6,82	6,73	6,18	6,01	5,31	4,87	4,87		
IPC sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos			Porcentaje, variación anual, fin del período	6,57	6,77	6,65	6,03	5,61	5,07	4,31	4,02		
IPC sin alimentos ni regulados ^{4/}			Porcentaje, variación anual, fin del período	5,91	6,20	5,84	5,05	5,44	4,87	4,44	4,76		
Promedio de todos los indicadores de inflación básica			Porcentaje, variación anual, fin del período	6,29	6,42	6,29	5,62	5,09	4,58	4,58	4,66		
TRM			Pesos por dólar, promedio del período	3,263	2,993	2,949	3,016	2,924	2,920	2,975	2,986		
Brecha inflacionaria de la tasa de cambio real			Porcentaje, promedio del período	10,7	-0,1	-2,0	0,3	-3,2	-3,2	-0,7	-0,1		
Actividad económica													
Producto interno bruto			Porcentaje, variación anual, daec	2,2	2,2	1,5	2,4	1,3	1,6	1,1	1,4		
Gasto de consumo final			Porcentaje, variación anual, daec	1,3	1,5	0,1	3,7	2,3	2,1	2,9	2,0		
Gasto de consumo final de los hogares			Porcentaje, variación anual, daec	2,3	1,4	0,7	1,9	1,6	2,0	2,6	2,0		
Gasto de consumo final del Gobierno general			Porcentaje, variación anual, daec	-0,3	1,4	-2,5	9,5	3,1	3,1	3,5	4,8		
Formación bruta de capital			Porcentaje, variación anual, daec	4,0	4,8	-1,5	-7,4	-3,4	-2,8	-5,5	-1,1		
Formación bruta de capital fijo			Porcentaje, variación anual, daec	-0,7	-4,1	-7,4	0,8	-1,0	1,6	5,8	1,2		
Vivienda			Porcentaje, variación anual, daec	-6,8	0,3	-5,4	12,3	-5,4	4,3	-4,4	-11,9		
Otros edificios y estructuras			Porcentaje, variación anual, daec	3,5	0,8	-5,5	1,5	2,0	3,3	9,3	4,0		
Maquinaria y equipo			Porcentaje, variación anual, daec	-4,7	-11,4	-6,5	-8,7	-6,4	-2,1	6,3	8,4		
Recursos biológicos cultivados			Porcentaje, variación anual, daec	4,4	15,2	15,6	17,0	17,1	-0,8	-11,1	-1,6		
Productos de propiedad intelectual			Porcentaje, variación anual, daec	-0,7	-12,1	-14,4	-13,8	-3,5	1,8	3,9	2,7		
Demanda interna			Porcentaje, variación anual, daec	2,3	1,9	2,5	1,5	1,1	1,1	1,3	1,0		
Exportaciones			Porcentaje, variación anual, daec	-7,5	-6,1	-1,0	1,5	1,1	5,2	3,6	0,0		
Importaciones			Porcentaje, variación anual, daec	-2,6	-2,5	-7,0	-1,9	1,4	2,1	0,4	0,3		
Brecha del producto ^{1/}			Porcentaje										
Indicadores coyunturales													
Producción real de la industria			Porcentaje, variación anual, corregido por estacionalidad	5,8	4,1	2,3	1,9	-0,4	-0,6	1,0	0,1		
Ventas del comercio al por menor, sin combustibles			Porcentaje, variación anual, corregido por estacionalidad	3,8	2,0	0,0	2,3	-1,7	0,0	1,5	-0,3		
Producción de café			Porcentaje, variación anual producción acumulada del período	8,9	1,1	-12,2							

44

45