
INFORME DE **POLÍTICA MONETARIA**

ISSN - 2711 - 1164



10/
2020



Octubre de 2020

INFORME DE **POLÍTICA MONETARIA**

* Presentado por el equipo técnico a la Junta Directiva, para su reunión del 30 de octubre de 2020

Actualización 11 de noviembre de 2020

Esta nueva versión incorpora los dos siguientes Recuadros:

- Recuadro 1: **Evaluación de la capacidad predictiva de las expectativas de inflación**
- Recuadro 2: **Determinantes de los flujos de portafolio hacia economías emergentes: ¿qué dice la literatura?**

Además, contiene correcciones de tipo ortotipográfico que no alteran la información presentada anteriormente.

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



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 del Departamento de Programación e Inflación

Celina Gaitán

Sergio Restrepo

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

(*) 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; Deicy Cristiano, Julián Cárdenas, Isleny Carranza y Ramón Hernández, profesionales 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

1. Resumen /9
 - 1.1 Resumen macroeconómico /9
 - 1.2 Decisión de política monetaria /11
 2. Pronósticos macroeconómicos y análisis de riesgos /12
 - 2.1 Contexto externo /12
 - 2.2 Proyecciones macroeconómicas /17
 3. Situación económica actual /27
 - 3.1 Situación económica actual /27
 - 3.2 Crecimiento y demanda interna /30
 - 3.3 Mercado laboral /33
 - 3.4 Mercado financiero y monetario /35
-

Recuadro 1: Evaluación de la capacidad predictiva de las expectativas de inflación /38

Recuadro 2: Determinantes de los flujos de portafolio hacia economías emergentes: ¿qué dice la literatura? /44

Anexo 1: Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros /47

Anexo 2: Principales variables del pronóstico macroeconómico /49

Índice de gráficos

Gráfico 1.1 Producto interno bruto anual /9

Gráfico 1.2 Índice de precios al consumidor (IPC) /11

Gráfico 1.3 Supuesto del PIB de los socios comerciales /11

Gráfico 1.4 Tasa de interés de política, TIB e IBR /11

Gráfico 2.1 Índice de las medidas de confinamiento y aislamiento social /12

Gráfico 2.2 Producción industrial de algunas economías avanzadas e indicadores de comercio mundial /12

Gráfico 2.3 Supuesto del PIB trimestral real de socios comerciales /13

Gráfico 2.4 Tasa de desempleo y confianza del consumidor /13

Gráfico 2.5 Reporte de movilidad hacia lugares como restaurantes, centros comerciales, cines, entre otros /13

Gráfico 2.6 Condiciones empresariales y actividad económica de algunas de las principales economías /14

Gráfico 2.7 Actividad económica y precios de algunos bienes básicos exportados por los países de la región /14

Gráfico 2.8 Supuesto del precio promedio trimestral del petróleo /15

Gráfico 2.9 Términos de intercambio de algunos países de la región /15

Gráfico 2.10 Volatilidad financiera y flujos de inversión extranjera /16

Gráfico 2.11 Supuesto trimestral de la tasa de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos /16

Gráfico 2.12 Supuesto trimestral de la prima de riesgo de Colombia (CDS) /16

Gráfico 2.13 Comportamiento de la tasa de cambio nominal y de la prima de riesgo (CDS a cinco años) para algunos países de América Latina /17

Gráfico 2.14 Índice de precios al consumidor (IPC) /18

Gráfico 2.15 Brecha inflacionaria de la TCR trimestral /18

Gráfico 2.16 IPC sin alimentos ni regulados /18

Gráfico 2.17 IPC de regulados /19

Gráfico 2.18 IPC de alimentos /19

Gráfico 2.19 Pronósticos de inflación de bancos y comisionistas de bolsa /20

Gráfico 2.20 PIB trimestral /20

Gráfico 2.21 Índice de confianza del consumidor y promedio trimestral /21

Gráfico 2.22 Exportaciones totales de bienes (FOB) /21

Gráfico 2.23 Importaciones totales de bienes (CIF) /21

Gráfico 2.24 PIB acumulado, 4 trimestres /22

Gráfico 2.25 PIB acumulado, 4 trimestres (niveles) /23

Gráfico 2.26 Brecha del producto anual /24

Gráfico 2.27 Brecha del producto anual (rango) /24

Gráfico 2.28 Cuenta corriente anual /25

Gráfico 2.29 Tasa de interés de política promedio trimestral observada y esperada por los analistas /26

Gráfico 3.1 Índice de precios al consumidor (IPC) e indicadores de inflación básica /27

Gráfico 3.2 IPC de alimentos y sus componentes /28

Gráfico 3.3 IPC de bienes y servicios, sin alimentos ni regulados /28

Gráfico 3.4 IPC de servicios, sin alimentos ni regulados /28

Gráfico 3.5 IPC de regulados y sus componentes /29

Gráfico 3.6 IPP por procedencia /30

Gráfico 3.7 Producto interno bruto /30

Gráfico 3.8 Crecimiento anual en el primer semestre de 2020 /30

Gráfico 3.9 Producto interno bruto y demanda interna trimestral /31

Gráfico 3.10 PIB trimestral por el lado del gasto /31

Gráfico 3.11 Gasto de consumo final de los hogares y del Gobierno General /31

Gráfico 3.12 Formación bruta de capital fijo trimestral /32

Gráfico 3.13 Exportaciones, importaciones y balanza comercial /32

Gráfico 3.14 PIB trimestral por el lado de la oferta /32

Gráfico 3.15 ISE total y por sectores de actividad /33

Gráfico 3.16 Demanda de energía total por semana en 2020 /33

Gráfico 3.17 Ocupados en la GEIH /34

Gráfico 3.18 Ocupados según calidad de empleo: trece principales áreas metropolitanas /34

Gráfico 3.19 Inactivos de la GEIH /34

Gráfico 3.20 Tasa de desempleo por dominios /35

Gráfico 3.21 Índice de ingreso laboral real mediano mensual: veintitrés ciudades /35

Gráfico 3.22 Saldo de los depósitos /35

Gráfico 3.23 Tasa de política monetaria (TPM), tasa interbancaria (TIB) e indicador bancario de referencia (IBR) /36

Gráfico 3.24 Tasas de interés de colocación mensuales /36

Gráfico 3.25 Cartera bruta en moneda nacional /36

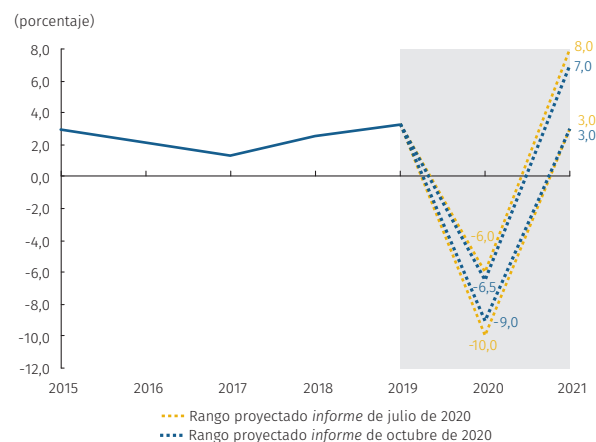
01 / Resumen

1.1 Resumen macroeconómico

Los datos recientes de actividad económica, inflación y mercado laboral sugieren que sus tendencias han estado acordes con la valoración del equipo técnico sobre el estado de la economía y su evolución esperada, caracterizada por una caída en la demanda y la persistencia de amplios excesos de capacidad productiva. La fuerte caída proyectada del producto se materializó en el segundo trimestre, hecho que ha contribuido a un descenso de la inflación por debajo de la meta del 3% y se ha visto reflejado en un fuerte deterioro del mercado laboral. Para lo que resta del presente y durante el siguiente año se sigue esperando una lenta recuperación del producto y del empleo, junto con una inflación creciente, pero inferior a la meta.

En 2020 la economía colombiana registraría una fuerte recesión (caída del PIB del 7,6%), menor que la proyectada en el informe pasado (caída del PIB del 8,5%). A partir del segundo semestre los niveles del producto se recuperarían de forma lenta, sin alcanzar en 2021 los valores previos a la pandemia, y en un entorno de amplia incertidumbre. La caída del producto del primer semestre del año resultó menor que la estimada, debido a la revisión al alza del PIB del primer trimestre y por una contracción en el segundo (-15,5%) más leve que la proyectada (-16,5%). Los indicadores disponibles de actividad económica sugieren que la caída anual del PIB para el tercer trimestre estaría alrededor del 9%. Para lo que resta del año y en 2021 se supone que no habrá una aceleración importante de los contagios del Covid-19 que impliquen un endurecimiento de las medidas de distanciamiento social que afecten de manera importante la actividad económica. Con esto, la apertura gradual de la economía continuaría y la oferta de los sectores más afectados por la pandemia se iría recuperando de forma lenta en la medida en que la flexibilización de las restricciones siga avanzando. Por el lado del gasto, la mejora en la confianza de los hogares, la demanda represada de varios bienes y servicios, los mayores niveles esperados de demanda externa y las bajas tasas reales de interés contribuirían a la recuperación del nivel del producto. A lo anterior se suma una base baja de comparación, que explicaría gran parte del aumento del PIB en 2021. Con todo esto, se espera que el crecimiento económico para 2020 se sitúe entre un -9% y -6,5%, con un -7,6% como valor central. Para 2021 se proyecta un crecimiento entre el 3% y 7%, con un 4,6% como valor central (Gráfico 1.1). Frente al informe de julio, la revisión al alza en las proyecciones de actividad económica incorpora la menor caída observada en el primer semestre y una recuperación algo más rápida que la esperada para el tercer trimestre en algunos sectores económicos. Los intervalos de

Gráfico 1.1
Producto interno bruto anual
(variación anual)



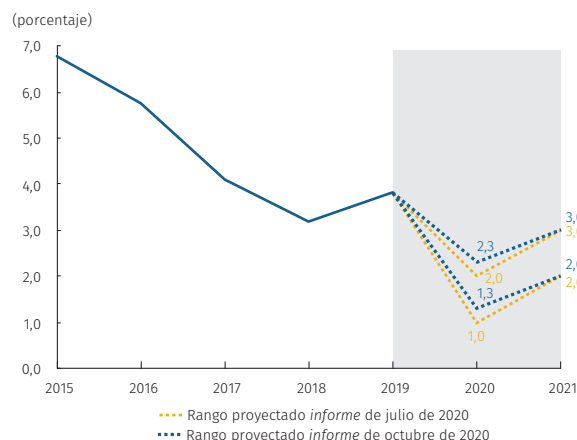
Fuente: Banco de la República.

pronóstico de crecimiento para 2020 y 2021 se redujeron, pero siguen siendo amplios y reflejan la elevada incertidumbre que se tiene sobre la evolución de la pandemia, las posibles medidas necesarias para enfrentarla y sus efectos sobre la actividad económica mundial y local.

El deterioro del mercado laboral ha sido significativo, con una tasa de desempleo (TD) que se mantiene en niveles históricamente altos, pese a alguna mejora del empleo que se ha observado especialmente en el sector informal urbano. A pesar de los crecimientos intermensuales registrados desde mayo, en agosto la ocupación nacional aún es inferior en 2,9 millones a la observada antes de la pandemia (febrero). La lenta recuperación de la demanda laboral en las ciudades se ha concentrado en el grupo no asalariado, particularmente en los trabajadores denominados cuenta propia, y en menor medida por el empleo formal. Por su parte, entre mayo y agosto 3 millones de personas se han reincorporado a la oferta laboral, y una proporción importante de estos transitó hacia la ocupación, ya sea a sus antiguos empleos o a nuevos puestos de trabajo. No obstante, aún persiste una proporción significativa de inactivos que podría entrar al mercado y presionar al alza la TD en los próximos meses. Se espera que en el cuarto trimestre de 2020 la TD nacional se reduzca y se sitúe en el intervalo entre 15,1% y 16,9%. De esta forma, el mercado laboral continuaría muy holgado y contribuiría a explicar los amplios excesos de capacidad productiva de la economía y el fuerte deterioro del ingreso disponible de los hogares.

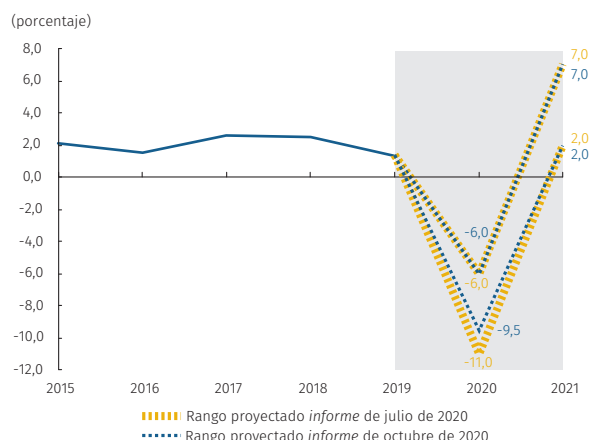
El pronóstico de la inflación se revisó al alza, pero se mantuvo por debajo del 2% y el 3% para finales de 2020 y 2021, respectivamente. Las expectativas promedio de inflación para diciembre son inferiores al 2%, y a cinco y menos años continúan por debajo o cerca de la meta. En septiembre la inflación anual (1,97%) continuó reduciéndose, aunque menos que los esperado en el informe de julio (1,63%). Pese a esto, las presiones bajistas sobre la inflación continúan siendo importantes y contribuirían a mantenerla por debajo de la meta en todo el horizonte de pronóstico. Se espera un buen comportamiento del clima y de la oferta de alimentos percederos, situación que continuaría aportando a la desaceleración de este rubro del IPC. Los excesos de capacidad productiva seguirían amplios y contribuirían a que los ajustes de precios sean bajos. Adicionalmente, la variación anual de algunos grupos con un componente muy fuerte y persistente de indexación a la inflación (arriendos y servicios de educación) sigue descendiendo, y se proyecta que en 2021 continúen con esta tendencia. A pesar de esto, la inflación aumentaría desde el segundo trimestre de dicho año debido a la desaparición de los efectos de los alivios de precios establecidos como respuesta a la pandemia. La senda proyectada de la inflación se incrementó levemente frente al pronóstico anterior, pero se mantiene en niveles inferiores a la meta. Este aumento se explica, en primer lugar, porque la reducción transitoria del impuesto al consumo aplicado a las comidas fuera de hogar (CFH) no se ha transmitido al consumidor final y, por este motivo, en lo que resta del año ya no se esperan caídas en ese rubro. Presiones de costos (bioseguridad, regulación sobre el uso de la capacidad instalada, etc.) asociados con la nueva normalidad para enfrentar la pandemia podrían estar influyendo en estos precios. En segundo lugar, porque se estima que en 2021 la brecha del producto siga siendo muy negativa, pero con un cierre algo más rápido que el proyectado en el informe pasado. Por último, porque se espera una mayor transmisión de la depreciación acumulada del peso sobre algunos grupos del IPC. Con todo esto, a finales de 2020 y 2021 la inflación se situaría alrededor del 1,9% y 2,6%, respectivamente. Las diferentes medidas de expectativas de inflación para este mismo horizonte registran niveles similares. Como en el caso de la actividad económica, la incertidumbre sobre el pronóstico de inflación es alta, por lo cual se pro-

Gráfico 1.2
Índice de precios al consumidor (IPC)
(fin de período; variación anual)



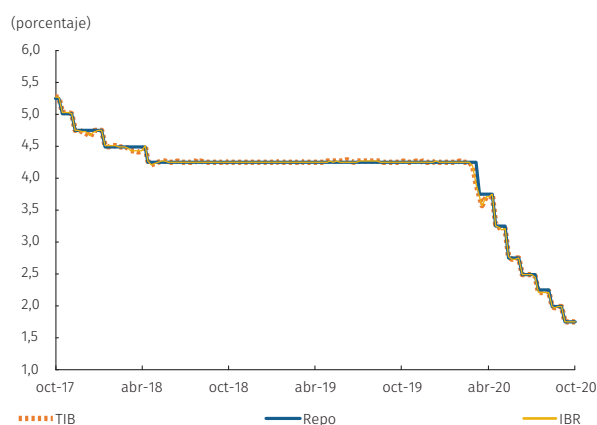
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 1.3
Supuesto del PIB de los socios comerciales
(variación anual)



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

Gráfico 1.4
Tasa de interés de política, TIB e IBR^{a/}
(datos semanales)



a/ TIB: tasa interbancaria.
IBR: Indicador bancario de referencia.
Repo: tasa de política.

Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

yectan intervalos entre el 1,3% y 2,3% para finales de 2020, y entre el 2% y 3% para 2021 (Gráfico 1.2).

La demanda externa y los precios del petróleo seguirían recuperándose de forma lenta y en 2021 no alcanzarían los niveles registrados previos a la pandemia. La incertidumbre sobre la velocidad y sostenibilidad de esta recuperación es elevada. La información para el tercer trimestre mostró una mejor dinámica de la actividad económica global y de las remesas de trabajadores, y unos precios del petróleo más altos frente a las caídas significativas de estas variables registradas en el segundo trimestre del año. Lo anterior se dio en un entorno de menores restricciones a la movilidad, de apertura gradual de varios sectores económicos, de fuertes estímulos monetarios y fiscales, y de reducción en la oferta de petróleo. Se espera que en 2020 el producto promedio de los socios comerciales del país caiga alrededor del 7,7%, en un intervalo entre el -9,5% y -6,0%, y se recupere en cerca del 4,6% en 2021, en un intervalo entre el 2,0% y el 7,0% (Gráfico 1.3). En los mismos años se supone que el precio promedio del petróleo se situaría en USD 42 y USD 49 por barril, respectivamente. El fuerte rebrote del Covid-19 en algunos países, los bajos niveles de confianza, el elevado endeudamiento público, el alto número de empresas con problemas financieros, junto con las tensiones económicas y políticas entre los Estados Unidos y China, son factores que le generan una elevada incertidumbre a la recuperación de la demanda externa y de los precios de los bienes básicos.

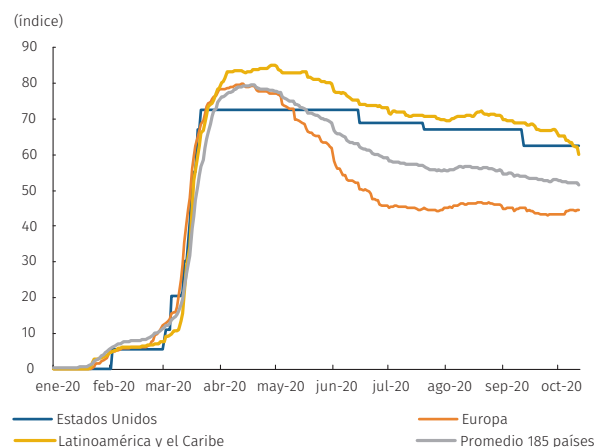
Las condiciones financieras externas e internas han mejorado en un entorno de amplia liquidez, aunque algunos indicadores no han alcanzado los niveles observados a comienzos del año. Los principales bancos centrales han ampliado fuertemente sus balances, hecho que se ha reflejado en una alta liquidez de la economía global. En los Estados Unidos, la Reserva Federal anunció recientemente cambios a su marco de política monetaria que podrían implicar una postura expansiva por más tiempo. Las medidas de prima de riesgo global y del país se han reducido, pero mantienen niveles superiores a los registrados antes de la pandemia, en un entorno de elevada incertidumbre sobre su evolución futura, dado el aumento de la deuda pública y la reducción en la calificación de algunos países emergentes. En Colombia, a comienzos de octubre los niveles de la cartera dirigida a los hogares dejaron de caer, mientras que los de la comercial descendieron levemente, y ambas registran desaceleraciones en sus tasas de crecimiento anual. La transmisión de las reducciones de la tasa de política hacia las tasas interbancarias y pasivas ha sido significativa, mientras que hacia las tasas de interés comerciales y de consumo se sigue presentando de forma más lenta. Por su parte, las tasas de interés hipotecarias se han mantenido relativamente estables.

1.2 Decisión de política monetaria

En las reuniones de agosto y septiembre la JDBR decidió disminuir la tasa de política monetaria en un cuarto de punto porcentual en cada una de ellas. En octubre decidió mantener la tasa de interés de referencia en 1,75% (Gráfico 1.4). Las decisiones de agosto y octubre fueron tomadas de forma unánime y la de septiembre por mayoría.

02/ Pronósticos macroeconómicos y análisis de riesgos

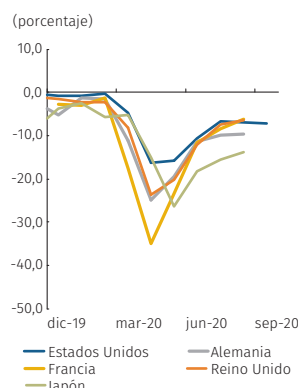
Gráfico 2.1
Índice de las medidas de confinamiento y aislamiento social



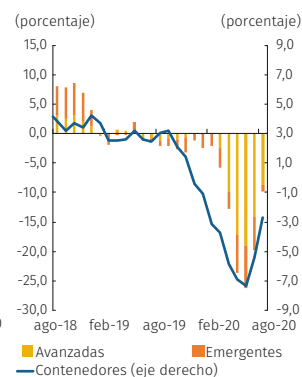
Nota: el índice es una medida compuesta basada en nueve indicadores de respuesta: cierre de colegios, cierre de sitios de trabajo, cancelación de eventos públicos, restricciones en el tamaño de las aglomeraciones, cierre del transporte público, obligación a permanecer en las viviendas, restricciones de movilidad interna y de viajes internacionales, y campañas de información pública. El indicador toma valores en una escala de valores entre 0 y 100, donde 100 es la respuesta más estricta. Datos actualizados al 12 de octubre de 2020. Los datos por región corresponden al promedio simple de los países.
Fuente: Stringency Index, Hale, Thomas, Sam Webster, Anna Petherick, Toby Phillips, and Beatriz Kira (2020). Oxford COVID-19 Government Response Tracker, Blavatnik School of Government.

Gráfico 2.2
Producción industrial de algunas economías avanzadas e indicadores de comercio mundial

A. Variación anual de la producción industrial



B. Variación anual de las exportaciones reales mundiales y tráfico de contenedores



Fuentes: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, Federal Reserve Bank of St. Louis, Eurostat, Bloomberg, oficinas de estadística y Ministerio de Economía de Japón.

2.1 Contexto externo

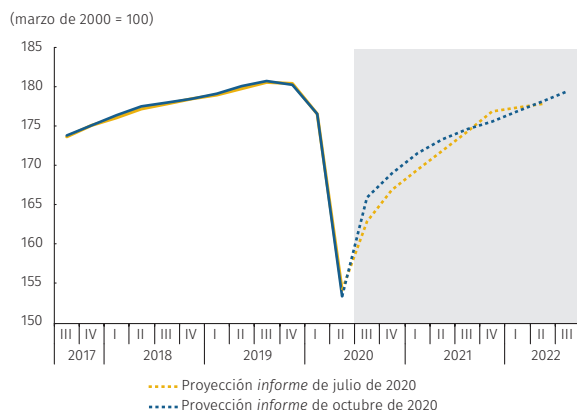
El choque global asociado al Covid-19 continúa generando un contexto externo desfavorable, con alta incertidumbre sobre su dinámica futura. Luego de los deterioros sin precedentes de la economía mundial en el segundo trimestre del año, esta habría mostrado una mejoría en el tercero, dinámica a la que contribuyeron la reapertura parcial de los países (Gráfico 2.1) y las múltiples medidas fiscales y monetarias implementadas para contrarrestar el impacto negativo de la pandemia, lo que se reflejó en un repunte de la producción industrial y el comercio global (Gráfico 2.2). Además, se observó una mejoría de los precios de las materias primas y de las condiciones financieras internacionales. Pese a esta dinámica, la demanda externa, los términos de intercambio y las primas de riesgo relevantes para Colombia no han alcanzado los niveles observados previos a la pandemia, con lo cual el contexto externo sigue siendo desfavorable para la economía nacional. Adicionalmente, los riesgos están sesgados a la baja y se mantiene elevada la incertidumbre mundial, en particular porque se desconoce la evolución de la pandemia y sus impactos sobre la actividad económica global¹, por lo cual los intervalos alrededor del escenario central continúan siendo amplios.

2.1.1 Demanda externa

La demanda externa continuaría con una recuperación paulatina, y en 2021 no se alcanzaría el nivel observado previo a la pandemia (Gráfico 2.3). Dentro de los factores que contribuirían a esta dinámica se destacan la reapertura de las economías, bajas tasas de interés y amplia liquidez en los mercados internacionales, los estímulos fiscales y la recuperación sobresaliente de China. No obstante, la incertidumbre es elevada y la recuperación podría afectarse por el nuevo incremento de los contagios de Covid-19 y de las restricciones a la movilidad en distintos países, así como por la persistencia de los impactos adversos asociados al deterioro de los mercados laborales, la quiebra de empresas, la demora en la reactivación de algunos sectores, el mayor endeudamiento de los gobiernos, entre otros factores. A esto se suman las tensiones comerciales entre China y los Estados Unidos, y entre el Reino Unido y la Unión Europea. Además, se espera una heterogeneidad en el ritmo de recuperación entre los socios comerciales

1 Durante la escritura de este informe se produjo un incremento importante de los contagios por Covid-19 en diferentes economías, que incluyen a los Estados Unidos y la zona del euro, que derivó en el cierre de algunas actividades económicas y restricciones a la movilidad de la población. El escenario central no considera nuevos cierres significativos y generalizados de los socios comerciales en el horizonte de pronóstico como los observados en el primer semestre de 2020.

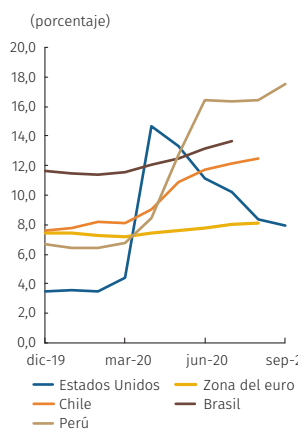
Gráfico 2.3
Supuesto del PIB trimestral real de socios comerciales



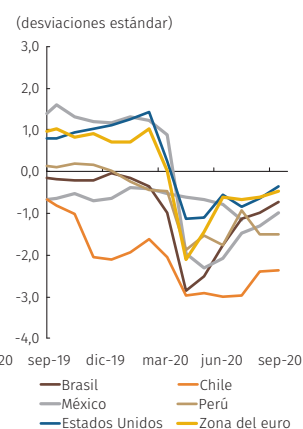
Fuentes: Bloomberg, oficinas de estadísticas y bancos centrales; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Gráfico 2.4
Tasa de desempleo y confianza del consumidor

A. Tasas de desempleo para algunos socios comerciales

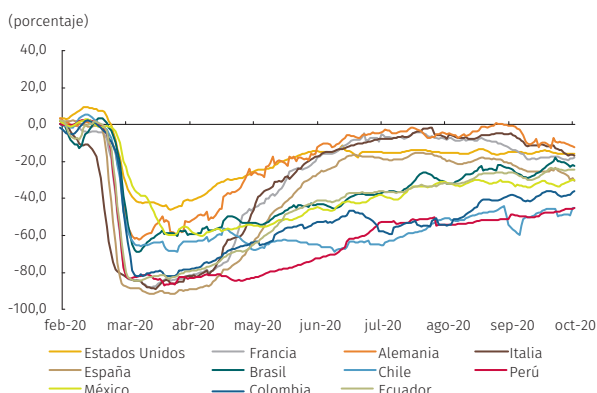


B. Indicadores de confianza del consumidor para algunos socios comerciales



Fuentes: INEGI, BIE, CIF, FVG IBRE, UDD, Fedesarrollo, APOYO, Universidad de Michigan, comisión europea, Federal Reserve Bank of St. Louis, Eurostat y bancos centrales; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.5
Reporte de movilidad hacia lugares como restaurantes, centros comerciales, cines, entre otros



Fuente: Google LLC "Google COVID-19 Community Mobility Reports." <https://www.google.com/covid19/mobility/>. Tomado el 25/10/2020.

debido a las diferencias en el control de la pandemia y en las medidas adoptadas para contrarrestar su impacto negativo. Por su parte, la posible creación y distribución masiva de una vacuna contra el Covid-19 en el corto plazo es un riesgo al alza para el crecimiento económico mundial. De esta forma, para 2020 se estima una caída de la demanda externa del -7,7%, en un intervalo entre el -9,5% y -6,0%. Esto implica una revisión al alza frente al informe anterior (-8,2%) debido, en parte, a que se prevé una mayor recuperación en el tercer trimestre del año. Para 2021 se supone que el crecimiento promedio de los socios comerciales sería del 4,5%, en un intervalo entre el 2,0% y el 7,0%.

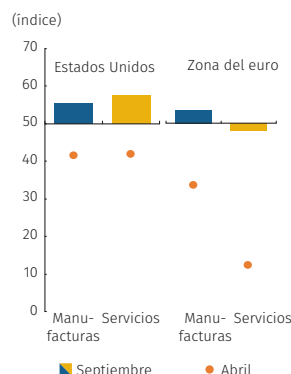
En el tercer trimestre de 2020 los Estados Unidos y la zona del euro habrían registrado una recuperación parcial del PIB. No obstante, hacia adelante la incertidumbre es elevada debido a la reciente intensificación de los contagios por Covid-19. En septiembre, la tasa de desempleo continuó reduciéndose en los Estados Unidos, mientras que en agosto la zona del euro no registró deterioros significativos (Gráfico 2.4, panel A). A su vez, en estas economías la mejora de la confianza de los consumidores (Gráfico 2.4, panel B), la mayor movilidad de la población (Gráfico 2.5), el apoyo gubernamental a los hogares y las bajas tasas de interés habrían favorecido el consumo privado. Por su parte, las condiciones empresariales en el sector manufacturero se mantuvieron en terreno expansivo (Gráfico 2.6, panel A) y la producción industrial se recuperó parcialmente (Gráfico 2.2, panel A), lo que habría favorecido la dinámica de la inversión. Así, para el tercer trimestre² se estima un repunte del crecimiento de estas economías y una desaceleración en el ritmo de recuperación al final de año (Gráfico 2.6 panel B). Con esto, la contracción en todo 2020 sería significativa y más acentuada en la zona del euro. La recuperación esperada de estas economías presenta alta incertidumbre debido a la dificultad de prever la evolución de la pandemia. El reciente incremento de los casos de contagio por Covid-19 estaría llevando a retrocesos o estancamientos en la normalización de la movilidad y de reapertura de estos países. En septiembre y octubre las condiciones empresariales en el sector de servicios del bloque europeo ya se situaban en terreno contractivo. Este sector se está viendo especialmente afectado en todo el mundo. A esto se suma la incertidumbre asociada a las tensiones comerciales internacionales.

China sigue reportando un control exitoso de la pandemia y en el tercer trimestre registró por segunda ocasión consecutiva un incremento anual del PIB (4,9%). En particular, en septiembre se observaron crecimientos anuales de las ventas al por menor, la inversión y la producción industrial, al tiempo que las condiciones empresariales han continuado en terreno expansivo. Por su parte, las exportaciones e importaciones nominales en dólares han continuado presentando crecimientos anuales positivos. Así, China sería la excepción entre las principales economías del mundo, al esperarse una tasa de crecimiento positiva en 2020, aunque esta sería bas-

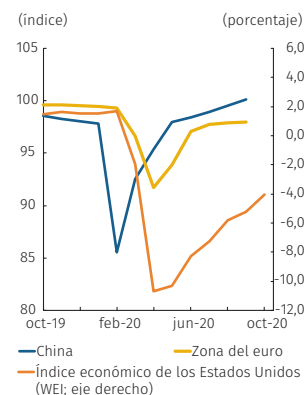
2 Al momento de la escritura de este informe se conoció que para el tercer trimestre el PIB real de los Estados Unidos registró una variación del -2,9% anual y del 33,1% trimestral anualizado.

Gráfico 2.6
Condiciones empresariales y actividad económica de algunas de las principales economías

A. PMI del sector manufacturero y de servicios



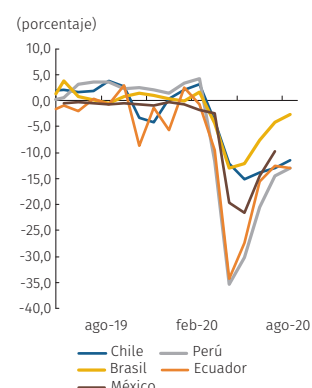
B. Indicadores de actividad económica



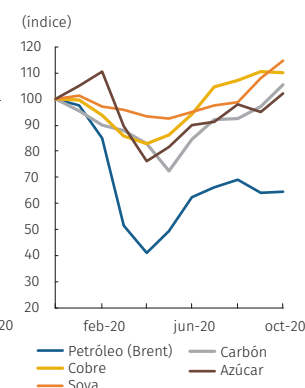
Fuentes: OCDE, Reserva Federal de Nueva York y Bloomberg; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.7
Actividad económica y precios de algunos bienes básicos exportados por los países de la región

A. Indicador de actividad económica mensual



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



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

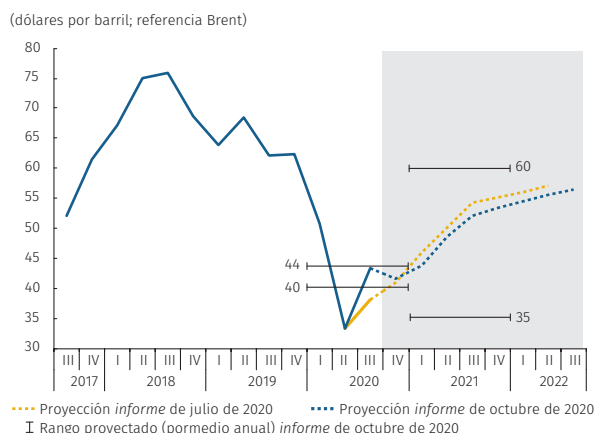
tante inferior frente a la historia reciente. Por su parte, las tensiones comerciales y políticas con los Estados Unidos, una mayor debilidad de la demanda externa, los altos niveles de endeudamiento y posibles rebrotes del Covid-19 son riesgos a la baja para su crecimiento.

Los países de la región presentarían fuertes contracciones del PIB en 2020 y su recuperación sería lenta y con alta incertidumbre. En América Latina se han registrado dificultades en el control de la pandemia y en algunos países las medidas de aislamiento social se han mantenido elevadas por un lapso mayor que en otras regiones del mundo (Gráfico 2.1, panel A). Las caídas del PIB fueron significativas en el segundo trimestre y los datos recientes de actividad económica mensual señalan un rebote que llevaría a una recuperación en el tercer trimestre, aunque a niveles lejanos de lo observado un año atrás (Gráfico 2.7, panel A). El contexto externo para la región sigue siendo desfavorable, aunque algunos países se han visto beneficiados por la mejora parcial de los precios internacionales de algunas materias primas (Gráfico 2.7, panel B), el repunte de las remesas de trabajadores, la recuperación de China, junto con unas bajas tasas de interés y una amplia liquidez internacional. En 2020 las mayores contracciones se registrarían en Perú, México y Ecuador. Por su parte, Brasil y Chile tendrían menores caídas, aunque este último país presenta una base baja de comparación por las protestas sociales de finales de 2019. En adelante, la recuperación económica sería paulatina y heterogénea entre estos países y dependería de la evolución e impacto de la pandemia y del espacio para continuar con las políticas económicas para suavizar el choque. No obstante, en algunos países las tasas de desempleo relativamente altas (Gráfico 2.4, panel A), el fuerte deterioro de la confianza de los consumidores (Gráfico 2.4, panel B) y el estancamiento en la normalización de la movilidad de la población podrían limitar esta recuperación. El espacio fiscal limitado, las rigideces en los mercados laborales, las tensiones sociales y políticas, son otros posibles obstáculos para la recuperación.

2.1.2 Desarrollos de precios en el extranjero

En 2021 se espera una recuperación del precio del petróleo a niveles inferiores a lo observado antes de la pandemia (Gráfico 2.8). En el tercer trimestre de 2020 la cotización del crudo se recuperó parcialmente y se ubicó en promedio en USD 43,3 por barril (bl) para la referencia Brent, alcanzando un máximo en agosto (USD 45/bl). El precio se vio beneficiado por la reapertura y recuperación parcial de las economías, la mayor movilidad de la población, el repunte del crecimiento de China, entre otros factores que impulsaron la demanda por hidrocarburos. A su vez, el cumplimiento de los acuerdos por parte de la Organización de Países Productores de Petróleo (OPEP) y sus aliados, junto con una reducción de la oferta en otros países productores, también han contribuido al rebalanceo parcial del mercado. No obstante, desde comienzos de septiembre se ha observado algún retroceso en esta recuperación, en parte por las perspectivas de una ralentización en el repunte

Gráfico 2.8
Supuesto del precio promedio trimestral del petróleo



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

de la demanda, lo que se ha reflejado en una revisión a la baja del consumo mundial de hidrocarburos por parte de algunas agencias especializadas. Por el lado de la oferta, se ha registrado un incremento observado y esperado de la producción y niveles de inventarios que aún permanecen relativamente altos. La incertidumbre sobre la dinámica futura del mercado petrolero continúa siendo elevada, en parte, porque se desconoce la evolución de la pandemia y su impacto en la economía mundial, así como la sostenibilidad de los acuerdos de recorte en la extracción de crudo por parte de la OPEP y sus aliados. Teniendo en cuenta lo anterior, para el promedio del cuarto trimestre se espera un retroceso del precio hacia los USD 41/bl para la referencia Brent, con lo cual el promedio para todo 2020 sería de USD 42/bl, en un rango entre USD 40 y USD 44. Para 2021 el supuesto del precio del petróleo es de USD 49/bl, en un rango entre USD 35 y USD 60, lo que implicó una revisión a la baja frente al informe anterior.

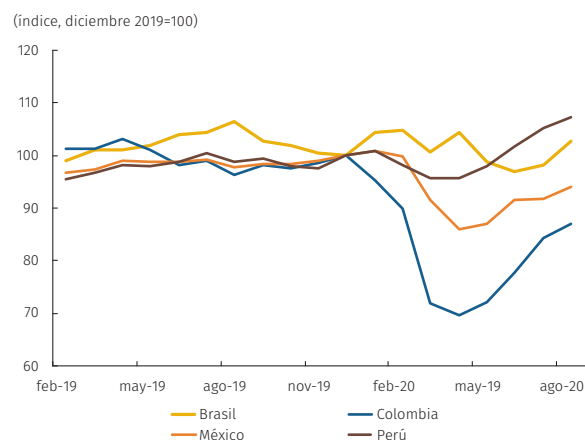
En las economías avanzadas la inflación ha permanecido baja y no se prevén presiones inflacionarias en el mediano plazo.

En septiembre la inflación anual total en los Estados Unidos aumentó frente al mes anterior, al pasar del 1,3% al 1,4%, mientras que la inflación básica se mantuvo en el 1,7%. A este resultado contribuyó una menor caída de los precios de la energía (del -9,1% al -7,6% en septiembre) y un aumento de los precios de vehículos usados (del 4,0% al 10,3% en septiembre). En contraste, en el bloque europeo la inflación total disminuyó del -0,2% al -0,3%, situándose en terreno negativo por segundo mes consecutivo. A su vez, la inflación básica disminuyó del 0,4% al 0,2%. En particular, se destaca la reducción observada en los grupos de restaurantes y hoteles, y de ropa y calzado. Las expectativas de inflación para 2020 y 2021, provenientes de las encuestas a analistas, continúan sugiriendo un panorama de escasas presiones inflacionarias en un entorno de excesos de capacidad productiva y mercados laborales holgados.

El deterioro de los términos de intercambio en todo 2020 sería importante, a pesar de la recuperación reciente de sus niveles.

La menor caída anual de los términos de intercambio en los últimos meses estuvo explicada, principalmente, por la mejora en las cotizaciones de los principales productos básicos exportados por el país (Gráfico 2.9). No obstante, en el promedio de lo corrido del año hasta agosto, este indicador registró una reducción anual del 18,6%, debido principalmente a la fuerte disminución de los precios en dólares de las exportaciones (22,9%), especialmente en el grupo de bienes de origen minero y petrolero. Dado que el petróleo y el carbón tienen una participación importante en las ventas externas del país y que su cotización ha sido altamente afectada, el choque negativo a los términos de intercambio que enfrenta Colombia es de mayor magnitud al de otros países de la región que tienen una canasta exportadora más diversificada, que exportan materias primas que han mostrado un menor deterioro en sus precios internacionales (Gráfico 2.9) o que, a diferencia de Colombia, son importadores netos de crudo. De esta forma, para 2020 la reducción de los términos de intercambio del país sería algo inferior al 20%, resultado que afecta el ingreso nacional del país.

Gráfico 2.9
Términos de intercambio de algunos países de la región



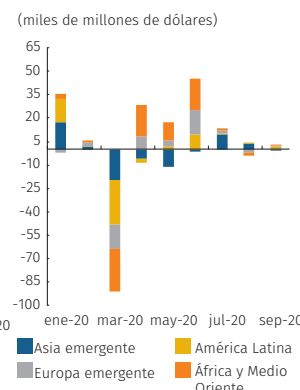
Fuentes: Bancos centrales, IPEA y Banco de la República.

Gráfico 2.10
Volatilidad financiera y flujos de inversión extranjera

A. VIX y Vstoxx^{a/}



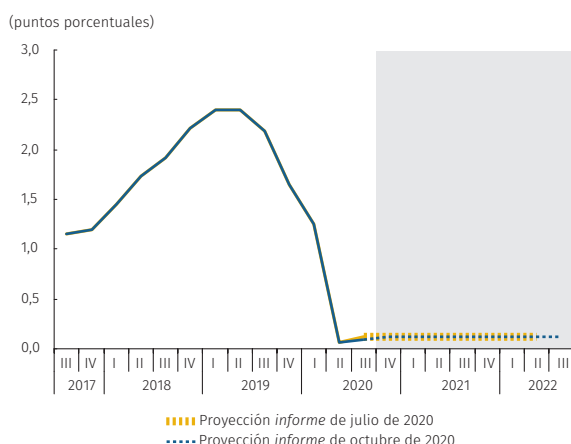
B. Flujos netos de inversión extranjera hacia economías emergentes^{b/}



a/ Cifras hasta el 23 de octubre de 2020.

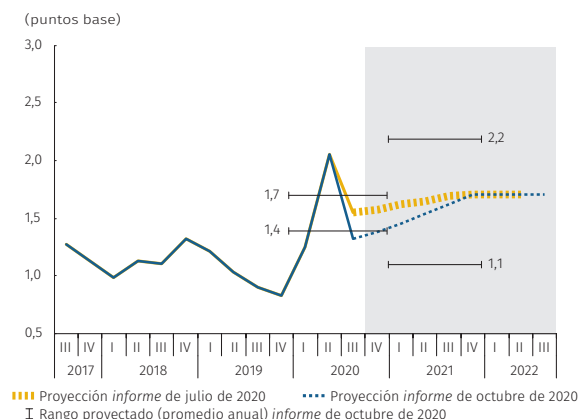
b/ Corresponde a flujos de inversión en instrumentos de deuda y acciones.
Fuentes: Federal Reserve Bank of St. Louis, Bloomberg y el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF, por sus siglas en inglés).

Gráfico 2.11
Supuesto trimestral de la tasa de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos



Fuente: Federal Reserve Bank of St. Louis; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Gráfico 2.12
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.

2.1.3 Desarrollos financieros externos

En el tercer trimestre se observó una reducción en la percepción de riesgo internacional, aunque sin alcanzar los niveles previos a la pandemia. Los flujos de capital hacia los países emergentes continúan bajos. Luego de llegar a máximos en marzo, las medidas de riesgo internacional para países desarrollados (VIX y Vstoxx) tendieron a corregirse hasta agosto (Gráfico 2.10, panel A) debido, en parte, a la reapertura de las economías y las múltiples medidas fiscales y monetarias para enfrentar la crisis. Desde septiembre estos indicadores se han incrementado y se mantienen por encima de lo observado antes del choque del Covid-19, pero inferiores a los deterioros registrados en marzo (Gráfico 2.10, panel A). Lo anterior, en un entorno de mayor preocupación por el resurgimiento de contagios en diferentes países y el incremento de la incertidumbre asociada a las elecciones presidenciales en los Estados Unidos, las tensiones comerciales entre China y los Estados Unidos y las negociaciones del *Brexit*. Por su parte, en septiembre las entradas de flujos netos de capital hacia economías emergentes se mantuvieron relativamente bajas (Gráfico 2.10, panel B) y concentradas principalmente en el mercado de renta fija. En adelante la incertidumbre es elevada, y las sorpresas negativas asociadas a las tensiones políticas y comerciales, o a la evolución de la pandemia y la mitigación de sus efectos, podrían generar nuevos deterioros en los mercados financieros.

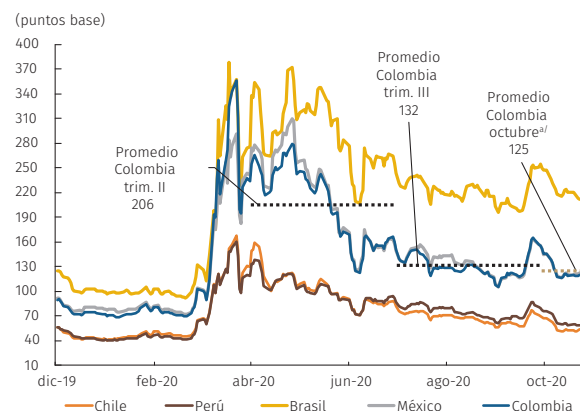
En el horizonte de pronóstico se supone que la tasa de política de la Reserva Federal de los Estados Unidos se mantendría en sus valores mínimos en un entorno de alta liquidez internacional (Gráfico 2.11). En su reunión del 16 de septiembre el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por su sigla en inglés) mantuvo las tasas de interés en un rango entre el 0,0% y 0,25%. Adicionalmente, a finales de agosto anunció cambios en su marco de política monetaria que podrían dar espacio a una postura expansiva por más tiempo. Así, se espera que el nivel actual de la tasa de política se mantenga a lo largo del horizonte de pronóstico, supuesto que es acorde con las proyecciones de los analistas y la información proveniente de los mercados de futuros. A su vez, en los últimos meses se han mantenido las políticas no convencionales, las cuales han continuado suministrando amplia liquidez a los mercados y han contribuido a una mejora de las condiciones financieras. Por su parte, la información de las encuestas sugiere que otros bancos centrales de economías avanzadas también seguirían registrando bajas tasas de interés de política. 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. Los bancos centrales de varias economías emergentes también han mantenido una política monetaria expansiva y han tomado medidas complementarias para enfrentar la crisis.

En el escenario central se continúa suponiendo una prima de riesgo que se situaría en niveles algo superiores a su promedio histórico al final del horizonte de pronóstico (Gráfico 2.12). En promedio durante el tercer trimestre las primas de riesgo

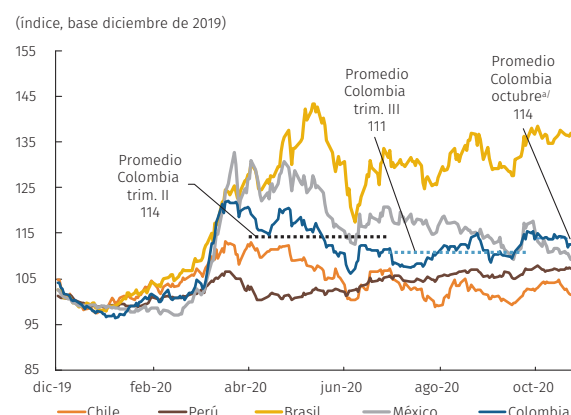
Gráfico 2.13

Comportamiento de la tasa de cambio nominal y de la prima de riesgo (CDS a cinco años) para algunos países de América Latina

A. Credit Default Swap a cinco años



B. Tasa de cambio nominal promedio



a/ Promedio calculado hasta el 23 de octubre.

Fuente: Bloomberg; cálculos del Banco de la República.

y las tasas de cambio de algunas economías de la región presentaron una corrección frente a los altos deterioros observados en meses anteriores, acorde con las mejores condiciones financieras internacionales. No obstante, las primas de riesgo no alcanzaron los niveles previos a la pandemia y desde el comienzo de este choque algunos de estos países han visto reducida su calificación crediticia. En promedio, durante el periodo hasta el 23 de octubre, para el caso colombiano los *credit default swaps* (CDS a cinco años) disminuyeron y el peso mostró depreciaciones frente a los registros del trimestre anterior (Gráfico 2.13). El escenario central supone para 2020 y 2021 una prima de riesgo algo menor a la del informe de julio y que se situaría marginalmente por encima de su promedio histórico al final del horizonte de pronóstico. Este supuesto tiene en cuenta el reciente comportamiento de este indicador y la acumulación de deuda pública y déficits externos del país. Dada la coyuntura no se puede descartar volatilidad en los costos de financiación, de modo que en promedio la prima podría ubicarse entre 140 pb y 170 pb para 2020, y entre 110 pb y 220 pb para 2021.

2.2 Proyecciones macroeconómicas³

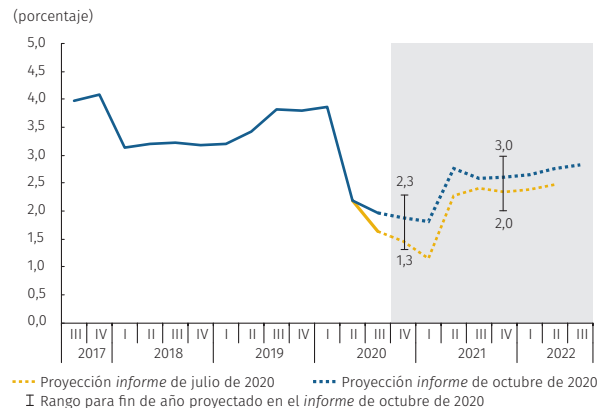
2.2.1 Inflación⁴

En este informe se sigue esperando una inflación anual al consumidor para finales de 2020 significativamente por debajo de la meta del 3,0%, pese a una revisión al alza en la senda de pronóstico. En el actual pronóstico se incorporaron algunas presiones de costos, originadas principalmente en el IPC de servicios, que no habían sido consideradas en el informe anterior. También se reconoció una mayor transmisión de la depreciación acumulada a los precios de ciertos bienes y servicios que sería facilitada por la recomposición de la demanda hacia estos. Adicionalmente, se revisaron al alza las proyecciones de los servicios públicos, exceptuando el gas, teniendo en cuenta la alta volatilidad y los importantes ajustes que han exhibido en los últimos meses, consecuencia de la finalización de alivios sobre sus tarifas. Finalmente, se descartó la transmisión de la rebaja temporal del impuesto al consumo de las comidas fuera del hogar, teniendo en cuenta que hasta septiembre esta no se había observado (véase el capítulo 3). A pesar de estos choques alcistas, la evolución de la inflación en el horizonte de pronóstico seguiría siendo dominada por presiones a la baja relacionadas con una demanda débil, la cual solo muy gradualmente y de manera lenta retornaría a niveles cercanos a los observados antes de la pandemia. Con todo esto, y teniendo en cuenta también una recuperación de

3 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.

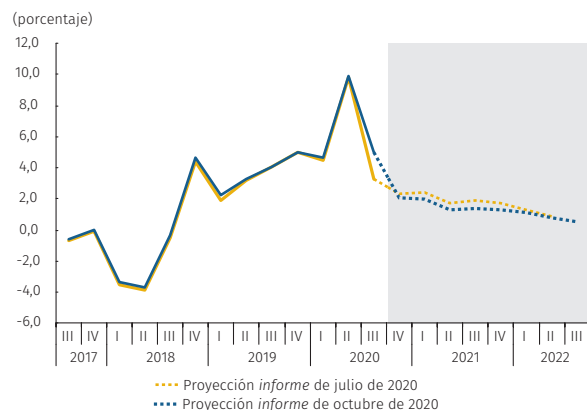
4 Como se mencionó en el informe anterior, a partir de la fecha el equipo técnico empezará a utilizar su nueva clasificación de la canasta del IPC, así como las nuevas medidas de inflación básica, las cuales se detallan en González *et al.* (2020). "Nueva clasificación del Banrep de la canasta del IPC 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>

Gráfico 2.14
Índice de precios al consumidor (IPC)
(variación anual, fin de período)



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

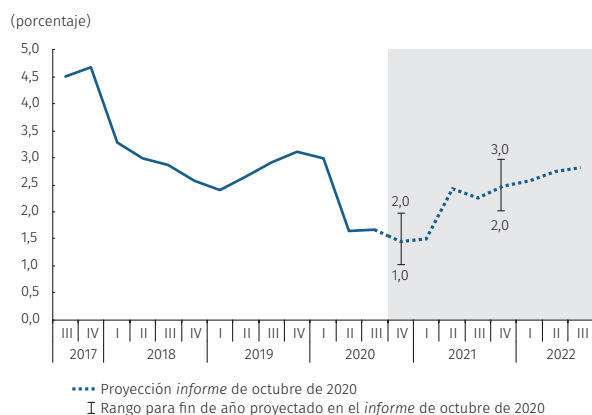
Gráfico 2.15
Brecha inflacionaria de la TCR trimestral^{a/}



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.

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



Nota: dada la inclusión de la nueva clasificación de la canasta del IPC, no se presenta en este informe la comparación con la proyección del informe anterior para las subcanastas del IPC.

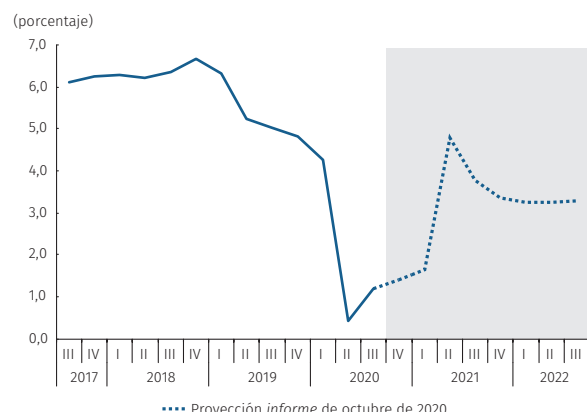
Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

la economía levemente más rápida que la consignada en el informe anterior, en este informe se revisó al alza el pronóstico para todo el horizonte (ocho trimestres). En particular, para diciembre del presente año se espera una inflación total cercana al 1,9% (Gráfico 2.14), con un rango entre el 1,3% y 2,3%, el cual recoge las diferentes fuentes de incertidumbre y tiene en cuenta las dificultades que se enfrentan al momento de identificar la naturaleza (de oferta o de demanda) de los múltiples choques que están golpeando los precios.

La inflación total continuaría decreciendo hasta el primer trimestre de 2021, y luego aumentaría a niveles que no superarían el 3,0% a finales de ese año y durante los primeros tres trimestres de 2022. A partir del segundo trimestre de 2021 los precios comenzarían a ajustarse a tasas anuales algo mayores debido a la disolución del choque bajista ocasionado por los alivios, en su mayoría transitorios, en impuestos y precios decretados en el segundo trimestre de 2020, lo que significa también una base baja de comparación estadística para los indicadores anuales. No obstante, la holgura del mercado laboral (que implicaría presiones mínimas de costos salariales), la debilidad de la demanda y la presencia de importantes excesos de capacidad productiva deberán limitar los ajustes de precios, compensando también presiones alcistas moderadas provenientes de una brecha del tipo de cambio real algo positiva (Gráfico 2.15). Con la normalización paulatina de la demanda y la disminución gradual de los excesos de capacidad productiva, algo más rápidas que las esperadas en el informe anterior, la inflación deberá aumentar lentamente, convergiendo a la meta algo más allá del horizonte de pronóstico de este informe. La senda central supone escasas presiones de precios de alimentos y de regulados. Las proyecciones actuales siguen rodeadas de un nivel de incertidumbre mucho más alto que el usual debido al número y tamaño de los choques asociados con la pandemia del Covid-19. Estas circunstancias, más los desafíos que ello genera para la medición del IPC, hacen difícil estimar el papel relativo de cada uno de estos factores en el comportamiento de los precios.

Las escasas presiones de demanda y de costos salariales mantendrían la inflación básica por debajo de la meta del 3,0% en todo el horizonte de pronóstico, aunque convergiendo gradualmente hacia ella (Gráfico 2.16). Durante el resto de 2020 la inflación sin alimentos ni regulados permanecería en niveles similares a los alcanzados en septiembre (1,67%), situándose en diciembre en un rango entre el 1,0% y 2,0%, el cual tiene en cuenta los altos niveles de incertidumbre que enfrentan los pronósticos, según lo señalado anteriormente. La senda central indica que este indicador podría continuar descendiendo lentamente, para situarse alrededor del 1,5% terminando el año. Hacia finales del presente año y en la primera mitad del próximo se esperan algunos aumentos en varios de sus componentes, como resultado de la disolución de los alivios transitorios (eliminación temporal de impuestos indirectos sobre algunos bienes y servicios) y de las presiones de costos asociados a la nueva normalidad (restricciones de aforo y protocolos de bioseguridad, impactando de manera relevante, por ejemplo, a las comidas fuera del hogar y al transporte intermunicipal). No obstante, para 2021 y 2022

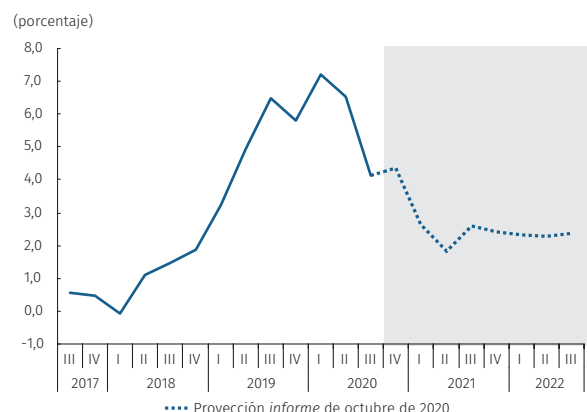
Gráfico 2.17
IPC de regulados
(variación anual, fin de período)



Nota: dada la inclusión de la nueva clasificación de la canasta del IPC, no se presenta en este informe la comparación con la proyección del informe anterior para las subcanastas del IPC.

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

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



Nota: dada la inclusión de la nueva clasificación de la canasta del IPC, no se presenta en este informe la comparación con la proyección del informe anterior para las subcanastas del IPC.

a/ No incluye comidas fuera del hogar.

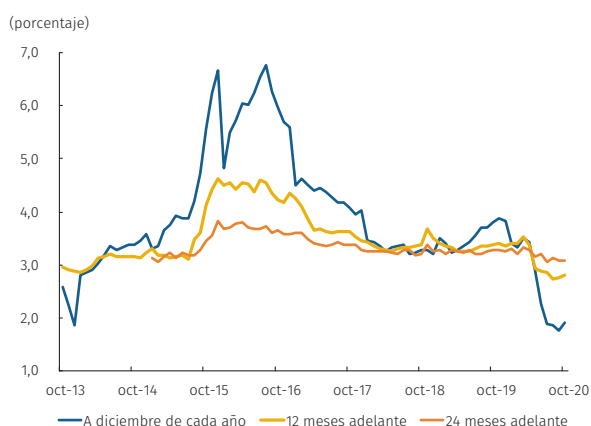
Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

seguirán predominando presiones bajistas relacionadas con unos amplios excesos de capacidad productiva esperados, pese a la recuperación proyectada en la demanda, con unas altas tasas de desempleo que deberían frenar los aumentos de costos salariales y con unas expectativas de inflación bajas respecto a la meta. Adicionalmente, algunas canastas con un fuerte componente indexado, como los arriendos y la educación, presentarían pocos reajustes dado el nivel bajo en el que terminaría la inflación total este año. Dichos factores deberán frenar los ajustes de precios tanto de bienes como de servicios, manteniendo la inflación sin alimentos ni regulados por debajo de la meta en los próximos ocho trimestres. En este informe no se anticipan presiones adicionales de importancia originadas en el tipo de cambio, a pesar de que su brecha real se mantendría en terreno positivo. De todas maneras, a partir de 2021 la inflación básica deberá exhibir una tendencia alcista gradual que la haría converger a la meta del 3,0% un poco más allá del horizonte de pronóstico de este informe.

La variación anual del IPC de regulados tendería a aumentar en 2021, una vez se diluyan los efectos de la reducción del precio de los combustibles y de los alivios temporales de tarifas de servicios públicos (Gráfico 2.17). Se espera que la canasta cierre 2020 con un aumento anual alrededor del 1,4% y que en los próximos dos años se sitúe en niveles algo superiores al 3,0%. Durante la primera mitad del próximo año se desvanecería el efecto bajista que tuvo la reducción del precio de los combustibles sobre la variación anual del IPC de regulados. Algo similar seguiría sucediendo con los alivios transitorios en los precios de los servicios públicos de varias ciudades, cuya reversión tiene un impacto sobre la inflación que ha sido difícil de anticipar en los meses recientes (véase el capítulo 3). Tras el vencimiento de dichos alivios, los reajustes de precios en esta canasta deberían moderarse, teniendo en cuenta que se espera una indexación baja en tarifas de servicios públicos, como acueducto, además de escasas presiones salariales y de las originadas en los precios internacionales de los combustibles, entre otros factores.

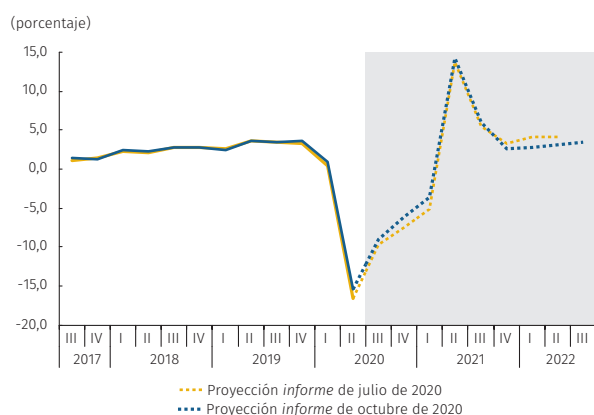
Los precios de los alimentos contribuirían a mantener la inflación al consumidor en niveles bajos en el corto y mediano plazos, favorecidos por unas buenas condiciones climáticas. La variación anual de los precios de los alimentos se redujo fuertemente en meses recientes, sobre todo gracias a caídas en los precios de los alimentos de origen perecedero. Para lo que resta del año su comportamiento sería similar, lo que, sumado a una base baja de comparación estadística, debería compensar ajustes mayores de los alimentos procesados, con lo cual la variación anual del IPC de alimentos se sostendría algo por encima del 4,0% (Gráfico 2.18). Sin embargo, hacia el próximo año se esperan descensos adicionales importantes en las tasas anuales por varias razones. Recientemente ha aumentado la probabilidad de ocurrencia de un fenómeno de La Niña, el cual sería de intensidad débil. Si este evento, que suele estar asociado con lluvias por encima de lo normal, se consolida, se puede prever una buena oferta agropecuaria y bajos precios en el sector para los próximos trimestres. Por otro lado, la demanda de alimentos, que ha sido relativamente poco afectada por la emergencia sanitaria, podría ser menos dinámi-

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.

ca que en el pasado, como consecuencia de la debilidad que se proyecta en el ingreso de los hogares y de las dificultades que tendrá que sortear el sector de restaurantes para operar plenamente. Así, la variación anual de la canasta descendería rápidamente en 2021 a niveles algo superiores al 2%, donde se mantendría para el resto del horizonte de pronóstico. Estas proyecciones contemplan pocas presiones provenientes del tipo de cambio y de los precios internacionales, que afectan especialmente a los alimentos procesados. No obstante, recientemente se han reportado alzas en las cotizaciones internacionales de materias primas agrícolas que, de acentuarse y prolongarse, podrían generar riesgos alcistas en este frente.

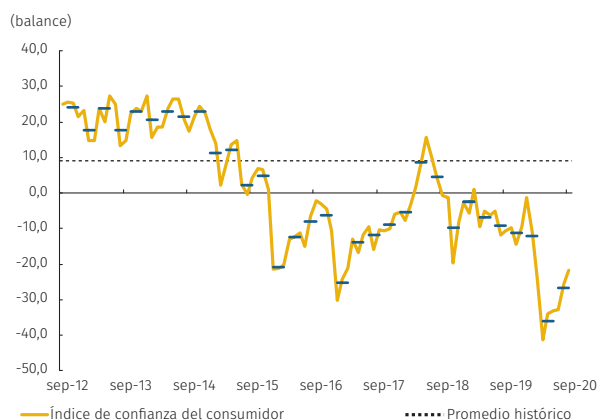
En el tercer trimestre las medidas de expectativas de inflación a cinco años o menos se mantuvieron por debajo o muy cercanas a la meta. Las expectativas de los analistas económicos, obtenidas a partir de la encuesta mensual del Banco aplicada en octubre, registran una inflación esperada a finales de 2020 del 1,92%, y a doce y veinticuatro meses del 2,80% y 3,09%, respectivamente (Gráfico 2.19). En el informe de julio dichos valores se ubicaban en el 1,89% a diciembre de 2020, y en el 2,85% y 3,07% a doce y veinticuatro meses, respectivamente. La expectativa de inflación sin alimentos para finales de 2020 aumentó, al pasar del 1,24% en julio al 1,51% en octubre, aunque sigue significativamente por debajo del 2,0%. Esto es compatible con una expectativa de debilidad en la demanda hacia el mediano plazo y con los efectos de los alivios ya mencionados. Por su parte, desde la reunión de la JDBR del 25 de septiembre, y con información hasta el 23 de octubre, la inflación implícita (*breakeven inflation*, BEI) que se extrae de los TES denominados en pesos y en UVR aumentó 62 pb, 51 pb, 43 pb y 31 pb para los plazos a uno, dos, tres y cinco años, respectivamente. De esta manera, el 23 de octubre el BEI se ubicó, en su orden, en 2,03%, 2,52%, 2,83% y 3,19% para los mismos años.

2.2.2 Actividad económica

En el tercer trimestre la economía colombiana se habría comenzado a recuperar del choque sin precedentes ocasionado por la pandemia del Covid-19, creciendo frente al bajo nivel del segundo trimestre, pero registrando una tasa de variación anual aún muy negativa. Después de registrar una caída del 15,5% anual en el segundo trimestre (cifras desestacionalizadas y ajustadas por efectos calendario), se estima que el PIB del tercer trimestre se habría contraído a una tasa del 9,0%⁵ (Gráfico 2.20). Este cálculo, que se elaboró siguiendo una metodología de impactos sectoriales semejante a la utilizada en trimestres anteriores, tiene en cuenta el comportamiento de diversos indicadores de actividad real disponibles a septiembre, los cuales sugieren una recuperación un poco más rápida que la anticipada en el IPM de julio. La estimación considera los cierres parciales que se dieron durante julio y agosto en algunas ciudades, al igual que un avance importante hacia la normalización en la operación de distintos sectores de la ac-

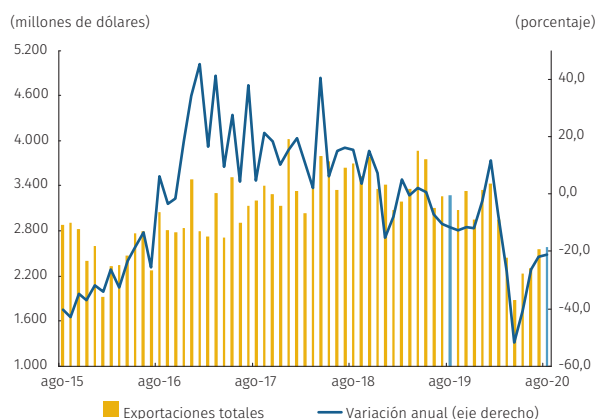
5 Lo que implicaría una expansión trimestral anualizada del 38,3%.

Gráfico 2.21
Índice de confianza del consumidor y promedio trimestral



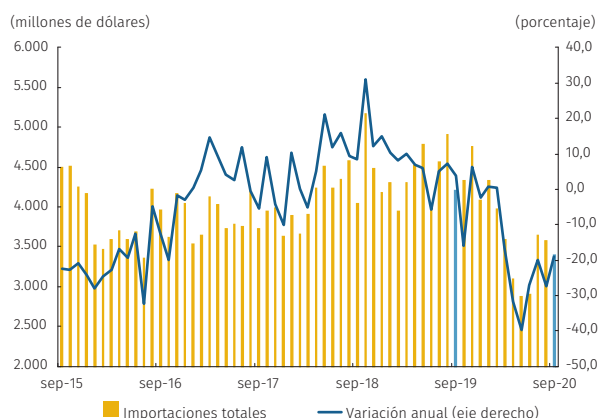
Fuente: Fedesarrollo; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.22
Exportaciones totales de bienes (FOB)
(mensual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.23
Importaciones totales de bienes (CIF)
(mensual)



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

tividad económica en septiembre. Así, la flexibilización de las medidas de distanciamiento social, las medidas del gobierno central y los gobiernos locales para sostener el ingreso de los hogares y apoyar financieramente a las firmas, así como las bajas tasas de interés y amplia liquidez suministrada por el Banco de la República estarían facilitando la recuperación de la actividad económica en el tercer trimestre. No obstante, este repunte estaría siendo gradual, con una recuperación todavía parcial del empleo y del ingreso de los hogares, debido a que aún se mantienen restricciones y acciones de autocuidado para disminuir el avance de la pandemia, a lo que se suma una confianza de consumidores e inversionistas que sigue fuertemente afectada.

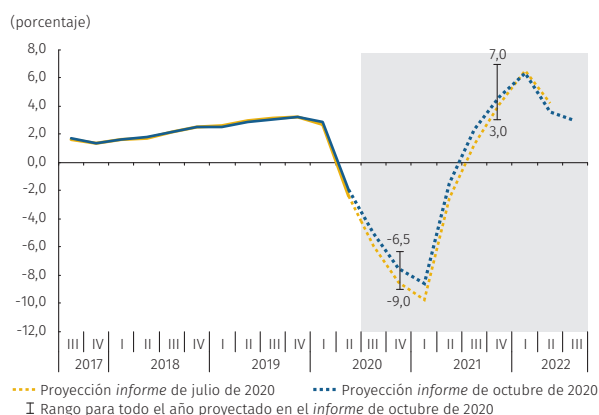
En los últimos meses todos los componentes del gasto habrían tenido un mejor desempeño que en el segundo trimestre, pero sus niveles continuarían siendo bajos comparados con los que prevalecían antes del choque. Para el tercer trimestre se espera que el consumo privado registre una caída anual menor que la observada en el segundo y que la que se prevé para los otros rubros principales del gasto privado. Los gastos en bienes durables, semidurables y servicios habrían seguido registrando caídas anuales importantes, pero con niveles crecientes frente a lo observado un trimestre atrás, mientras que el consumo de bienes no durables, el menos afectado por el choque, mostraría una tasa de expansión anual cercana a cero. No obstante, la recuperación del consumo privado continuaría limitada por la afectación que aún se percibe en la confianza de los consumidores (Gráfico 2.21) y la caída del empleo (véase capítulo 3). Con respecto al consumo público, se prevé una aceleración moderada, aunque con tasas anuales inferiores a las observadas en 2019 y a las que se proyectaban en el informe de julio, lo cual es consistente con un ritmo de ejecución de recursos mayor que el observado en el primer semestre por parte del Gobierno Nacional y los gobiernos locales. La inversión, por su parte, debería aumentar en niveles, gracias principalmente a la recuperación parcial de la construcción (en especial de las obras civiles y de la vivienda VIS). No obstante, esta expansión desde el muy bajo registro del segundo trimestre no impedirá que siga cayendo en términos anuales a tasas de dos dígitos. Con lo anterior, la demanda interna habría empezado a mostrar una recuperación de cierta importancia en el tercer trimestre, aunque sus niveles seguirían siendo bajos comparados con los de años anteriores. De igual manera, las exportaciones, impulsadas en particular por las ventas externas de café, oro y productos no tradicionales, muestran de nuevo aumentos después de la gran caída del segundo trimestre, según lo sugieren las cifras en dólares a agosto, aunque situándose en niveles comparables a los de 2011 (Gráfico 2.22). Un comportamiento similar se espera en el caso de las importaciones, teniendo en cuenta las cifras en dólares a septiembre (de acuerdo con avances de la DIAN) (Gráfico 2.23), aunque continuarían cayendo a tasas anuales mayores que las que se esperan para las exportaciones. Con esto, la demanda externa neta continuaría aportando positivamente a la variación anual del PIB, como lo hizo en el segundo trimestre.

La información disponible también sugiere un aumento de la producción en todas las ramas de la oferta para el tercer trimestre frente al segundo, en particular en aquellas que enfrentan menores restricciones de operación para disminuir el avance de la pandemia. Las cifras del segundo trimestre evidenciaron afectaciones especialmente importantes en los sectores más susceptibles a las medidas de distanciamiento social y en aquellos más afectados por la pronunciada reducción de los precios de materias primas exportadas a comienzos de año. Se estima que, con la flexibilización gradual de estas medidas, durante el tercer trimestre se habría presentado una recuperación importante en un amplio conjunto de ramas de actividad económica, aunque a niveles sustancialmente inferiores a los registrados con anterioridad a la pandemia. Este mejor comportamiento comenzó a evidenciarse en distintos indicadores sectoriales y en la medición más amplia de valor agregado realizada por el DANE con su indicador de seguimiento a la economía (ISE) (capítulo 3). La industria manufacturera y la construcción, especialmente en el segmento de obras civiles, habrían sido los sectores más beneficiados con la flexibilización de las medidas de aislamiento y la recuperación parcial de la demanda. Asimismo, ramas como la agropecuaria, la inmobiliaria y el subrenglón de administración pública, poco afectadas por el choque, habrían continuado mostrando variaciones anuales positivas en el tercer trimestre. Por el contrario, los sectores de actividades artísticas, de entretenimiento y recreación, junto con el comercio, reparación, transporte (en especial el aéreo), alojamiento y servicios de comida habrían presentado las mayores contracciones anuales, aunque con niveles superiores a los registrados durante el segundo trimestre debido a las mayores restricciones que enfrentan para operar y a la recomposición del gasto de los consumidores.

La reapertura de la mayoría de los sectores y una amplia flexibilización de las medidas de aislamiento social deberían encauzar la economía en una senda de recuperación más sólida hacia el cuarto trimestre, la cual se prolongaría en 2021.

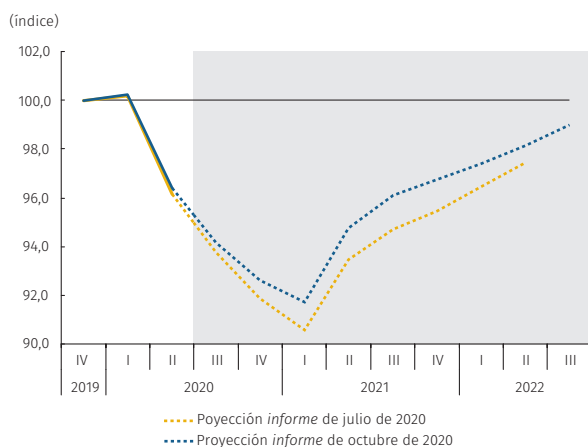
El equipo técnico estima una contracción del 7,6% en 2020 y una expansión del 4,6% en 2021 (Gráfico 2.24). Esta proyección supone que no se presentarían nuevos cierres de importancia en las actividades productivas como consecuencia de posibles rebrotes del Covid-19, o que no se alterarían las decisiones de gasto de los agentes por este motivo. Hacia el mediano plazo el escenario central contempla una recuperación gradual tanto del consumo privado como de la formación bruta de capital, en la medida que se dé una mejora paulatina de la confianza de consumidores e inversionistas. La probable existencia de una demanda represada en servicios como salud, esparcimiento y turismo en segmentos de la población que han mantenido su empleo y niveles de ingreso debería favorecer la recuperación del consumo si la emergencia sanitaria se atenúa. Para la formación bruta de capital fijo se sigue esperando que el subrenglón con mejor desempeño sea la inversión en otros edificios y estructuras, que incluye obras civiles, gracias a la continuación de los diferentes proyectos de infraestructura vial y al inicio de otro tipo de obras, en especial en algunas ciudades del país como Bogotá. También, se espera que en 2021 el crecimiento de la inversión sea sos-

Gráfico 2.24
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 2.25
 PIB acumulado, 4 trimestres (niveles) ^{a/}
 (2019, IV trim. = 100)



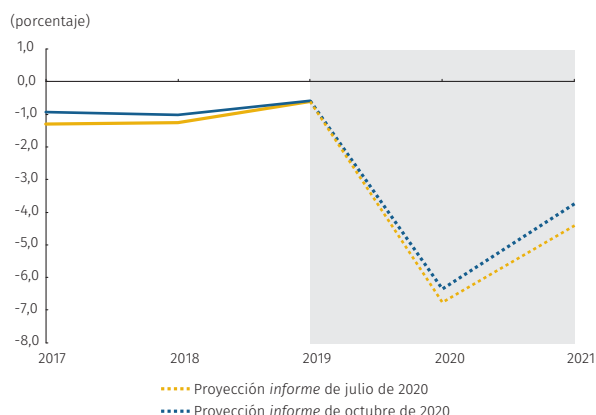
a/ Series desestacionalizadas y ajustadas por efectos calendario.
 Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

tenido por la construcción de vivienda, la cual estaría impulsada por diferentes programas del Gobierno. El aporte de las exportaciones sería limitado en lo que resta de 2020, aunque debería ganar protagonismo hacia 2021, con las mejores perspectivas de crecimiento para la economía mundial. A lo anterior se suma una base baja de comparación, que explicaría gran parte del aumento del PIB en 2021. Aquello sucedería en un contexto de amplia liquidez global y de acceso al financiamiento externo. La estimación de crecimiento económico para 2020 y 2021 fue revisada al alza con respecto al informe pasado. Lo anterior incorpora la menor caída observada en el primer semestre, debido a la revisión al alza del PIB del primer trimestre y por una contracción en el segundo (-15,5%) más leve que la proyectada (-16,5%), y una recuperación algo más rápida que la esperada para el tercer trimestre en algunos sectores económicos.

No obstante, la economía retornaría a los niveles de actividad observados antes de la pandemia solo a finales de 2022 (Gráfico 2.25), debido a la lentitud con la que se recuperaría la demanda y a unos términos de intercambio menores que los observados en años anteriores. Esta dinámica resultaría de una lenta recuperación del ingreso disponible de los hogares, en un entorno de tasas de desempleo elevadas que no se revertirían rápidamente y con una situación financiera frágil de las familias y las empresas. A esto se sumaría una recuperación gradual de la confianza, debido a la incertidumbre sobre la evolución de la pandemia y sus efectos sobre el gasto privado; los posibles efectos de una reforma fiscal como la mencionada en el marco fiscal de mediano plazo (MFMP); la débil recuperación esperada de la demanda externa, y unos precios de los bienes básicos que se recuperarían, pero a niveles que serían inferiores a los observados antes de la pandemia. Estos factores estarían explicando una mayor persistencia de la debilidad de la demanda agregada y estarían determinando, en mayor medida, la dinámica del producto en el horizonte de pronóstico. La tendencia decreciente de la inflación anual (descontando los efectos de los alivios temporales de precios) apoya la interpretación de una preeminencia de los choques negativos de demanda en la dinámica del crecimiento. Los choques que ha venido enfrentando la economía colombiana a raíz de la pandemia del Covid-19 también tendrían efectos persistentes sobre la capacidad productiva. Esto último debido, por ejemplo, a las limitaciones para la operación que subsistirían en algunos sectores, a los impactos sobre la inversión, a la reasignación sectorial de factores productivos y sus posibles consecuencias sobre la productividad y a otros efectos permanentes que dejarían las medidas de aislamiento social.

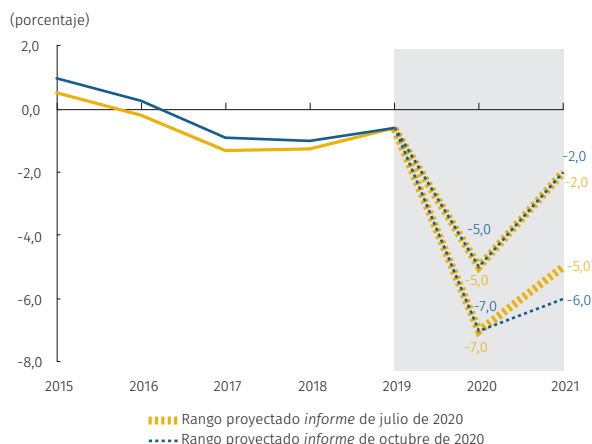
Dadas las cifras más recientes en materia de empleo y las previsiones de actividad económica, se espera que al final de 2020 la TD nacional se ubique entre el 15,1% y 16,9%. En agosto la tasa de desempleo registró un importante descenso como resultado de una mayor recuperación de la ocupación frente al retorno de los inactivos al mercado laboral, el cual ha sido más lento que lo considerado en el informe de julio (véase el capítulo 3). A partir de este hecho, y del nuevo escenario de pronóstico macroeconómico, se espera que la TD nacional

Gráfico 2.26
Brecha del producto anual^{a/}



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

Gráfico 2.27
Brecha del producto anual^{a/} (rango)



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

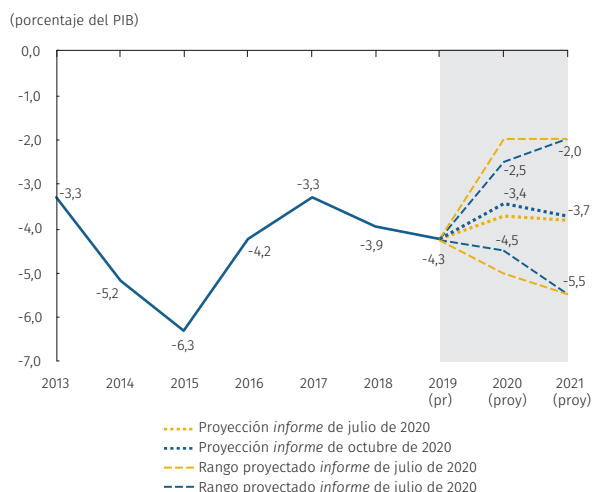
se situó entre el 15,1% y 16,9% en el cuarto trimestre. Esta proyección implica que el nivel de dicha tasa se ubicaría entre un 15,9% y 16,7% en promedio para todo 2020, lo que significa una corrección a la baja frente al intervalo presentado en el informe de julio (entre 16,5% y 19%). Se prevé que la demanda laboral continúe recuperándose el próximo año, aunque de manera muy gradual, por lo que se estima que en 2021 la TD nacional estaría entre el 14,0% y 16,3% en promedio.

La dificultad de pronosticar la evolución de la pandemia y sus efectos sobre la actividad económica implica una alta incertidumbre en la proyección del crecimiento económico. Si bien se espera que la actividad económica sostenga un ritmo de recuperación gradual en el horizonte de pronóstico, aún prevalecen altos niveles de incertidumbre sobre el desempeño de la economía global y la economía colombiana, sobre la composición de los choques de oferta y de demanda que ha generado la pandemia del Covid-19 y sus implicaciones sobre el crecimiento hacia adelante, atados a los riesgos que acarrea la evolución futura de la misma. Al tiempo que se escribía este documento se presentaba una nueva ola de contagios en Europa y en los Estados Unidos. No se puede descartar que esta situación se presente en Colombia, con el consiguiente impacto en la confianza de consumidores e inversionistas, en la demanda externa, en los términos de intercambio y en el comportamiento de las condiciones financieras externas e internas, entre otros. Una situación como esta retrasaría la recuperación de la economía y pospondría su convergencia a los niveles previos al Covid-19. En consecuencia, en este informe se mantuvieron unos rangos de pronóstico amplios en el horizonte de pronóstico que para 2020 se sitúa entre -9% y -6,5% y para 2021 entre 3 % y 7%. Estos rangos, al igual que el escenario central, contemplan un canal del crédito que continuaría operando en condiciones de relativa normalidad, en un contexto de amplia liquidez global y de acceso al financiamiento externo.

La economía colombiana enfrenta excesos de capacidad importantes, así como pérdidas en su producto potencial, que se mantendrían en el horizonte de pronóstico. En este informe se considera que los excesos de capacidad productiva que enfrentaría la economía en los próximos ocho trimestres serían significativos pero un poco menores que los previstos en el informe anterior, como resultado de la revisión al alza en los pronósticos de crecimiento. La emergencia sanitaria debida al Covid-19 y el menor precio del petróleo han generado choques complejos, tanto de oferta como de demanda, que tuvieron su mayor impacto en el segundo trimestre de este año y que habría empezado a ceder gradualmente a partir del tercer trimestre. Aun así, se espera que los choques de demanda predominen, dada la menor capacidad de gasto de la economía y los menores niveles de consumo e inversión, lo que se traduce en excesos de capacidad importantes. Con todo eso, la brecha del producto se situaría entre el -7,0% y -5,0% para 2020, y el -6,0% y -2,0% para 2021, con unos pronósticos centrales del -6,4% y -3,7%, respectivamente (gráficos 2.26 y 2.27). Estas estimaciones tienen implícitas un crecimiento del PIB potencial del -1,9% para 2020 y 1,8% para 2021, que es muy similar al obtenido en el informe de julio y que sigue siendo menor al estimado para 2019.

2.2.3 Balanza de pagos

Gráfico 2.28
Cuenta corriente anual



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

Para 2020 se espera que el déficit de la cuenta corriente sea inferior al observado un año atrás, acorde con la contracción prevista de la economía colombiana.

La reducción del gasto en importaciones y de las ganancias de las empresas con participación extranjera serían los principales factores que explicarían la corrección del déficit corriente. Estas dinámicas obedecerían a la caída significativa de la demanda interna, la depreciación del peso colombiano y los menores ingresos de las firmas extranjeras exportadoras de petróleo y carbón. Por otro lado, el ajuste del desbalance externo estaría limitado, entre otros factores, por la reducción de los términos de intercambio y de la demanda externa, la contracción de los ingresos por turismo, y la ampliación del déficit fiscal. Así, en 2020 el escenario central incluye un déficit de la cuenta corriente como proporción del PIB del 3,4%⁶, inferior al 3,7% presentado en el Informe anterior⁷. En 2021 el déficit se ubicaría en el 3,7% del PIB (Gráfico 2.28), como resultado de la recuperación de las importaciones y de la rentabilidad de las empresas con capital extranjero. Para ese año se espera que las mejores condiciones globales propicien la recuperación de los ingresos externos del país, compensando parcialmente la ampliación del déficit. La incertidumbre en los pronósticos sigue siendo elevada debido a los múltiples choques que afectan a la cuenta corriente, cuya magnitud y persistencia son inciertas, con lo cual los intervalos de pronóstico se mantienen amplios.

En adelante el país mantendría el acceso al financiamiento externo en un entorno de bajas tasas de interés y amplia liquidez en los mercados internacionales.

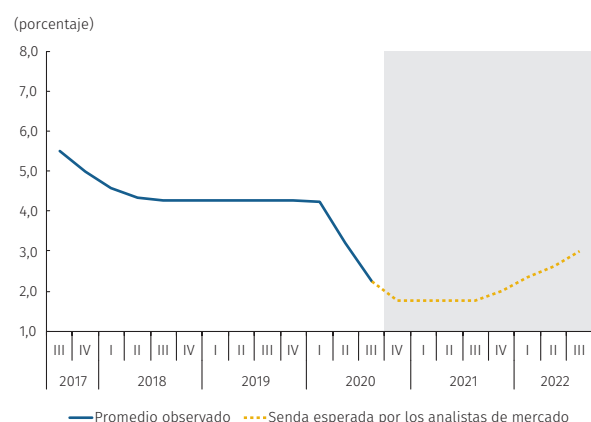
La inversión extranjera directa (IED) continuaría financiando una alta proporción del déficit de la cuenta corriente en 2020, aunque se vería reducida por el entorno económico actual, que limitaría tanto la reinversión de utilidades como las nuevas participaciones de capital. Acorde con la recuperación de la actividad económica local y con un mejor panorama externo, se espera que la IED repunte en 2021. En 2020, otras fuentes de recursos ganarían participación dentro de la estructura de financiamiento externo, en particular el endeudamiento y la liquidación de activos

6 Para el tercer trimestre de 2020 el déficit se ubicaría alrededor del 3% del PIB. Este resultado sería inferior a lo observado en el mismo período del año anterior y estaría asociado, principalmente, a las menores ganancias esperadas de las empresas con capital extranjero y a las reducciones de las importaciones de bienes y servicios. Estas dinámicas serían compensadas parcialmente por las caídas de los ingresos externos, en particular, las exportaciones de minerales e hidrocarburos, de productos industriales y de los servicios asociados al turismo.

7 Esta revisión del déficit corriente de 2020 frente al informe de julio obedece, principalmente, a los mayores ingresos externos esperados por remesas de trabajadores y, en menor medida, a los menores egresos netos derivados de las utilidades de las firmas. Lo anterior más que compensa el incremento del déficit comercial de bienes y servicios en 2020 con respecto al informe anterior. Vale la pena mencionar que las remesas se han recuperado de forma significativa luego de las caídas observadas en el segundo trimestre, presentando crecimientos anuales positivos en el tercer cuarto del año, esto a pesar de los deterioros en los mercados laborales de los países donde residen los migrantes colombianos. La recuperación de las remesas podría explicarse por el carácter contracíclico de estos recursos y por la política fiscal expansiva en países como los Estados Unidos, que estaría beneficiando el ingreso de los hogares.

Gráfico 2.29

Tasa de interés de política promedio trimestral observada y 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 octubre de 2020.
Fuente: Banco de la República.

por parte del sector público. Dada la contracción del desbalance externo prevista y las entradas de capitales hacia el sector público, se espera que el sector privado constituya activos en el exterior, compensando parcialmente la expansión de los pasivos externos del país.

2.2.4 Política monetaria y tasas de interés esperadas por los analistas

La mediana de la tasa de interés de política esperada por los analistas a finales de 2020 y 2021 se ubica entre el 1,75% y 2,00%, respectivamente (Gráfico 2.29). De acuerdo con la encuesta mensual de expectativas aplicada por el Banco de la República a los analistas en octubre, la mediana de las respuestas sugiere que la tasa de interés de política se ubicaría en el 1,75% en lo que resta del año, y que se mantendría constante en dicho nivel hasta el tercer trimestre de 2021. La encuesta señala un incremento de 25 pb en la tasa de política en el cuarto trimestre de 2021. La mayor proyección del crecimiento y de la inflación por parte del equipo técnico en este informe es compatible con un sendero esperado de tasas de interés de referencia en el horizonte de pronóstico (ocho trimestres) que, en promedio, es más alto que el esperado por el mercado en octubre del presente año. No obstante, dichas diferencias no son significativas, dados el tamaño del choque que está enfrentando la economía y la alta incertidumbre sobre el pronóstico macroeconómico.

Al igual que en el informe anterior, es elevada la incertidumbre sobre el crecimiento económico, la velocidad de recuperación y la naturaleza de los choques (oferta vs. demanda) que los determinan. En el ejercicio de pronóstico la principal fuente de incertidumbre sobre las proyecciones de inflación proviene de la evolución de la crisis sanitaria, la posibilidad de rebrotes (como se ha observado en algunos países), la velocidad con la cual los diversos sectores de la economía vayan reabriéndose y la dinámica de las condiciones externas contempladas por el equipo técnico. Se sigue esperando que el choque de demanda sea el que prime en la dinámica de la inflación. Adicionalmente, la evolución del mercado laboral, los salarios y sus expectativas serán importantes en la evaluación de las presiones inflacionarias en el horizonte de política monetaria.

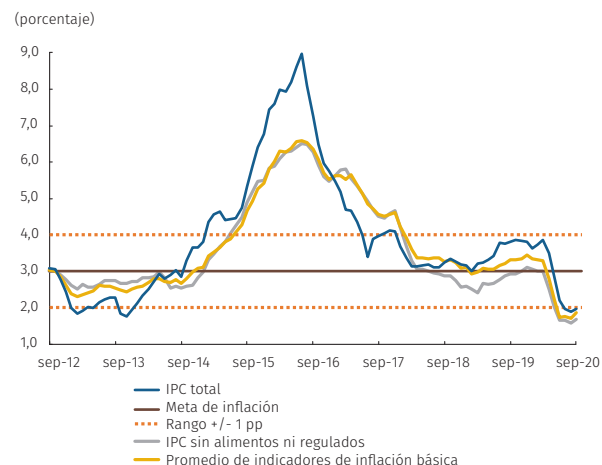
03 / Situación económica actual

3.1 Situación económica actual

3.1.1 Comportamiento de la inflación y precios⁸

La debilidad de la demanda y los excesos de capacidad productiva mantuvieron la inflación total y básica por debajo del 2% durante el tercer trimestre, pese a diversos choques que generaron resultados un poco por encima de lo previsto. Para el tercer trimestre la inflación al consumidor continuó mostrando una tendencia decreciente con respecto a junio, al pasar del 2,19% en este último mes al 1,97% en septiembre. Por su parte, la inflación básica, entendida como la inflación sin alimentos ni regulados, dejó de caer y se situó en septiembre en el 1,67%, aumentando frente a agosto debido, en gran parte, a la reversión programada de algunos alivios de precios. Algo similar sucedió con los otros indicadores de inflación básica (Gráfico 3.1). La caída de la inflación total anual entre junio y septiembre fue impulsada por las subcanastas de alimentos y de servicios. En contraste, bienes y regulados ejercieron presiones alcistas. El descenso y bajo nivel de la inflación en el tercer trimestre es atribuible a la debilidad de la demanda, a los marcados excesos de capacidad productiva, a un mercado laboral muy holgado y a los alivios en precios que se mantienen vigentes⁹, factores que, pese a la reapertura parcial de los mercados y la terminación del aislamiento social preventivo, continúan ejerciendo importantes presiones bajistas sobre los precios. Sin embargo, el reinicio de actividades productivas y comerciales conllevó a que algunos sectores afrontaran limitaciones de aforo o altos costos de bioseguridad, los cuales podrían estarse trasladando a los precios al consumidor en septiembre, como se observó en los gimnasios, restaurantes, algunos servicios personales y de transporte intermunicipal, entre otros. Asimismo, la reinstauración prevista del IVA para los planes de voz y datos de bajo costo (inferiores a COP 71.000) y la finalización de subsidios en las tarifas de acueducto y energía en varias ciudades, presionaron al alza los precios en septiembre. Los resultados para la inflación total a septiembre estuvieron por encima de lo previsto por el equipo técnico en el informe de julio, en parte porque se subestimaron los efectos de la devolución de los alivios de precios y los costos asociados a las condiciones de operación de la nueva norma-

Gráfico 3.1
Índice de precios al consumidor (IPC) e indicadores de inflación básica (variación anual)

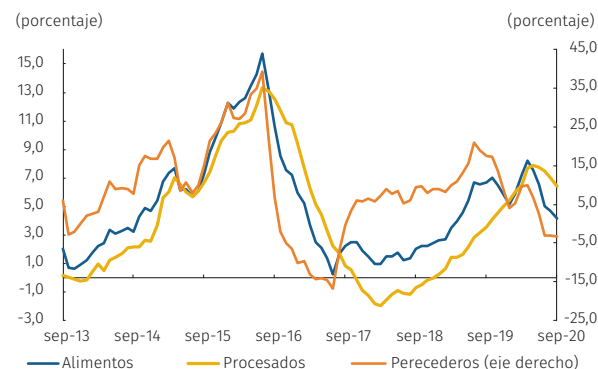


Fuentes: DANE y Banco de la República.

8 A partir de este informe la inflación al consumidor se analizará con la nueva clasificación implementada por el equipo técnico del Banco de la República, la cual divide la canasta del IPC entre bienes, servicios, y las nuevas clasificaciones de alimentos y regulados. Asimismo, desde esta publicación se introducen los nuevos indicadores de inflación básica. Al respecto véase el Recuadro 2 del *Informe de Política Monetaria* de julio de 2020: “Nueva clasificación del Banco de la República de la canasta del IPC y revisión de medidas de inflación básica en Colombia”.

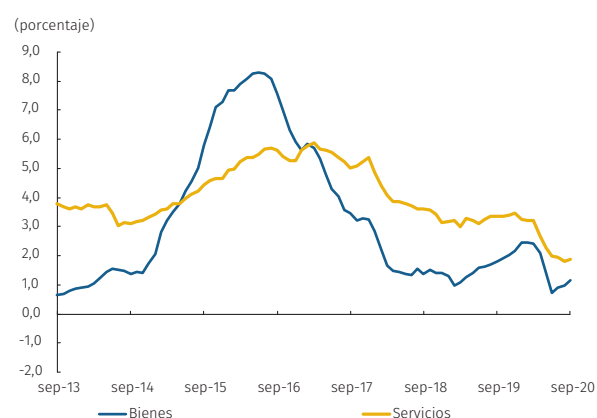
9 Véase, al respecto, el Recuadro 1 del *Informe de Política Monetaria* de julio de 2020: “Estimación del impacto de los alivios de precios sobre la inflación”.

Gráfico 3.2
IPC de alimentos y sus componentes
(variación anual)



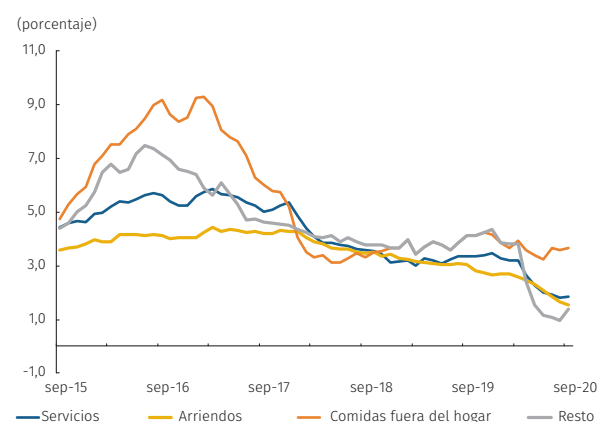
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

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



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

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



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

lidad. Sin embargo, estas diferencias no implicaron cambios significativos en las tendencias anticipadas para la inflación.

La variación anual del IPC de alimentos continuó reduciéndose durante el tercer trimestre en un contexto de una amplia oferta agrícola y condiciones climáticas favorables. La caída ininterrumpida entre junio (6,55%) y septiembre (4,13%) refleja la oferta amplia de alimentos y la moderación en las compras de abastecimiento preventivo (Gráfico 3.2). De igual manera, el buen régimen de lluvias de los últimos meses ha contribuido a la mayor productividad agropecuaria y a mejorar el abastecimiento de alimentos, cuyo nivel de septiembre y lo corrido de octubre es relativamente alto. En consecuencia, el crecimiento anual en los precios de alimentos perecederos retrocedió del 2,52% en junio al -3,42% en septiembre, mientras que el componente procesado lo hizo del 7,75% al 6,40% (Gráfico 3.2). En esta subcanasta es posible que la moderación de la demanda, frente a los altos niveles registrados al inicio de la pandemia, esté compensando las recientes presiones alcistas provenientes del aumento de algunos precios internacionales de alimentos (en especial cereales), cuya oferta se ha visto restringida por eventos climáticos adversos en diversas regiones del mundo y restricciones a las exportaciones por parte de algunos de los principales productores. Los precios internacionales de algunos alimentos, como por ejemplo la carne de cerdo, también vienen aumentando por problemas fitosanitarios (cerdo) y por el impulso de la demanda tras la reactivación económica de China y la reapertura de los mercados internacionales tras la pandemia.

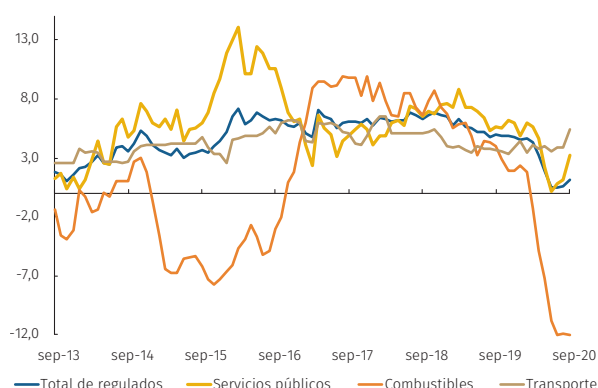
La canasta de servicios, el otro gran componente del IPC que contribuyó al descenso de la inflación durante el tercer trimestre, siguió afectada por la baja demanda, sobre todo en algunos rubros de gran peso en la canasta del consumidor. El ajuste anual de los servicios sin alimentos ni regulados pasó del 2% en junio al 1,86% en septiembre (Gráfico 3.3). Esta dinámica se explica, en gran medida, por la presión bajista ejercida por los arriendos, cuya variación de precios retrocedió desde un 2,1% en junio al 1,5% en septiembre, la más baja de las últimas décadas (Gráfico 3.4). Ante la caída de los ingresos de los arrendatarios, los cánones de arrendamiento se han venido renegociando, lo cual ha estado acompañado de políticas de congelamiento establecidas por el Gobierno Nacional. La educación no regulada también presentó caídas en niveles que no se habían observado en el pasado y que se corresponden con un descenso en las matrículas de estudiantes. No obstante, otros ítems registraron alzas que no se esperaban. Tal es el caso de las comidas fuera del hogar, las cuales han sorprendido porque no han incorporado en sus precios la eliminación temporal del impuesto al consumo¹⁰, con lo cual la variación anual observada en septiembre (3,6%) no ha cambiado con respecto a la observada en febrero, mes previo a la pandemia (Gráfico 3.4). Esto podría estar asociado a que la eliminación temporal del impuesto al consumo no ha compensado los costos crecientes, asociados con una mayor participación del servicio a domicilio, la bioseguridad y la

10 Tarifa establecida en el 8%.

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

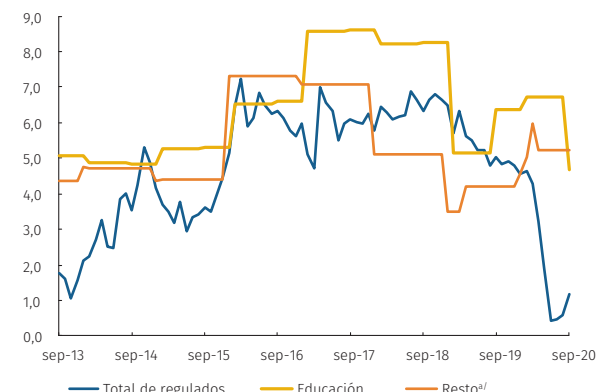
A.

(porcentaje)



B.

(porcentaje)



a/ Incluye educación regulada y transporte intermunicipal, entre otros.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

reducción preventiva del aforo en los restaurantes. Igualmente, el transporte municipal aumentó de forma importante. En septiembre, con el reinicio de los viajes intermunicipales, sus tarifas subieron más del 18%, lo que podría estar asociado a las significativas presiones alcistas originadas por los costos de bioseguridad, pero, especialmente, por la reducción de las sillas habilitadas para poder operar.

Durante el tercer trimestre la canasta de bienes (sin alimentos ni regulados) registró repuntes en el ajuste de sus precios, aunque a tasas que siguen siendo bajas.

A partir de julio el desconfiamento gradual a lo largo del territorio nacional estuvo acompañado por una mayor demanda de medios de transporte particular, como los vehículos, motos y bicicletas, cuyos significativos incrementos de precios durante el tercer trimestre hicieron que el segmento de bienes del IPC aumentara del 0,73% en junio al 1,15% en septiembre (Gráfico 3.3). En el caso de los vehículos, la entrada de nuevos modelos también implicó ajustes alcistas en sus precios. Adicionalmente, y dado el rezago con el cual opera, aún se podría estar transmitiendo a los precios de los bienes el repunte del tipo de cambio presentado durante el segundo trimestre del año. Es importante anotar que el no cobro del IVA para los artículos de aseo e higiene personal, programado hasta finales de agosto, se extendió con la prórroga de la emergencia sanitaria hasta finales de noviembre¹¹. Lo anterior, sumado a las presiones bajistas que ejerce una demanda muy débil, una brecha del producto en terreno negativo y un mercado laboral deteriorado, ha compensado parcialmente estas presiones alcistas.

La expiración de los alivios tarifarios en los servicios públicos, entre otros factores, generaron alzas en el IPC de regulados durante el tercer trimestre.

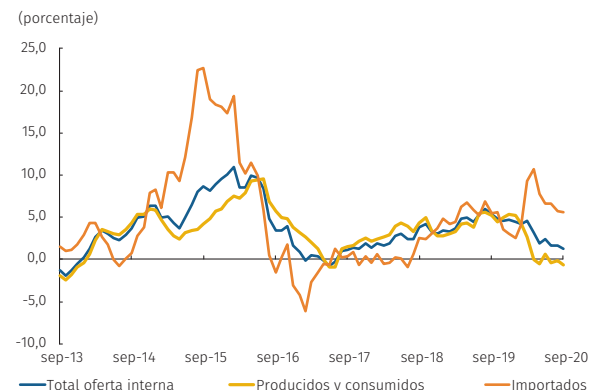
De esta manera, el ajuste anual de regulados aumentó del 0,44% en junio al 1,19% en septiembre (Gráfico 3.5, panel A). Durante el tercer trimestre el subgrupo de servicios públicos mostró una variación anual creciente en sus tarifas (del 0,1% en junio al 3,2% en septiembre), producto de la finalización de los alivios de precios en los servicios de acueducto y electricidad en varias ciudades¹². En contraste, el servicio de gas presentó una importante disminución en septiembre tras la medida adoptada por el Gobierno Nacional de otorgarle un subsidio transitorio (por dos meses) de 10 pp adicionales al consumo básico de gas de los estratos 1 y 2¹³. También, las tarifas del transporte público aumentaron, en especial en septiembre, reflejando alzas en el servicio de buses y taxis en Cartagena. En contraste, los cambios anuales de las subcanastas de combustibles (del -10,8% al -11,9%) y educación regulada (del 6,7% al 4,7%) cayeron entre junio y septiembre

11 Véase la Resolución 1462 del 25 de agosto de 2020, Ministerio de Salud y Protección Social.

12 Los alivios aplicados en las tarifas de los servicios públicos fueron de diferente tipo, desde gratuidad en el servicio, congelamiento de tarifas y aumento en los subsidios, hasta descuentos por pronto pago. Las ciudades que ofrecieron uno o varios de estos tipos de ayudas, con una reducción importante en las tarifas, fueron: Pereira, Ibagué, Neiva, Montería, Villavicencio, Pasto y Bogotá.

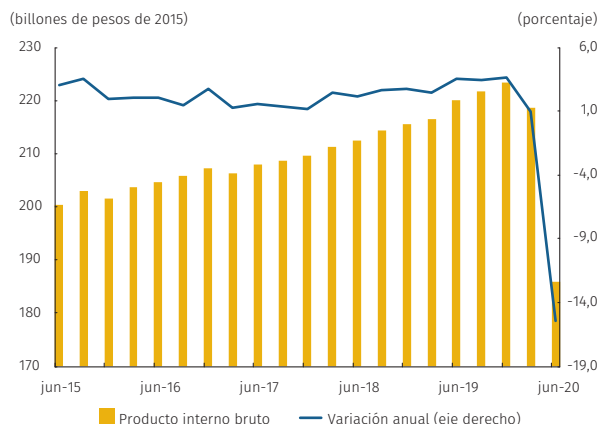
13 Al respecto, véase la Resolución 40236 del 14 de agosto de 2020, Ministerio de Minas y Energía.

Gráfico 3.6
IPP por procedencia
(variación anual)



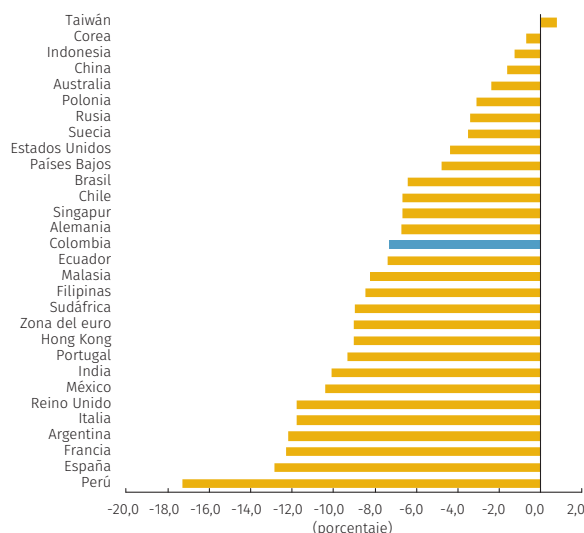
Fuente: DANE.

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



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

Gráfico 3.8
Crecimiento anual en el primer semestre de 2020
(porcentaje; países seleccionados)



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

(Gráfico 3.5, panel A y B). Por su parte, la educación regulada (primaria y bachillerato) comenzó el calendario B con ajustes en matrículas y pensiones a la baja ante la caída de la demanda (Gráfico 3.5, panel B).

Los datos más recientes para los costos no laborales continuaron mostrando la trayectoria descendente que vienen registrando desde hace un año. Al aproximar estos costos no laborales con la variación anual del IPP de oferta interna, su variación pasó del 2,36% en junio al 1,20% en septiembre (Gráfico 3.6). La variación del componente local del IPP retrocedió de terreno positivo en junio (0,56%) a terreno negativo en septiembre (-0,67%), lo cual se explica, en especial, por la capacidad instalada sobrante en la industria, sector que lideró la caída de este componente y por la debilidad de la demanda. Por su parte, el cambio anual del IPP importado también continuó cayendo entre junio (6,60%) y septiembre (5,64%), comportamiento que estaría asociado, en parte a la caída puntual en los precios al productor de algunos productos (bebidas alcohólicas y refinación del petróleo).

3.2 Crecimiento y demanda interna

3.2.1 El PIB del segundo trimestre

Las cifras del PIB del segundo trimestre confirmaron el fuerte impacto que ha tenido la pandemia y la emergencia sanitaria producida por esta en la economía colombiana. En el segundo trimestre el PIB registró una contracción anual sin precedentes (-15,5%) en la serie desestacionalizada y ajustada por efectos calendario (daec)¹⁴ (Gráfico 3.7), aunque algo menor que la prevista por el equipo técnico en el pasado *Informe de Política Monetaria* (-16,5%). La variación anual registrada para este período es equivalente a una caída del 47,6% en términos de variaciones trimestrales anualizadas. Adicionalmente, el DANE realizó una revisión del crecimiento del primer trimestre del 0,4% al 1,0% en la serie daec¹⁵, explicada principalmente por mejores resultados en el sector de comercio, reparación, transporte y alojamiento, y el renglón de construcción de obras civiles, por el lado de la producción, y por las exportaciones, según el enfoque del gasto. Estos registros ubican el crecimiento del primer semestre en -7,3%¹⁶, siendo este un desempeño similar al de otras economías de la región y al de algunos países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) (Gráfico 3.8).

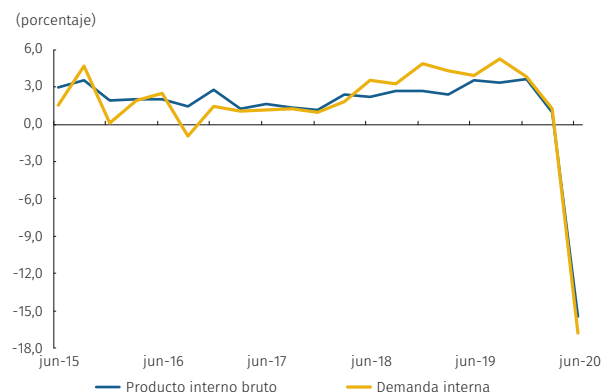
Por el lado de la demanda, las medidas por la emergencia sanitaria generaron caídas profundas en todos los grandes componentes del PIB. En el segundo trimestre la demanda interna registró una contracción anual algo superior a la del PIB (-16,8%) (Gráfico 3.9). Dentro de este agregado cayeron notablemente tanto la formación bruta de capital (-33,3%) como

14 En la serie original la caída fue del 15,7%.

15 Del 1,1% al 1,4% en la serie original.

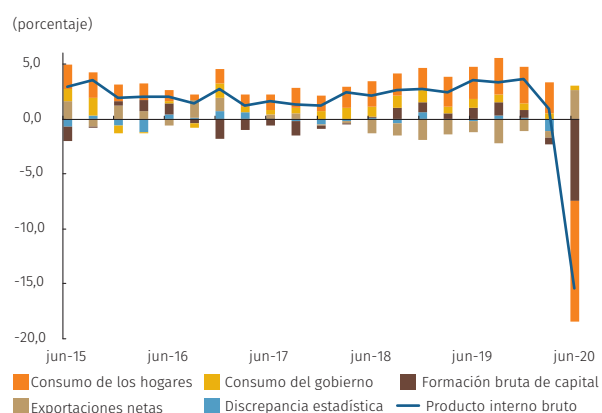
16 Del -7,4% en la serie original.

Gráfico 3.9
Producto interno bruto y demanda interna trimestral^{a/}
(variación anual)



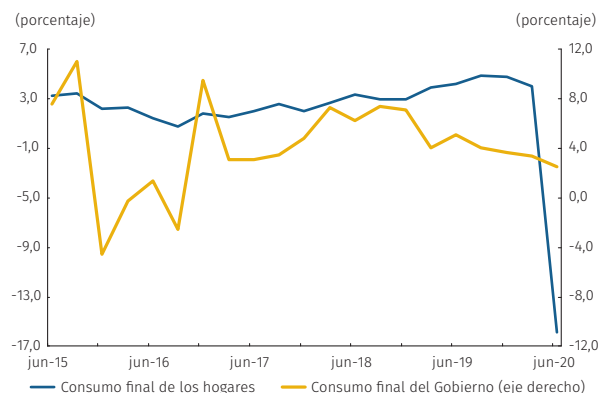
a/ Series desestacionalizadas y corregidas por efectos calendario.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.10
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.

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.

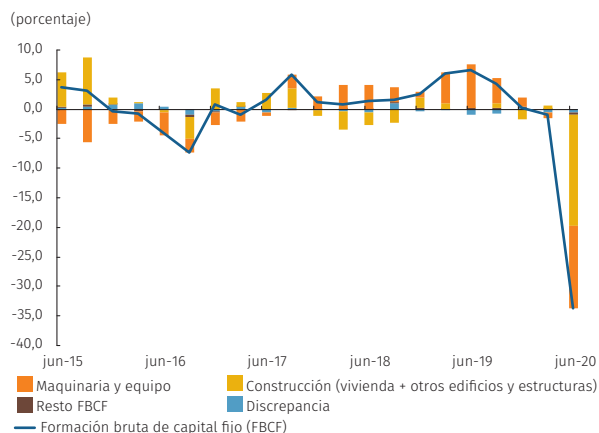
el consumo (-12,5%). Por su parte, la demanda externa neta contribuyó positivamente a la variación anual del PIB, con un retroceso mayor de las importaciones frente al de las exportaciones (Gráfico 3.10).

El consumo tuvo su mayor caída desde que se tienen registros trimestrales, siendo el gasto privado en bienes durables y en semidurables los segmentos más golpeados. El consumo de los hogares presentó una caída de magnitud semejante a la del PIB (-15,8%), en parte, producto de las medidas de distanciamiento social adoptadas para enfrentar la pandemia y que llevaron al cierre de una importante fracción del comercio de bienes y servicios en el país. Dentro de este agregado todos los renglones de consumo registraron variaciones anuales negativas y de magnitudes históricas, a excepción del gasto en bienes no durables, el cual creció, aunque a un menor ritmo que en el primer trimestre. Resaltan los retrocesos del consumo durable y semidurable, ambos superiores al 35%. Aunque menor, la caída del consumo de servicios (-21,1%) representó la mayor contribución a la contracción del consumo privado. Por su parte, el consumo público se desaceleró frente a los registros de los primeros tres meses del año, y su dinámica fue significativamente inferior a la prevista (Gráfico 3.11). Este desempeño habría sido consistente, entre otros, con un bajo nivel de ejecución de los recursos por parte del Gobierno Nacional y los gobiernos locales, reflejo de las dificultades que trajo consigo la pandemia. Con lo anterior, el consumo total registró una disminución anual del -12,5% y, dado su peso en el PIB, aportó la mayor contribución a la contracción anual del segundo trimestre desde el punto de vista del gasto.

Todos los principales renglones de la formación bruta de capital registraron fuertes caídas anuales (Gráfico 3.12). Las más importantes fueron las de la inversión en vivienda (-40,0%) y en maquinaria y equipo (-37,0%). Sin embargo, en este último caso las cifras mensuales de importaciones de bienes de capital sugieren alguna recuperación en mayo y junio respecto a los registros de abril. La inversión en otros edificios y estructuras registró una caída (-28,6%) superior a la prevista, principalmente debido al comportamiento de la construcción de obras civiles, según lo sugieren los datos de la oferta.

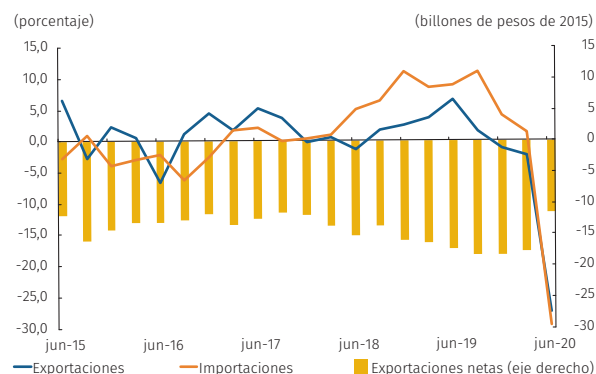
El valor real de las exportaciones y de las importaciones cayó a tasas anuales superiores al 25%, retrocediendo hasta niveles no observados hace casi una década. Como consecuencia de las profundas caídas en la actividad económica y la demanda de los principales socios comerciales del país y una menor producción de materias primas, las exportaciones disminuyeron un 27,5% anual en el segundo trimestre. Las mayores contribuciones a este retroceso provinieron de las ventas externas de bienes básicos (petróleo y carbón) y servicios, que fueron apenas parcialmente contrarrestadas por el desempeño favorable de las exportaciones de metales preciosos. Por otro lado, las importaciones cayeron anualmente un 29,6%, comportamiento consistente con el desplome de la demanda interna y las limitaciones del comercio internacional (Gráfico 3.13). Con estos resultados, el déficit comercial registró una reducción mayor que la prevista frente al trimestre anterior, y la demanda externa

Gráfico 3.12
Formación bruta de capital fijo trimestral^{a/}
(variación anual, contribuciones)



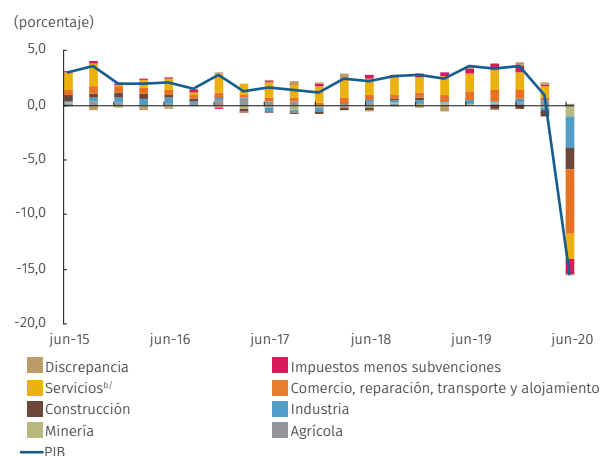
a/ Series desestacionalizadas y corregidas por efectos calendario.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

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
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.

neta aportó una contribución positiva, aunque modesta, al crecimiento del período abril-junio.

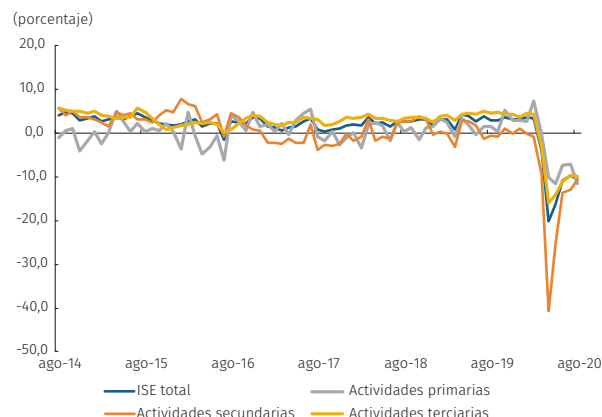
La emergencia sanitaria y las medidas de aislamiento social para la contención de la pandemia del Covid-19 llevaron a que la mayoría de las ramas de actividad económica registraran contracciones en el segundo trimestre (Gráfico 3.14). Las mayores caídas se registraron en aquellas ramas directamente afectadas por las medidas de aislamiento social y autocuidado. Tal es el caso de las actividades artísticas, de entretenimiento y recreación (-37,1%), el comercio, reparación, transporte y alojamiento (-33,9%), y la construcción (-30,5%)¹⁷. Por otro lado, solo tres ramas de actividad registraron expansiones anuales: el sector agropecuario (0,2%), favorecido por un muy buen resultado del subrenglón de pesca; las actividades inmobiliarias (2,0%), en parte gracias a las medidas administrativas que garantizaron los contratos de arrendamiento vigentes, y el sector financiero y de seguros (1,0%), con contribuciones positivas de los segmentos de intermediación financiera y seguros, y negativas de comisiones y auxiliares. Por grandes agrupaciones, el mejor resultado en el trimestre se explica por mayores registros que los previstos en las ramas secundarias y en el renglón de impuestos menos subvenciones. Si bien el resultado del agregado de las ramas terciarias fue cercano al proyectado, se resaltan diferencias dentro del mismo. El sector de actividades artísticas, de entretenimiento y recreación resultó mucho mejor que el esperado, mientras que la caída anual de la rama de administración pública y defensa (-3,5%) fue mayor que la prevista y explicada principalmente por el desplome del valor agregado en las actividades de atención en salud.

Luego de una profunda caída en abril, la economía se fue recuperando gradualmente en tanto se relajaban las medidas de distanciamiento social, aunque sin alcanzar los niveles previos a la crisis. El indicador de seguimiento a la economía (ISE) refleja un patrón de recuperación a lo largo del trimestre, acorde con la flexibilización paulatina de las medidas de aislamiento social. Así, los registros mensuales del trimestre dan cuenta de una contracción pronunciada en abril (-20,2%) y de menores caídas anuales en mayo (-16,1%) y junio (-11,0%). Este patrón es especialmente notorio en las ramas secundarias, las cuales, luego de una caída anual del -40,7% en abril, presentaron registros significativamente más favorables, aunque aún en terreno negativo en mayo (-25,2%) y junio (-13,7%), lo que contribuyó a moderar la contracción del segundo trimestre. No obstante, a junio la actividad económica agregada se sitúa en niveles menores que los registrados con anterioridad a la pandemia¹⁸.

17 En esta rama el comportamiento de edificaciones fue mejor que el previsto, mientras que la caída en la construcción de obras civiles fue más acentuada.

18 Registrando niveles que se estiman serían cercanos al 90% de los observados previos a la pandemia.

Gráfico 3.15
ISE total y por sectores de actividad ^{a/b/}
(variación anual)

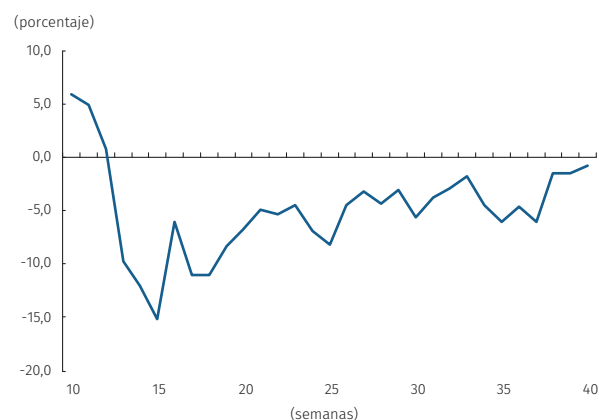


a/ Actividades primarias: agricultura, caza, silvicultura y pesca; y explotación de minas y canteras. Actividades secundarias: industrias manufactureras y construcción. Actividades terciarias: suministro de electricidad, gas y agua; comercio, reparación, transporte y alojamiento; información y comunicaciones; 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 3.16
Demanda de energía total por semana en 2020
(variación anual)



Nota: la variación anual se toma entre las semanas equivalentes 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. El tercer trimestre comprende desde la semana 27 hasta la semana 40.

Fuente: XM, cálculos del Banco de la República.

3.2.2 Indicadores de actividad económica del tercer trimestre

Los indicadores disponibles sugieren que la actividad económica habría continuado su proceso de recuperación en el tercer trimestre. La flexibilización de las medidas de aislamiento social y la reapertura de más sectores productivos habrían permitido que la actividad económica recuperara dinamismo en el tercer trimestre frente al nivel históricamente bajo del segundo. Ello habría sucedido, a pesar de las cuarentenas localizadas en algunas ciudades del país durante parte de julio y agosto. Así lo reflejan distintos indicadores sectoriales, cuyos decrecimientos anuales continuaron moderándose en julio: en series desestacionalizadas, las ventas del comercio minorista sin combustibles ni vehículos pasaron del -4,7% en junio al -4,6% en julio, la producción de la industria manufacturera del -11,5% al -8,8% y el ISE, que representa la medición más completa de actividad económica, del -11,0% en junio al -9,6% en julio. No obstante, y como se preveía, en agosto el ISE presentó algún retroceso (-10,6%) debido a la reimposición de cuarentenas por parte algunos gobiernos locales. Las actividades primarias fueron las que mostraron el mayor retroceso (del -7,2% en julio al -11,6% en agosto), mientras las actividades secundarias continuaron mostrando alguna mejora (Gráfico 3.15). Otros indicadores, como la demanda de energía (Gráfico 3.16), los de movilidad, las cifras de transacciones de varios bancos comerciales y las matrículas de vehículos revelan que la actividad económica continuó mejorando en septiembre, impulsada por la continuación en la reapertura de varias ramas de la producción, la flexibilización en las restricciones de movilidad y la recuperación paulatina del consumo, especialmente de bienes durables y algunos servicios.

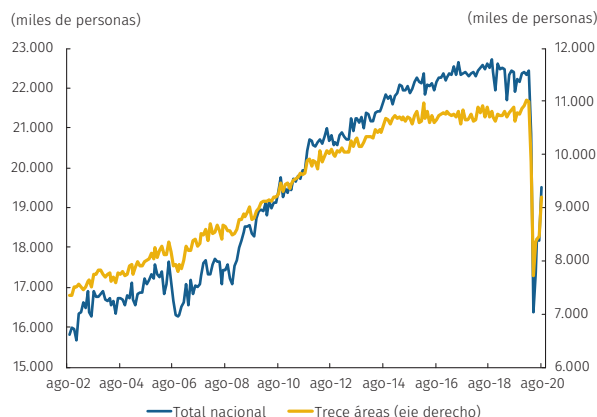
3.3 Mercado laboral¹⁹

El mercado laboral continúa fuertemente deteriorado y con un empleo formal que no repunta en las ciudades, pese a la importante recuperación de la ocupación en agosto. Las cifras mensuales desestacionalizadas²⁰, entre mayo y julio, mostraban un mercado laboral que, a pesar de registrar crecimientos intermensuales, se estaba recuperando muy lentamente. En agosto mostraron una importante recuperación del empleo, tanto nacional como en las trece principales ciudades, al aumentar frente a julio en un 7,3% (1,3 millones de puestos de trabajo) y un 8,7% (cerca de 734.000 empleos), respectivamente (Gráfico 3.17). Sin embargo, los niveles de ocupados aún se ubican 2,9 millones por debajo de los observados en febre-

¹⁹ 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>. Dicho reporte contiene, además, un análisis del efecto que el choque del Covid-19 tuvo sobre las empresas formales y su empleo.

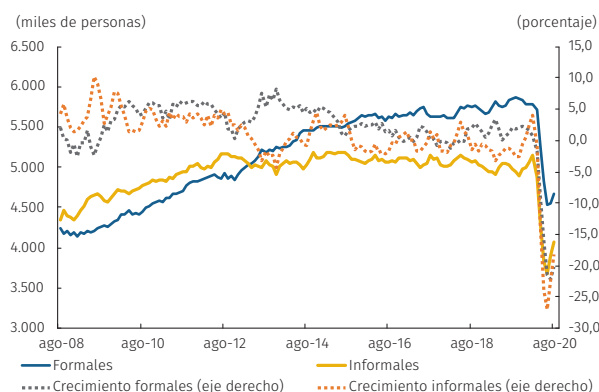
²⁰ Las series del mercado laboral presentan estacionalidad, es decir, sus valores son sistemáticamente más altos o bajos dependiendo del mes del año. Este fenómeno debe aislarse mediante técnicas estadísticas para poder hacer comparaciones entre meses del mismo año. Por tal razón, la información presentada en esta sección corresponde a las series sin dichos efectos calendario, conocidas como series desestacionalizadas.

Gráfico 3.17
Ocupados en la GEIH
(series mensuales desestacionalizadas)



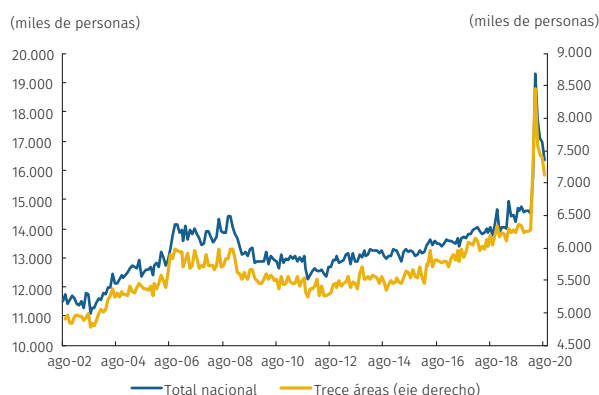
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.18
Ocupados según calidad de empleo: trece principales áreas metropolitanas
(trimestre móvil desestacionalizado)



Nota: el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) considera de manera oficial como informales los trabajadores que laboran en establecimientos, negocios o empresas que ocupen hasta cinco personas en todas sus agencias y sucursales, incluyendo al patrono y/o socio, y exceptuando los profesionales cuenta propia y los obreros y empleados del Gobierno.
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.19
Inactivos de la GEIH
(series mensuales desestacionalizadas)



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

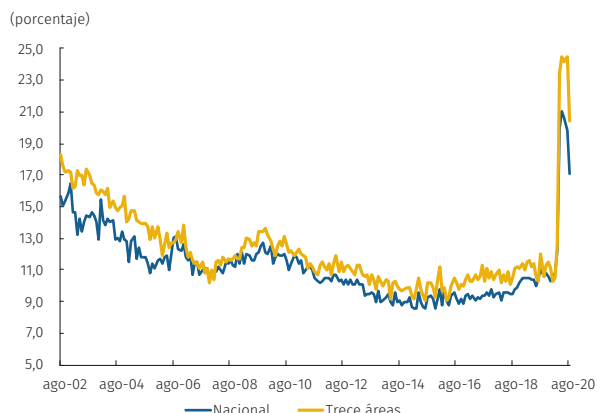
ro, lo que evidencia una demanda laboral que sigue estando fuertemente deteriorada. En las ciudades el repunte en agosto fue jalonado en mayor medida por el segmento informal, el cual para el trimestre móvil a agosto aumentó un 4,2% (alrededor de 165.000 empleos), frente al terminado en julio; mientras que el empleo formal creció un 2,9% (cerca de 130.000 empleos) (Gráfico 3.18). Este débil crecimiento del empleo asalariado y formal también se observa en indicadores alternos, tales como la PILA, las cajas de compensación familiar y las administradoras de riesgos profesionales, los cuales a agosto siguen sin mostrar señales de recuperación.

La oferta laboral continúa recuperándose a raíz de la reincorporación de los inactivos a la actividad productiva. Como consecuencia de las medidas de aislamiento preventivo obligatorio, que impidieron la búsqueda activa de empleo, una proporción considerable de personas que perdieron su trabajo se dirigió hacia la inactividad en abril. La flexibilización de estas medidas y la reapertura gradual de los sectores económicos, que se ha dado desde mayo, ha permitido que los picos históricos de inactivos se replieguen y, por tanto, la oferta laboral muestre una recuperación. Frente a julio, los inactivos en agosto disminuyeron un 3,5% en el total nacional (cerca de 599.000 inactivos) y un 3,6% en las trece ciudades (aproximadamente 269.000 inactivos) (Gráfico 3.19). Estos crecimientos intermensuales han implicado que entre mayo y agosto 3,0 millones de personas se reincorporaran al mercado laboral y, acorde con las cifras de la GEIH, una proporción importante transitara a la ocupación, ya sea retornando a sus antiguos empleos o a nuevos puestos de trabajo. No obstante, aún persiste una proporción significativa de inactivos que podría entrar al mercado y presionar al alza la tasa de desempleo en los próximos meses.

La mayor recuperación de la demanda laboral implicó un descenso de las tasas de desempleo; sin embargo, estas aún se mantienen en niveles históricamente altos y con un comportamiento heterogéneo por grupos poblacionales. El mayor crecimiento de la ocupación frente a la caída de la inactividad implicó un importante descenso de la tasa de desempleo (TD) en agosto. En este mes, la TD nacional desestacionalizada fue del 17,1%, es decir, 2,7 pp por debajo de la observada en julio, mientras que en las trece ciudades descendió 4,1 pp y se ubicó en 20,4%; niveles que continúan siendo históricamente altos (Gráfico 3.20). Al analizar el comportamiento de la TD nacional por grupos poblacionales, se observa que el deterioro del mercado laboral ha sido mayor para las mujeres debido a que su empleo se concentraba en actividades económicas con mayores restricciones de su operación, tales como comercio, alojamiento y servicios. Para el trimestre móvil a agosto la TD nacional de las mujeres se ubicó en el 24,7%, 9,3 pp por encima de la TD de los hombres. Cabe señalar que este mayor deterioro de la TD también ha sido marcado para los jóvenes, los no jefes de hogar y los trabajadores menos educados.

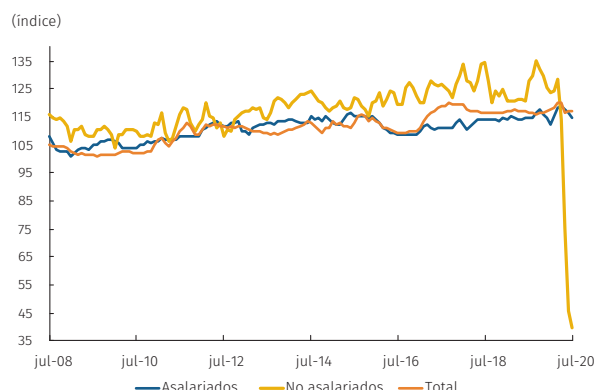
El mercado laboral se mantendría holgado durante el horizonte de pronóstico, por lo que no existirían presiones inflacionarias vía costos salariales. La información proveniente de los indicadores de vacantes, tanto de avisos clasificados como

Gráfico 3.20
Tasa de desempleo por dominios
(series mensuales desestacionalizadas)



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

Gráfico 3.21
Índice de ingreso laboral real mediano mensual: veintitrés ciudades^{a/}
(trimestre móvil desestacionalizado)

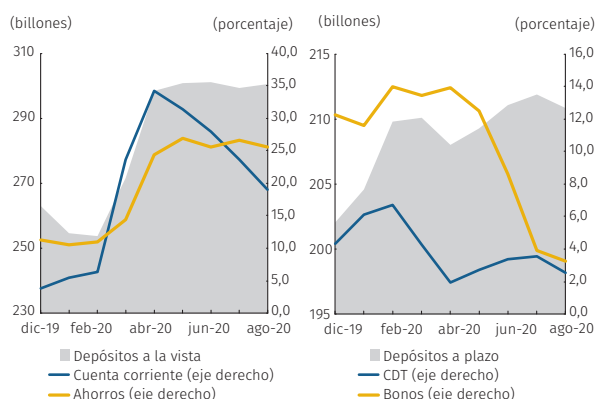


a/ Base: marzo de 2007.
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.22
Saldo de los depósitos
(promedio mensual y variación anual)

A. Depósitos a la vista^{a/}

B. Depósitos a plazo



a/ Incluye cuentas corrientes, depósitos de ahorro y otros depósitos a la vista.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

del Servicio Público de Empleo (SPE), sugiere una recuperación lenta de las vacantes disponibles luego de tocar fondo en el segundo trimestre. Este hecho, junto con la evolución reciente de la TD, a la luz de la curva de Beveridge sugeriría que el mercado laboral colombiano se mantiene muy holgado y presionaría a la baja la inflación vía menores costos salariales²¹. Esta implicación ya se manifiesta al analizar el ingreso laboral real mediano, el cual en el caso del segmento no asalariado continúa fuertemente deteriorado (Gráfico 3.21), debido a la reducción de la remuneración por hora y de las horas trabajadas. Por su parte, las cifras de la encuesta de hogares muestran un segmento asalariado con ingresos que se han mantenido relativamente estables y, que incluso en las encuestas sectoriales, que capturan más este tipo de empleo, se ha observado una recuperación en los sueldos, frente a la caída abrupta de abril. No obstante, el menor crecimiento del empleo asalariado dada las rigideces propias de este mercado implicarían que dicho aumento no sería suficiente para generar presiones inflacionarias vía costos salariales.

3.4 Mercado financiero y monetario

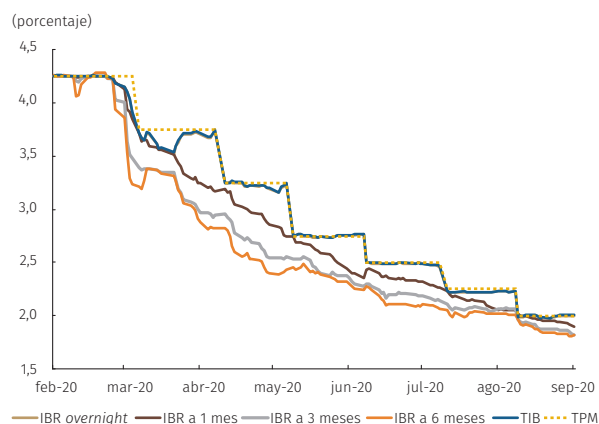
La preferencia de los agentes económicos por activos líquidos se ha moderado y se ha estabilizado en niveles altos, en un entorno de amplia liquidez y de reducciones en la tasa de interés de política monetaria (TPM). En el segundo trimestre se registró un fuerte incremento de la demanda por liquidez que se vio reflejada en un aumento significativo de los depósitos a la vista y del efectivo (Gráfico 3.22, panel A). Esto se dio en un entorno de alta incertidumbre, de una fuerte caída del producto y de descensos de la inflación observada y esperada por debajo de la meta. Al tiempo, y en respuesta a lo anterior, el Banco de la República suministró la liquidez requerida por el mercado, amplió significativamente su balance²² e inició un período de reducciones en la TPM. De esta forma, en el segundo trimestre los depósitos a la vista y el efectivo aumentaron significativamente, y en lo corrido del tercero se mantuvieron en niveles altos, pero relativamente estables (Gráfico 3.22, panel A). En el mismo período los recaudos de recursos a plazos se recuperaron a niveles similares previos a la pandemia, pero registran crecimientos anuales bajos (Gráfico 3.22, panel B). Así, en agosto, y en términos anuales, el total de depósitos se incrementó 14,1% (12,0% real), producto de una elevada dinámica de los depósitos de ahorro (25,6%) y de las cuentas corrientes (19,1%). En el mismo mes el total de CDT aumentó un 2,6% y la captación por bonos bancarios un 3,2%. El aumento del efectivo fue del 33%, tasa anual similar a la registrada en junio y julio.

21 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.

22 Véase el Recuadro 2: “Medidas que ha implementado la JDBR para enfrentar los efectos del Covid-19 sobre la economía colombiana,” *Informe de Política Monetaria*, abril de 2020.

Gráfico 3.23

Tasa de política monetaria (TPM), tasa interbancaria (TIB) e indicador bancario de referencia (IBR) (datos diarios)



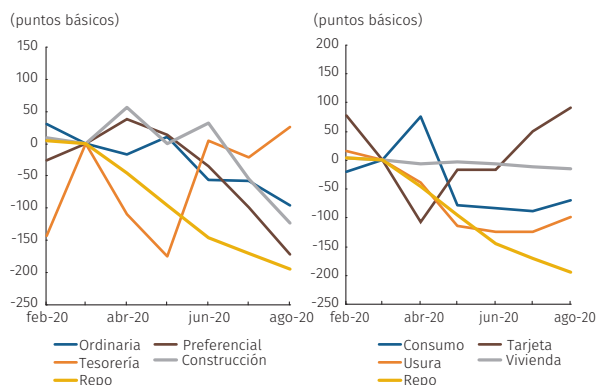
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 3.24

Tasas de interés de colocación mensuales (variación frente a marzo de 2020)

A. Créditos comerciales

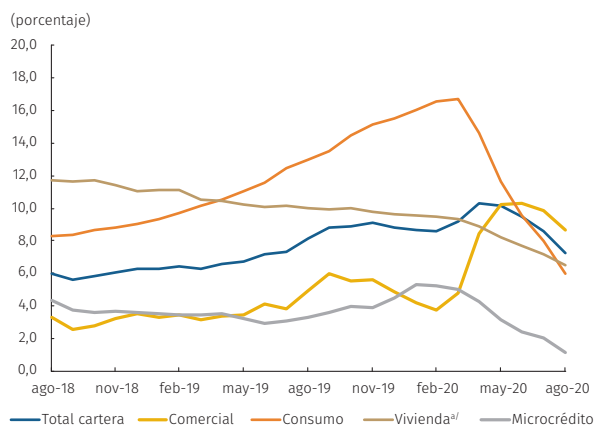
B. Créditos a los hogares



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

Gráfico 3.25

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



a/ Vivienda ajustada: cartera bancaria más titularizaciones.

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

Las tasas de interés interbancarias y de captación han descendido a un ritmo similar o mayor que las reducciones de la TPM. Durante el tercer trimestre los niveles de las tasas *overnight*, TIB e IBR fueron similares a la TPM, mientras que a plazos más largos siguieron una senda inferior a esta última (Gráfico 3.23). En particular, las tasas IBR a uno, tres y seis meses, en promedio, estuvieron por debajo de la TPM en 7, 12 y 15 puntos básicos (pb), respectivamente. Por su parte, las tasas de interés de los depósitos continuaron registrando una tendencia decreciente. De esta forma, entre marzo y agosto la tasa de interés promedio de captación para el total de CDT, para aquellos a 90 días, así como para los ahorros acumularon caídas de 145, 172 y 62 pb, respectivamente. En ese período la reducción promedio de la TPM fue de 195 pb.

La transmisión de las reducciones de la TPM hacia las tasas de interés de crédito ha sido heterogénea entre modalidades de préstamos, y más moderada hacia los créditos dirigidos a los hogares. Entre marzo y agosto la mayoría de los tipos de crédito han registrado reducciones en sus tasas de interés promedio, aunque con mayor intensidad en las tasas comerciales (Gráfico 3.24, panel A). En esta última modalidad las mayores caídas acumuladas se han dado en los préstamos preferenciales (-172 pb), ordinarios (-96 pb) y para construcción de vivienda (-124 pb), mientras que las tasas de interés de tesorería han aumentado (26 pb). En el mismo período el mayor descenso en las tasas de interés de los créditos otorgados a los hogares se ha dado en los préstamos de consumo (-70 pb), aunque en los últimos tres meses ha dejado de caer (Gráfico 3.24, panel B). Entre marzo y agosto las tasas de interés de créditos hipotecarios han permanecido relativamente estables, mientras que las de tarjetas de crédito aumentaron.

En el tercer trimestre todas las modalidades de crédito se desaceleraron, principalmente la de consumo (Gráfico 3.25). Al inicio del segundo trimestre, el cierre de muchos sectores económicos debido a las medidas implementadas para contener el Covid-19, junto con la incertidumbre sobre la duración de la pandemia, entre otros, contribuyeron a la mayor demanda por créditos comerciales para atender necesidades de caja de las empresas. Así, entre febrero y mayo se dio un rápido aumento en los niveles de crédito comercial con tasas anuales que subieron del 3,7% al 10,3%. En el mismo período la cartera dirigida a los hogares cayó, principalmente la de consumo, después de haber tenido crecimientos importantes por más de un año. Posteriormente, en lo corrido del tercer trimestre todas las modalidades de cartera se desaceleraron. En agosto el crecimiento anual de la cartera comercial se moderó (8,7%), en un entorno de actividad económica débil, y a pesar de la flexibilización de la regulación financiera²³ y de los apoyos otorgados por el Gobierno²⁴. En el mismo mes el crecimiento anual de la cartera de consumo (6,0%) e hipotecaria

23 Se autorizó a partir de febrero 29 el aplazamiento de vencimientos de cuotas de préstamos hasta por 120 días. Circulares Externas 007 y 014 de marzo 2020 de la Superintendencia Financiera.

24 Se implementó con la apertura de líneas de redescuento por \$3,5 billones y un programa de garantías por \$22,4 billones para préstamos con destino a capital de trabajo.

(6,5%) continuó descendiendo, aunque de forma más acentuada en el primer caso. Esta pérdida de dinámica del crédito a los hogares se ha dado en un contexto de deterioro de los ingresos, debido a la fuerte caída del empleo, pese a los apoyos del Gobierno a los créditos de vivienda²⁵. Por el lado de la oferta, la información reciente para los créditos de consumo señala una baja tasa de aprobación frente a las solicitudes, una mayor participación de los préstamos respaldados con libranza, y el riesgo de incumplimiento como principal razón para negarlo²⁶. En el caso de los créditos hipotecarios, el riesgo de estos préstamos está atenuado por un *loan-to-value ratio* menor en más de 24 pp a los establecidos en la regulación.

25 Cobertura a fracciones de las tasas de interés de los créditos para compra de vivienda.

26 Véanse los informes más recientes sobre el seguimiento del crédito por parte de la Superintendencia Bancaria, en: <https://www.superfinanciera.gov.co/inicio/informes-y-cifras/informes/informe-sobre-el-sistema-financiero-durante-la-cuarentena-obligatoria--10103679>

Recuadro 1 Evaluación de la capacidad predictiva de las expectativas de inflación

César Anzola-Bravo
Anderson Grajales-Olarte
Alexander Guarín-López
Julián Camilo Mateus-Gamboa
Jonathan Alexander Muñoz-Martínez
Carlos Andrés Quicazán-Moreno
Juan Sebastián Rojas-Moreno
Cristhian Hernando Ruiz-Cardozo*

Según la teoría económica, las expectativas de inflación son un elemento clave en la toma de decisiones de los agentes económicos. Junto con la tasa de interés nominal, las expectativas determinan la tasa de interés real, elemento fundamental en las decisiones de consumo, producción y ahorro. Dada la relación entre inflación y actividad económica, las expectativas de inflación son un indicador del comportamiento futuro de la producción y el empleo¹. Así mismo, desempeñan un papel central en la formación de precios y salarios. Por ejemplo, una empresa que busca establecer el incremento salarial para el siguiente año podría incorporar las expectativas de inflación en su decisión, compensando a sus empleados por el aumento esperado en el costo de vida y también determinar el incremento en sus costos laborales.

Dada la importancia de las expectativas de inflación para los distintos agentes económicos, este recuadro investiga cuál de las diferentes medidas disponibles posee la mejor habilidad predictiva de la inflación futura².

* Los autores pertenecen al Departamento de Modelos Macroeconómicos y Departamento de Operaciones y Análisis de Mercados, 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 En este sentido, las expectativas de inflación son una proxy de la credibilidad que el mercado tiene sobre la política monetaria.

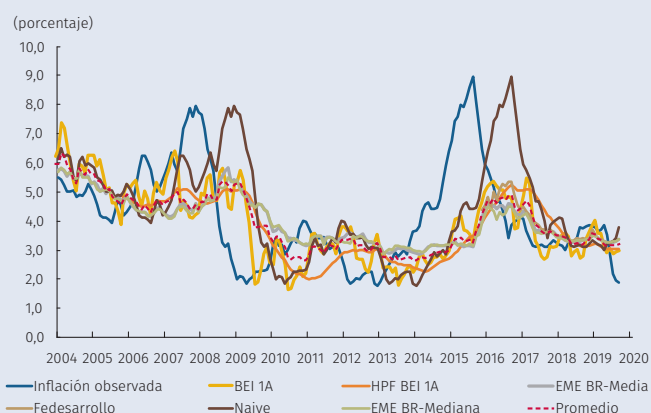
2 Es importante destacar algunas consideraciones sobre el presente análisis. En primer lugar, no se pretende medir el grado de desancaje de las expectativas de inflación. Este ejercicio, interesante en sí mismo, está fuera del alcance de este recuadro. En segundo lugar, se trata de un análisis puramente retrospectivo, es decir, los resultados que se muestran a continuación no necesariamente pueden extrapolarse a períodos futuros. En tercer lugar, como se verá, dada la dificultad de anticipar choques de oferta o demanda (e. g.: fenómeno de El Niño o Covid-19), las expectativas de inflación presentan altos errores de pronóstico. Esta baja capacidad de pronóstico en términos absolutos no disminuye la importancia de las expectativas de inflación para la toma de decisiones por parte de los agentes.

En Colombia existen varias medidas de expectativas de inflación que siguen las perspectivas de distintos agentes, a diferentes plazos (corto, mediano y largo) y frecuencias (mensual y trimestral). Aunque estas medidas suelen mostrar una dinámica similar, en períodos de incertidumbre sobre la naturaleza y duración de los choques que enfrenta la economía, exhiben una mayor heterogeneidad. El Diagrama R1.1 relaciona las distintas medidas consideradas en este análisis.

Los ejercicios de esta investigación consideran las medidas de expectativas de inflación anual a diferentes horizontes (e. g.: uno, dos y cinco años) que provienen de tres fuentes de información: encuestas, instrumentos del mercado financiero y modelos macroeconómicos. La primera fuente incluye tanto la *Encuesta mensual* (EME) como *trimestral* (ETE) de expectativas realizadas por el Banco de la República (Banrep), la *Encuesta de opinión financiera* de Fedesarrollo, y la encuesta de Focus Economics³.

El segundo conjunto de medidas incluye las tasas *breakeven inflation* (BEI)⁴ y *forward breakeven inflation* (FBEI) que se derivan de la información de los títulos de deuda pública (TES), y una medida suavizada de estas expectativas mediante un filtro de Hodrick y Prescott recursivo (HPF BEI)⁵. El tercer conjunto incluye las expectativas de los modelos centrales de política monetaria del Banrep: Patacon y 4GM. Además, se incluyen un promedio de las medidas anteriores y una expectativa *naive*, cuyo valor corresponde al último dato de inflación observado. El Gráfico R1.1 ilustra las medidas de expectativas de inflación anual para la frecuencia mensual y un horizonte de doce meses, y se compara con la inflación observada en la fecha de esta última variable.

Gráfico R1.1
Inflación anual y medidas de expectativas de inflación



Fuentes: DANE, Banco de la República y Fedesarrollo; cálculos de los autores.

3 Las medidas de expectativas de inflación a doce y veinticuatro meses de la EME empiezan en septiembre de 2003 y enero de 2015, mientras que en la ETE las respuestas a cuatro y ocho trimestres están disponibles desde 2000 y 2015, respectivamente. Las expectativas a cinco años de Focus Economics y a doce meses de Fedesarrollo están disponibles a partir de febrero de 2004 y octubre de 2015, respectivamente.

4 Las expectativas BEI se construyen a partir de las tasas de los TES nominales en pesos y los TES UVR.

5 Las expectativas suavizadas buscan eliminar movimientos de corto plazo derivados de los TES que no estén relacionados necesariamente con cambios en las expectativas de inflación del mercado. La suavización se realiza con un filtro de Hodrick-Prescott recursivo.

En este recuadro se presentan tres ejercicios para estudiar la capacidad predictiva de las medidas de expectativas de inflación:

- La evaluación tradicional de estadísticas como el error absoluto medio (EAM) y la raíz del error cuadrático medio (RECM).
- El análisis de la distribución de los errores de pronóstico y su verosimilitud.
- Pruebas estadísticas para la comparación de los valores esperados de los errores de pronóstico (consúltese Giacomini y White, 2006; Giacomini y Rossi, 2010).

Los tres ejercicios se realizaron para las diferentes medidas de inflación, frecuencias y plazos presentados en el Diagrama R1.1 para tres períodos de estudio: muestra completa⁶,

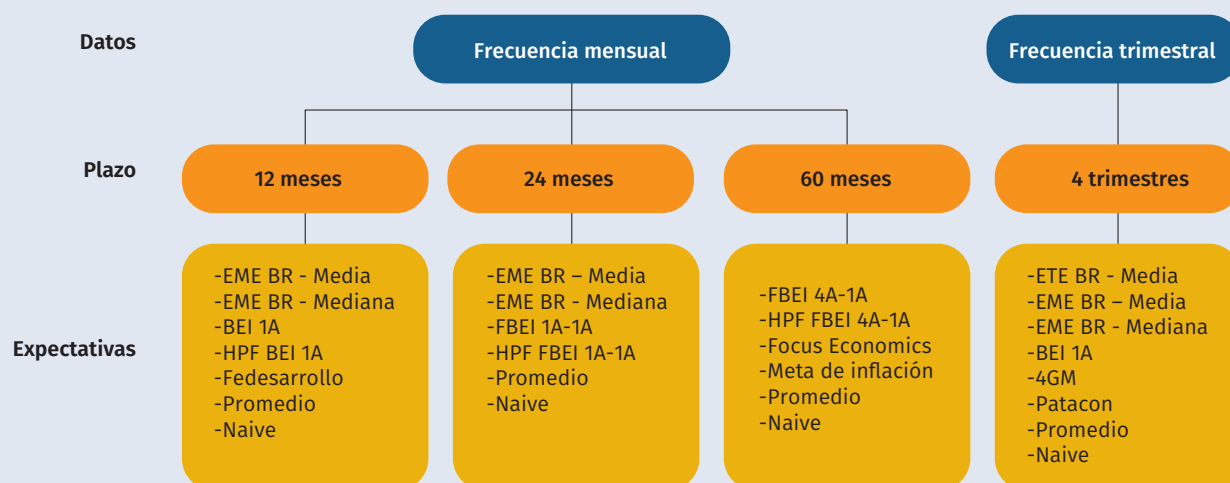
últimos tres años (2017-2020) y períodos de alta inflación (2008 y 2015-2016)⁷. No obstante, en este recuadro solo se ilustran los ejercicios para las expectativas de inflación con frecuencia mensual y un plazo de doce meses. El análisis comparativo entre todas las medidas consideradas para los distintos períodos analizados se presenta en la última sección.

1. Evaluación tradicional

Para las diferentes medidas de expectativas de inflación se calcularon el EAM y la RECM⁸, estadísticas que reflejan la magnitud promedio de los errores de predicción de cada medida con respecto a la inflación observada en una fecha futura. El Cuadro R1.1 reporta estas estadísticas para la in-

Diagrama R1.1

Medidas de expectativas de inflación: Fuente, frecuencia y plazo



Fuentes: DANE, Banco de la República y Fedesarrollo; cálculos de los autores.

Cuadro R1.1

EAM y RECM de las expectativas de inflación a 12 meses

	EAM (puntos porcentuales)			RECM (puntos porcentuales)		
	Período completo	Período de inflación alta	Últimos 3 Años	Período completo	Período de inflación alta	Últimos 3 Años
BEI 1A	1,2	3,6	0,6	1,7	3,7	0,7
HPF BEI 1A	1,4	3,8	0,9	1,8	3,9	1,1
EME BR - Media	1,3	3,9	0,5	1,8	4,1	0,7
EME BR - Mediana	1,3	4,0	0,5	1,8	4,1	0,7
Fedesarrollo	-	-	0,6	-	-	0,8
Promedio	1,3	3,8	0,6	1,7	3,9	0,7
Naive	1,7	2,9	1,5	2,1	3,1	2,0

Fuentes: DANE, Banco de la República y Fedesarrollo; cálculo de los autores.

6 Se considera la información disponible para cada medida, y como inicio del período muestral se considera la fecha más reciente, tal que todas las medidas tengan el mismo conjunto de información y así sean comparables entre ellas.

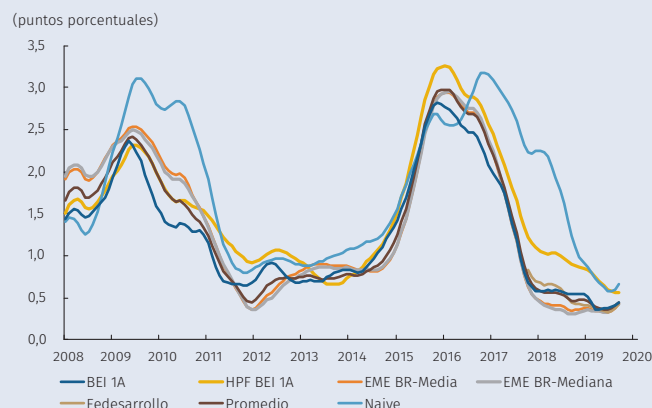
7 Los períodos de alta inflación se definen como aquellos en los que la variación anual observada del IPC estuvo por encima del rango construido como 1,5 veces su desviación estándar alrededor de su media.

8 $EAM = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T |e_t^m|$ y $RECM = \sqrt{\frac{1}{T} \sum_{t=1}^T (e_t^m)^2}$, donde $e_t^m = E_t[\pi_{t+m}] - \pi_{t+m}$ es el error de pronóstico, $e_t^m = E_t[\pi_{t+m}]$ es el valor esperado en t de la inflación en $t+m$; π_{t+m} es su valor observado en esa fecha; t indexa el tiempo; m es el plazo, y T es el número de períodos.

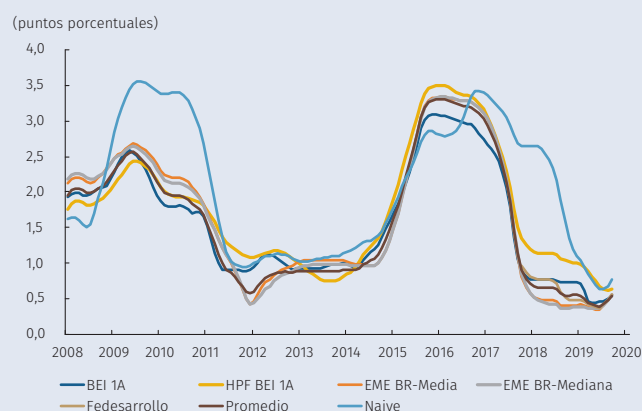
flación esperada a doce meses y los tres períodos muestrales considerados, mientras que el Gráfico R1.2 ilustra su comportamiento histórico usando una ventana móvil centrada de veinticuatro meses.

Gráfico R1.2
EAM y RECM de las expectativas de inflación a 12 meses

A. EAM



B. RECM



Fuentes: Banco de la República y Fedesarrollo; cálculos de los autores.

En general los resultados muestran que la habilidad predictiva de las distintas medidas de expectativas cambia a lo largo del tiempo. Ambas estadísticas, EAM y RECM, muestran errores de predicción relativamente altos en los períodos 2009-2011 y 2015-2017. En el primero estos errores se asocian con una caída rápida de la inflación observada, resultado de la crisis financiera global (CFG), en tanto que en el segundo período la inflación aumentó como respuesta a la depreciación nominal, así como por las presiones de oferta generadas por el fenómeno de El Niño entre 2015 y 2016. Entre 2012 y 2014, así como entre finales de 2017 y la primera parte de 2020, los errores de predicción fueron relativamente bajos, y para el último lapso mostraron una tendencia decreciente.

A lo largo de todo el período muestral los errores de predicción promedio de las diferentes medidas de expectativas consideradas han oscilado entre 1,2 y 1,8 puntos porcentuales (pp), y en los últimos tres años estos errores han caído a la mitad, e incluso más para algunas de estas medidas. Sin embargo, en los períodos de inflación alta el

EAM y la RECM aumentan a valores que fluctúan entre 3,6 y 4,1 pp, resultado de la existencia de choques de oferta o demanda, así como de la dificultad que tienen los agentes económicos para determinar su naturaleza y duración.

Para las estadísticas EAM y RECM se practicaron pruebas de comparación de medias a través de las diferentes medidas de expectativas de inflación. Los resultados señalaron que la tasa BEI a un año (BEI 1A) tiene el mejor desempeño relativo entre las distintas medidas, acorde con lo observado en el Gráfico R1.2 a lo largo de todo el período muestral y, particularmente, antes de 2012, y entre 2016 e inicios de 2018.

2. Distribución de probabilidad de los errores de pronóstico y el log-score

En esta sección la comparación relativa se efectúa directamente sobre la distribución de probabilidad de los errores de pronóstico de las distintas medidas de expectativas analizadas. La distribución es estimada por métodos paramétricos para el conjunto de observaciones de cada uno de los períodos muestrales contemplados en el estudio, y cada una de las ventanas móviles de veinticuatro meses definidas en la sección anterior.

Para cada una de estas distribuciones de probabilidad, se calcula el indicador log-score como el logaritmo natural de la probabilidad relativa de observar un error de predicción igual a cero. Cuanto mayor sea este indicador, mejor será la habilidad predictiva de la medida considerada (Geweke y Amisano, 2010). Para las expectativas de inflación a doce meses, el panel A en el Gráfico R1.3 muestra el comportamiento del log-score a lo largo del tiempo, mientras que el panel B ilustra la distribución de probabilidad de los errores de pronóstico para todo el período.

Afin con los resultados de la sección anterior, la capacidad de pronóstico de las diferentes medidas depende del período de análisis. De acuerdo con el *log-score*, el BEI 1A ofreció el mejor desempeño predictivo antes de 2012, y está dentro de las mejores medidas después de 2017, junto con la media y la mediana de las respuestas de los analistas en la EME, que brindan los mejores resultados predictivos desde 2015. De forma similar, la distribución de los errores de pronóstico indica que la tasa BEI 1A ha tenido la mejor habilidad predictiva durante todo el período de estudio, seguida por las estadísticas de la EME.

3. Pruebas estadísticas

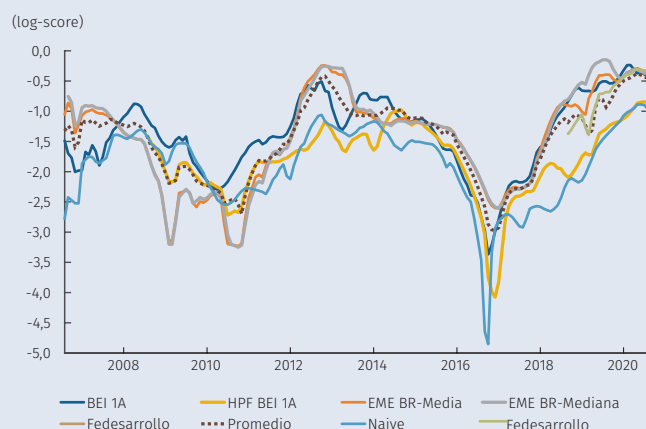
Finalmente, se consideran las pruebas de evaluación de la habilidad predictiva de Giacomini y White (GW, 2006)⁹ y Giacomini y Rossi (GR, 2010)¹⁰. Estos estadísticos evalúan si el valor esperado de la diferencia entre los errores de predicción de dos medidas de expectativas de inflación es estadísticamente significativa. La prueba condicional de GW, además, examina si el desempeño predictivo entre medi-

9 La prueba no condicional (condicional) de GW evalúa $H_0 = E[\Delta \hat{L}_{t+h}^{S1,S2}] = 0$ ($H_0 = E[\Delta \hat{L}_{t+h}^{S1,S2} | G_t] = 0$) igual habilidad predictiva entre las medidas de expectativas s_1 y s_2 (condicionando sobre el conjunto de información G_t).

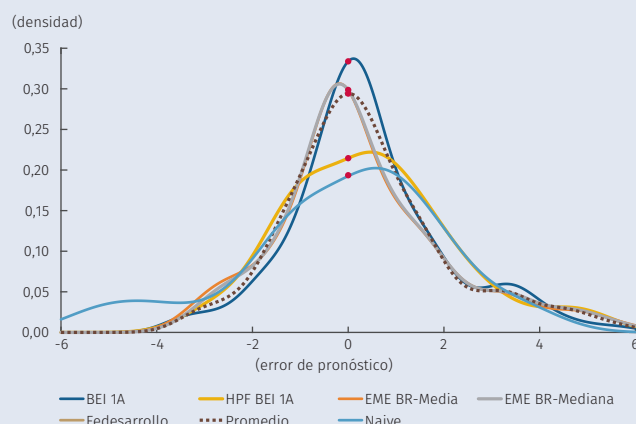
10 La prueba de fluctuaciones de GR evalúa $H_0 = E[\Delta \hat{L}_{t+h}^{S1,S2}] = 0$, igual habilidad predictiva entre las medidas de expectativas s_1 y s_2 sobre ventanas móviles de tamaño fijo v .

Gráfico R1.3
Expectativas de inflación a 12 meses: distribución de probabilidad de los errores de pronóstico y Log-Score

A. Log-score



B. Distribución de probabilidad de los errores de pronóstico (período completo)



Nota: en el panel B, los valores positivos del eje horizontal indican que las expectativas de inflación subestiman la inflación anual observada.
Fuente: cálculos de los autores.

das se podría diferenciar dado el conjunto de información previo. La prueba de GR captura la variación a lo largo del tiempo del desempeño relativo del pronóstico.

Los resultados de la prueba no condicional (condicional) de GW para las diferentes medidas de expectativas de inflación a doce meses son reportados en el panel A (B) del Cuadro R1.2. Los valores de la primera línea corresponden a los *p-values* de cada prueba. En la segunda línea los valores en paréntesis son la razón entre el RECM de la medida de expectativa en la parte superior del cuadro con respecto a la expectativa ubicada a la izquierda. El color naranja indica que la prueba rechaza una igual habilidad predictiva de las dos medidas al 10% de significancia, y que la expectativa de la izquierda tiene un RECM más bajo (alto) que aquella en la parte superior.

Para las mismas medidas de expectativas de inflación a doce meses consideradas a lo largo de este recuadro, el Gráfico R1.4 ilustra los resultados de la “prueba de fluctuaciones” de GR, una prueba no condicional de igualdad predictiva entre las diferentes medidas para cada una de las ventanas móviles definidas anteriormente. El resultado de la prueba para cada medida se presenta en términos relativos a

una referencia, en este caso la tasa BEI 1A. Valores positivos (negativos) de la prueba implican que la expectativa correspondiente tiene desempeño predictivo inferior (superior) frente a la medida de referencia. Las líneas punteadas denotan los valores críticos a un nivel de significancia del 5%.

Los resultados del Cuadro R1.2 indican la existencia de diferencias estadísticamente significativas entre las predicciones de las distintas medidas de expectativas de inflación, y que para el horizonte a doce meses el BEI 1A tiene el mejor desempeño predictivo. Tanto la prueba condicional como no condicional de GW señalan en color azul la mayor habilidad predictiva del BEI 1A frente a las otras medidas analizadas. La prueba de GR en el Gráfico R1.4 no rechaza la hipótesis de igual habilidad predictiva para las diferentes ventanas consideradas. No obstante, la tasa BEI 1A exhibió los menores errores esperados de pronóstico entre 2010 y 2011, así como entre mediados de 2015 e inicios de 2017, y es acorde con las expectativas de la EME.

4. Resultados y conclusiones

Para cada uno de los cuatro ejercicios de evaluación predictiva realizados, el Cuadro R1.3 muestra las medidas de expectativas de inflación que mostraron el mejor desempeño para cada frecuencia y plazo, así como un resumen con la medida que en promedio ofreció los mejores resultados.

Para el período completo y datos con frecuencia mensual, la tasa BEI 1A brinda la mejor capacidad predictiva para el plazo de doce meses, mientras a plazos de veinticuatro y sesenta meses el promedio de las distintas medidas de expectativas resulta ser la ganadora. Bajo frecuencia trimestral, el mejor desempeño corresponde a las expectativas del modelo 4GM.

En los últimos tres años, para los plazos a doce y veinticuatro meses, la mediana de las respuestas de los analistas de la EME ha mostrado las mejores predicciones de la inflación futura. Para los períodos de inflación alta, a doce meses y cuatro trimestres, nuevamente la tasa BEI 1A y las expectativas del 4GM ofrecen la mejor habilidad predictiva.

En conclusión, los resultados de la evaluación de la capacidad de predicción de las diferentes medidas de expectativas de inflación indican que: 1) estas medidas son un predictor poco preciso de la inflación futura, tal que los errores de predicción en términos absolutos son altos; 2) su capacidad de pronóstico depende del horizonte considerado (e. g.: doce, veinticuatro o sesenta meses), y 3) su habilidad predictiva cambia a lo largo del tiempo y depende de los choques que enfrenta la economía, así como su naturaleza y duración.

Cuadro R1.2

Pruebas estadísticas de Giacomini & White (2006): expectativas de inflación a 12 meses

A. Prueba no condicional					
	HPF BEI 1A	EME Media	EME Mediana	Promedio	Naive
BEI 1A	0,03 (1,18)	0,05 (1,16)	0,07 (1,15)	0,14 (1,07)	0,03 (1,63)
HPF BEI 1A		0,41 (0,98)	0,35 (0,97)	0,03 (0,90)	0,11 (1,37)
EME - Media			0,21 (0,98)	0,01 (0,91)	0,10 (1,39)
EME - Mediana				0,03 (0,92)	0,10 (1,41)
Promedio					0,06 (1,52)

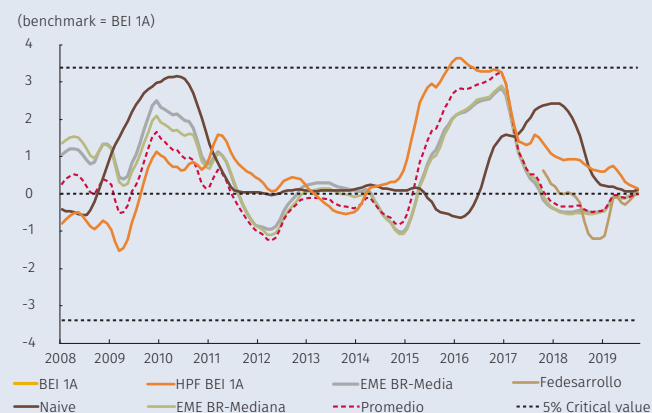
B. Prueba condicional					
	HPF BEI 1A	EME Media	EME Mediana	Promedio	Naive
BEI 1A	0,06 (1,18)	0,00 (1,16)	0,00 (1,15)	0,01 (1,07)	0,08 (1,63)
HPF BEI 1A		0,00 (0,98)	0,00 (0,97)	0,00 (0,90)	0,04 (1,37)
EME BR-Media			0,14 (0,98)	0,00 (0,91)	0,04 (1,39)
EME BR-Mediana				0,00 (0,92)	0,03 (1,41)
Promedio					0,06 (1,52)

Nota: en el Cuadro R1.2, paneles A y B, los valores de la primera línea corresponden a p-values para cada prueba, los números en paréntesis son los ratios de la RECM de la expectativa de la parte superior de la tabla sobre la expectativa ubicada a la izquierda. El color naranja indica que la prueba rechaza igual habilidad predictiva al nivel de significancia $\alpha=10\%$, y que la expectativa a la izquierda tiene una RECM más pequeña (grande) que aquella en la parte superior.

Fuente: cálculo de los autores.

Gráfico R1.4

Pruebas estadísticas de Giacomini & Rossi (2010): expectativas de inflación a 12 meses



Nota: cada línea evalúa el desempeño relativo de una expectativa frente al Benchmark. La línea punteada denota el valor crítico del test de Giacomini & Rossi (2010) al nivel de significancia $\alpha=5\%$. Valores positivos (negativos) de la prueba implican que la correspondiente expectativa tiene un desempeño inferior (superior) frente al Benchmark.

Fuente: cálculo de los autores.

Cuadro R1.3
Medidas de expectativas de inflación: resumen del análisis comparativo

Frecuencia Plazo	A. Período completo			
	12 meses	Mensual 24 meses	60 meses	Trimestral 4 Trimestres
Estadísticas Tradicionales	BEI 1A	Promedio	Promedio	4GM
Giacomini & White (2006)	BEI 1A	Promedio	Promedio	4GM
Giacomini & Rossi (2010)	BEI 1A	Promedio	HPF FbEI 4A-1A	Patacon
Log-Score	BEI 1A	Promedio	Meta de inflación	4GM
Resumen	BEI 1A	Promedio	Promedio	4GM
Frecuencia Plazo	B. Últimos 3 años			
	12 meses	Mensual 24 meses	60 meses	Trimestral 4 Trimestres
Estadísticas Tradicionales	EME (Mediana)	EME (mediana)	HPF FBEI 4A-1A	Promedio
Giacomini & White (2006)	No Concluyente	EME (mediana)	Meta de inflación	No Concluyente
Giacomini & Rossi (2010)	Fedesarrollo	EME (mediana)	HPF FBEI 4A-1A	BEI 1A
Log-Score	EME (mediana)	EME (mediana)	HPF FBEI 4A-1A	Promedio
Resumen	EME (mediana)	EME (mediana)	HPF FBEI 4A-1A	Promedio
Frecuencia Plazo:	C. Período alta inflación			
	12 meses	Mensual 24 meses	60 meses	Trimestral 4 Trimestres
Estadísticas Tradicionales	BEI 1A	Promedio	HPF Fbei 4A-1A	4GM
Giacomini & Rossi (2010)	BEI 1A	FBEI 1A-1A	HPF Fbei 4A-1A	BEI 1A
Log-Score	BEI 1A	FBEI 1A-1A	HPF Fbei 4A-1A	4GM
Resumen	BEI 1A	FBEI 1A-1A	HPF FBEI 4A-1A	4GM

Fuente: cálculos de los autores.

Referencias

- Geweke, J.; Amisano, G. (2010). "Comparing and Evaluating Bayesian Predictive Distributions of Asset Returns", *International Journal of Forecasting*, pp. 216-230.
- Giacomini, R.; Rossi, B. (2010). "Forecast Comparisons in Unstable Environments", *Journal of Applied Econometrics*, vol. 25, núm. 4, pp. 595-620.
- Giacomini, R.; White, H. (2006). "Test of Conditional Predictive Ability", *Econometrica*, vol. 74, núm. 6, pp. 1545-1578.
- González, A.; Guarín, A.; Rodríguez, D.; Vargas, H. (2020). "4GM: A New Model for Monetary Policy in Colombia", *Borradores de Economía*, núm. 1106, Banco de la República.
- González, A.; Mahadeva, L.; Prada, J.; Rodríguez, D. (2011). "Policy Analysis Tool Applied to Colombian Needs: Patacon model description", *Ensayos sobre Política Económica*, vol. 29, núm. 66, pp. 222-245.

Recuadro 2

Determinantes de los flujos de portafolio hacia economías emergentes: ¿qué dice la literatura?

Andrés Sánchez-Jabba*

La literatura sobre los determinantes de los flujos de capital de portafolio hacia economías emergentes enfatiza dos tipos de factores. El primero, conocido como los *push factors*, corresponden a fuerzas externas que influyen sobre la dinámica de los flujos, generalmente asociados a la percepción de riesgo entre inversionistas extranjeros y el retorno relativo de portafolios en dichas economías. Por su parte, el segundo corresponde a los llamados *pull factors*, que incluyen atributos económicos locales que aumentan la demanda por bonos y acciones emitidos por economías emergentes, entre los cuales sobresalen el crecimiento económico y la estabilidad macroeconómica (Koepke, 2019). Esta última refleja el manejo adecuado de las políticas monetaria y fiscal.

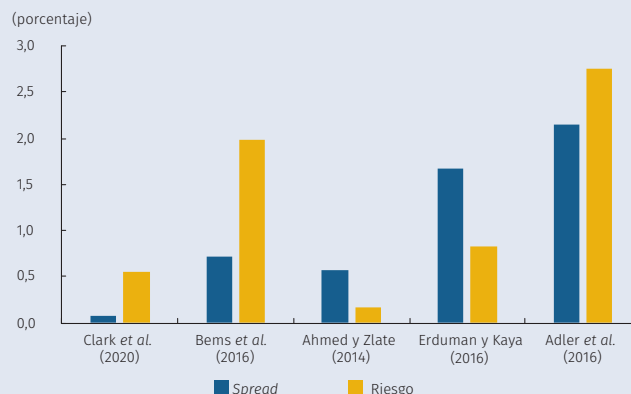
Este recuadro presenta los principales hallazgos sobre los determinantes de los flujos de capital de portafolio hacia economías emergentes, que se obtienen de la revisión de la literatura. En particular, se hace énfasis en el papel de la política monetaria de estos países. El análisis se concentra en los flujos de portafolio correspondientes a extranjeros no residentes, quienes explican la mayor parte de los movimientos de capitales (Obstfeld, 2012; Broner *et al.*, 2013). En el análisis es importante distinguir la dirección de los flujos (entradas o salidas de capital) y el tipo de inversiones (en bonos o acciones). En términos generales, la evidencia indica que los portafolios compuestos mayoritariamente por bonos exhiben una mayor sensibilidad a choques negativos externos (*push factors*) y que sus efectos se materializan en disminuciones en la entrada de capitales. Análogamente, portafolios conformados por acciones presentan mayor variación ante perturbaciones en fundamentales locales (*pull factors*) y su respuesta se evidencia en incrementos en la salida de capitales.

La percepción de riesgo país entre inversionistas y el retorno relativo de sus inversiones son cruciales a la hora de explicar los flujos de portafolio. De acuerdo con Sarno *et al.* (2016), el 83% y 86% de las variaciones en los flujos de bonos y de acciones, respectivamente, son atribuibles a estos factores¹. En particular, se encuentra que choques negativos en la percepción de riesgo recortan las entradas en los flujos de portafolio hacia los mercados emergentes

en un rango que oscila entre el 0,2% y 2,8% del PIB trimestral². Por otra parte, cuando se presentan choques positivos en el diferencial de tasas de interés en favor de los países emergentes, el incremento esperado en las entradas de portafolio oscila entre un 0,1% y 2,2% del PIB trimestral (Ahmed y Zlate, 2014; Adler *et al.*, 2016; Bems *et al.*, 2016; Erduman y Kaya, 2016; Clark *et al.*, 2020). El Gráfico R2.1 resume algunos de estos hallazgos.

Gráfico R2.1

Efecto de la percepción de riesgo y *spread* de tasas de interés sobre flujos de portafolio hacia economías emergentes: equivalencia con el PIB trimestral



Fuente: cálculos del autor.

Un aspecto adicional que encuentra la literatura es que, durante episodios marcados por volatilidad e incertidumbre, los inversionistas reaccionan cautelosamente mediante el retiro de sus posiciones en mercados emergentes, los cuales son percibidos como relativamente más riesgosos (Milesi-Ferreti y Tille, 2011; Fratzscher, 2012; Broner *et al.*, 2013; Rey, 2013; Ananchotikul y Zhang, 2014; Koepke, 2014; Nier *et al.* 2014; Bruno y Shin, 2015)³. Para preservar sus inversiones, estos redireccionan sus capitales hacia activos percibidos como seguros, principalmente hacia bonos del tesoro emitidos por economías avanzadas, provocando así salidas de portafolio desde las economías emergentes.

La literatura también subraya la preferencia por rendimiento entre los inversionistas a la hora de localizar sus capitales, pues están dispuestos a asumir un cierto grado de riesgo mediante posiciones en mercados emergentes a cambio de un mayor retorno. En este sentido, el diferencial de las tasas de interés locales frente a las extranjeras ayuda a explicar las entradas de capitales, especialmente de bonos (Fernández-Arias, 1996; Taylor y Sarno, 1997; Montiel y Reinhart, 1999; Baek, 2006; Dahlhaus y Vasishtha, 2014; Feroli, *et al.*, 2014; Koepke, 2014; Fratzscher *et al.*, 2016; Adler *et al.*, 2016; Banerjee *et al.*, 2016; Erduman y Kaya, 2016). Este resultado podría ser simétrico; es decir, que aumentos en las tasas de interés de economías avanzadas, *ceteris paribus*, se traduce en las salidas de portafolio desde economías emergentes.

* El autor es investigador júnior del Departamento de Estudios de Política Económica. Sus opiniones no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

¹ Este resultado es particularmente robusto en el contexto colombiano, donde alcanzaron a explicar el 90% y 95%, respectivamente, de la variación.

² A lo largo de la literatura, la aversión al riesgo entre inversionistas se mide a través de la volatilidad en el desempeño de las acciones y el *spread* de tasas entre bonos del tesoro de los Estados Unidos y un bono corporativo con calificación de riesgo BBB.

³ Estos estudios se concentran en el comportamiento de los flujos de capital hacia economías emergentes. No obstante, se espera que las tendencias generales sean consistentes para el caso puntual de los flujos de portafolio.

De igual importancia resulta el alcance de la política monetaria local para mitigar fluctuaciones significativas en los flujos de capital de portafolio hacia economías emergentes. La evidencia sugiere que su efecto es ambiguo y, por tanto, que su efectividad en este aspecto es limitada. Algunos estudios de caso proveen información que permite concluir este hallazgo. El Cuadro R2.1 resume esos resultados. Por ejemplo, Kim (2014) encuentra efectos opuestos en la respuesta de los flujos de portafolio ante choques positivos en la tasa de interés doméstica en Corea del Sur. Por un lado, y acorde con los resultados esperados bajo el canal de riesgo, el recorte de tasas suscita una reducción en portafolios compuestos por acciones locales, reacción motivada por expectativas de deterioros en las condiciones económicas internas⁴. No obstante, y en concordancia con los resultados del canal de portafolio, también se observa un aumento en la compra de bonos locales, precipitada por un mayor rendimiento de estas posiciones en el mercado local, factor que propicia entradas de portafolio. A pesar de esto, existe otro tipo de herramientas a disposición de las autoridades en los mercados emergentes para contrarrestar la volatilidad en los flujos de portafolio, como son las políticas macroprudenciales y la adhesión a niveles de gasto fiscal sostenibles en el mediano plazo (Koepke, 2019).

Cuadro R2.1

Efecto de la política monetaria local sobre los flujos de portafolio hacia economías emergentes

Fuente	Impacto	Flujo	Cuenta	Efecto como porcentaje del PIB	Frecuencia PIB
ElFayoumi y Hengge (2020)	Nulo	Total	Acciones, bonos	-	N/A
Byrne y Feiss (2016)	Nulo	Total	Acciones, bonos	-	N/A
Fratzscher (2012)	Nulo	Total	Total	-	N/A
Bluedorn <i>et al.</i> (2011)	Disminución	Total	Total	0,12%	Trimestral
	Disminución			0,40%	
	Disminución			0,30%	
	Disminución			0,10%	
	Disminución			0,15%	
Adugna (2016)	Disminución	Entradas	Portafolio	0,40%	Trimestral
	Nulo			-	
	Aumento			0,60%	
	Aumento			0,38%	
	Aumento			1,00%	
Kim (2014)	Disminución	Entradas	Bonos	2,00%	Mensual
	Disminución	Entradas	Acciones	2,00%	
Culha (2006)	Aumento	Salidas	Total	0,39%	Mensual

Fuente: elaboración del autor.

4 Culha (2006) argumenta que los incrementos en la tasa de interés doméstica son asimilados por el mercado mediante aumentos en la prima de riesgo, evento que, en el caso de Turquía, antecedió períodos de inestabilidad macroeconómica. Esto provoca una reacción adversa entre inversionistas, quienes retiran sus posiciones hacia mercados seguros.

Referencias

- Adler, G.; Djigbenou, M.-L.; Sosa, S. (2016). "Global Financial Shocks and Foreign Asset Repatriation: Do Local Investors Play a Stabilizing Role?", *Journal of International Money and Finance*, vol. 60(C), pp. 8-28, Elsevier.
- Ahmed, S.; Zlate, A. (2014). "Capital Flows to Emerging Market Economies: a Brave New World?", *Journal of International Money and Finance*, vol. 48, pp. 221-248, Elsevier.
- Ananchotikul, N.; Zhang, L. (2014). "Portfolio Flows, Global Risk Aversion and Asset Prices in Emerging Markets", IMF Working Paper, núm. 14-156, International Monetary Fund.
- Baek, I.-M. (2006). "Portfolio Investment Flows to Asia and Latin America: Pull, Push or Market Sentiment?", *Journal of Asian Economics*, vol. 17, núm. 2, pp. 363-373.
- Banerjee, R.; Devereux, M.-B.; Lombardo, G. (2016). "Self-Oriented Monetary Policy, Global Financial Markets and Excess Volatility Of International Capital Flows", *Journal of International Money and Finance*, vol. 68(C), pp. 275-297, Elsevier.
- Bems, R.; Catão, L.; Kóczán, Z.; Lian, W.; Poplawski-Ribeiro, M. (2016). "Understanding the Slowdown in Capital Flows to Emerging Markets", *World Economic Outlook (WEO): Too slow for Too long*, FMI.
- Bluedorn, J.; Duttgupta, R.; Guajardo, J.; Topalova, P. (2011). "International Capital Flows: Reliable or Fickle?", *World Economic Outlook (WEO): Tensions from the Two-Speed Recovery, Unemployment, Commodities, and Capital Flows*, FMI.
- Broner, F.; Didier, T.; Erce, A.; Schmukler, S.L. (2013). "Gross Capital Flows: Dynamics and Crises", *Journal of Monetary Economics*, vol. 60, núm. 1, pp. 113-133.
- Bruno, V.; Shin, H. S. (2015). "Capital Flows and the Risk-Taking Channel of Monetary Policy", *Journal of Monetary Economics*, vol. 71, núm. 1, pp. 119-132.
- Clark, J.; Converse, N.; Coulibaly, B.; Kamin, S. (2019). "Emerging Market Capital Flows and U.S. Monetary Policy", *International Finance*, núm. 23.
- Çulha, A. (2006). "A Structural VAR Analysis of the Determinants of Capital Flows into Turkey", *Central Bank Review*, vol. 2, núm. 2, pp. 11-35.
- Dahlhaus, T.; Vasishtha, G. (2014). "The Impact of US Monetary Policy Normalization on Capital Flows to Emerging-Market Economies", Working Paper, núm. 14-53, Bank of Canada.
- Erduman, Y.; Kaya, N. (2016). "Time Varying Determinants of Bond Flows to Emerging Markets", *Central Bank Review*, vol. 16(2), pp. 65-72, Research and Monetary Policy Department, Central Bank of the Republic of Turkey.
- Fernandez-Arias, E. (1996) "The New Wave of Private Capital Inflows: Push or Pull?", *Journal of Development Economics*, vol. 48, núm. 2, pp. 389-418.
- Feroli, M.; Kashyap, A. K.; Schoenholtz, K. L.; Shin, H.S. (2014). "Market Tantrums and Monetary Policy", Chicago Booth Research Paper, pp. 14-09.
- Fratzscher, M.; Forbes, K.; Kostka, T.; Straub, R. (2016) "Bubble thy Neighbor: Portfolio Effects and Externalities from Capital Controls", *Journal of International Economics* 99, pp. 85-104.
- Fratzscher, M. (2012). "Capital Flows, Push versus Pull Factors and the Global Financial Crisis", *Journal of International Economics*, vol. 88, núm. 2, pp. 341-356.
- Kim, S. (2014). "Effects of Monetary Policy Shocks on the Exchange Rate in the Republic of Korea: Capital Flows in Stock and Bond Markets", *Asian Development Review*, vol. 31, núm. 1, pp. 121-135.
- Koepke, R. (2014). "Fed Policy Expectations and Portfolio Flows to Emerging Markets", MPRA Paper 63519, University Library of Munich, Germany.
- Koepke, R. (2019). "What Drives Capital Flows to Emerging Markets?" A Survey of the Empirical Literature", *Journal of Economic Surveys*, 33: 516-540. doi:10.1111/joes.12273
- Milesi-Ferretti, G.-M.; Tille, C. (2011). "The Great Retrenchment: International Capital Flows During the Global Financial Crisis", *Economic Policy*, vol. 26, núm. 66, pp. 289-346.
- Montiel, P.; Reinhart, C. M. (1999). "Do Capital Controls and Macroeconomic Policies Influence the Volume and Composition of Capital Flows? Evidence from the 1990s", *Journal of International Money and Finance*, vol. 18, núm. 4, pp. 619-635.
- Nier, E.; Saadi-Sedik, T.; Mondino, T. (2014). "Gross Private Capital Flows to Emerging Markets: Can the Global Financial Cycle Be Tamed?", IMF Working Papers, 14.
- Obstfeld, M. (2012). "Financial Flows, Financial Crises, and Global Imbalances", *Journal of International Money and Finance*, vol. 31, núm. 3, pp. 469-480.
- Rey, H. (2013). "Dilemma not Trilemma: the Global Cycle and Monetary Policy Independence", Proceedings Economic Policy Symposium-Jackson Hole, Kansas City: Federal Reserve Bank.
- Sarno, L.; Tsiakas, I.; Ulloa, B. (2016). "What Drives International Portfolio Flows?", *Journal of International Money and Finance*, vol. 60(C), pp. 53-72, Elsevier.
- Taylor, M. P.; Sarno, L. (1997). "Capital Flows to Developing Countries: Long-And Short-Term Determinants", *The World Bank Economic Review*, vol. 11, núm. 3, pp. 451-470.

Anexo 1

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

	Unidades	Oct-20	Dic-20	Oct-21	Dic-21	Oct-22
IPC total	Variación mensual (media)	0,14	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
IPC sin alimentos	Variación mensual (media)	0,14	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
IPC total	Variación anual (media)	1,93 ^{c/}	1,92	2,80	2,85	3,06
IPC sin alimentos	Variación anual(media)	1,57 ^{c/}	1,39	2,67	2,69	3,00
Tasa de cambio nominal	Pesos por dólar, fin de período	3.820	3.710	3.619	3.595	3.500
Tasa de política	Porcentaje, fin del período	1,75	1,75	2,00	2,25	3,25

	Unidades	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	III trim. 2022
PIB	Variación anual, serie original	-8,7	-5,0	-7,2	-2,2	10,3	5,4	3,6	4,3	3,5	3,3	n. d.
Desempleo	Trece ciudades, promedio del trimestre	19,0	17,4	n.d.	17,5	16,8	15,7	14,7	n.d.	14,5	13,9	n. d.
IBR (90 días)	Tasa efectiva anual, fin de período	n. a.	1,8	n.d.	1,8	1,8	1,9	2,2	n.d.	2,3	2,5	2,9
DTF	Tasa efectiva anual, fin de período	n. a.	2,1	n.d.	2,1	2,2	2,3	2,5	n.d.	2,5	2,8	3,1
Deficit fiscal (GNC)	Porcentaje del PIB	n. d.	n. d.	-8,4	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	-6,0	n. d.	n. d.	n. d.
Deficit de la cuenta corriente	Porcentaje del PIB	n. d.	n. d.	-3,7	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	-3,8	n. d.	n. d.	n. d.

a/ A partir del Informe de Política Monetaria de julio de 2020 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.

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

			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		5,0	4,0	3,6	2,8	2,2	1,6	2,6	2,5	1,4	-7,7	4,5
Precio del petróleo (referencia Brent)	Dólares por barril, promedio del período		111	112	109	99	54	45	55	72	64	42	49
Tasa de interés efectiva de fondos federales (Fed)	Porcentaje, promedio del período		0,10	0,14	0,11	0,09	0,13	0,40	1,00	1,83	2,16	0,38	0,12
Credit Default Swaps a 5 años para Colombia	Puntos básicos, promedio del período		131	119	113	101	184	212	129	114	99	150	158
Internas													
Tasa de interés real neutral para Colombia	Porcentaje, promedio del período		1,7	1,6	1,5	1,4	1,5	1,6	1,3	1,3	1,2	1,3	1,5
PIB potencial para Colombia (tendencial)	Porcentaje, variación anual		4,6	4,5	4,3	4,0	3,4	2,8	2,6	2,6	2,8	-1,9	1,6
Variables endógenas													
Precios													
IPC total	Porcentaje, variación anual, fin del período		3,73	2,44	1,94	3,66	6,77	5,75	4,09	3,18	3,80	1,88	2,61
IPC sin alimentos ^{c/}	Porcentaje, variación anual, fin del período		3,39	2,67	2,46	3,28	5,25	5,51	5,03	3,51	3,45	.	.
IPC bienes (sin alimentos ni regulados)	Porcentaje, variación anual, fin del período		0,24	0,56	0,86	1,75	7,27	5,91	3,24	1,40	2,18	.	.
IPC servicios (sin alimentos ni regulados)	Porcentaje, variación anual, fin del período		4,93	3,92	3,67	3,34	4,64	5,26	5,38	3,13	3,45	.	.
IPC regulados	Porcentaje, variación anual, fin del período		5,79	2,33	1,56	4,89	4,43	5,63	6,26	6,65	4,81	1,40	3,37
IPC alimentos ^{d/}	Porcentaje, variación anual, fin del período		5,13	1,48	-0,23	5,24	13,08	6,65	0,48	1,87	5,80	4,36	2,41
IPC perecederos	Porcentaje, variación anual, fin del período		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		4,50	2,83	-0,24	2,54	9,62	10,74	-0,91	-0,08	5,04	.	.
Indicadores de inflación básica ^{e/}													
IPC sin alimentos	Porcentaje, variación anual, fin del período		3,39	2,67	2,46	3,28	5,25	5,51	5,03	3,51	3,45	.	.
IPC núcleo 15	Porcentaje, variación anual, fin del período		3,54	2,67	2,47	3,19	5,59	5,98	4,21	3,22	3,78	.	.
IPC sin alimentos ni regulados	Porcentaje, variación anual, fin del período		2,70	2,77	2,73	2,82	5,50	5,48	4,67	2,57	3,10	1,45	2,47
Promedio de todos los indicadores de inflación básica	Porcentaje, variación anual, fin del período		3,21	2,70	2,55	3,10	5,45	5,66	4,64	3,10	3,44	.	.
TRM	Pesos por dólar, promedio del período		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		-1,7	-3,4	-1,0	-0,3	9,6	2,5	-1,6	-0,6	3,6	5,4	1,5
Actividad económica													
Producto interno bruto	Porcentaje, variación anual, daec		6,9	3,9	5,1	4,5	3,0	2,1	1,4	2,5	3,3	-7,6	4,6
Gasto de consumo final	Porcentaje, variación anual, daec		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		5,5	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		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		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		12,2	3,3	8,5	9,2	2,8	-2,9	1,9	4,5	4,3	.	.
Vivienda	Porcentaje, variación anual, daec		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		-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		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		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		13,1	8,0	19,6	5,1	1,3	-12,0	1,2	1,5	2,6	.	.
Demanda interna	Porcentaje, variación anual, daec		8,4	4,9	5,9	6,0	2,4	1,2	1,1	3,4	4,3	.	.
Exportaciones	Porcentaje, variación anual, daec		12,3	4,5	4,7	-0,3	1,7	-0,2	2,6	0,9	2,6	.	.
Importaciones	Porcentaje, variación anual, daec		20,2	9,4	8,5	7,8	-1,1	-3,5	1,0	5,8	8,1	.	.
Brecha del producto ^{f/}	Porcentaje		0,6	0,0	0,8	1,3	1,0	0,3	-0,9	-1,0	-0,6	-6,4	-3,7
Indicadores coyunturales													
Producción real de la industria manufacturera	Porcentaje, variación anual, corregido por estacionalidad		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 ni vehículos	Porcentaje, variación anual, corregido por estacionalidad		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		-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		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		10,8	10,4	9,6	9,1	8,9	9,2	9,4	9,7	10,5	16,3	15,1
Tasa de ocupación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período		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		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		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		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		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		-9.803	-11.362	-12.501	-19.764	-18.564	-12.036	-10.241	-13.118	-13.748	-9.212	-10.845
Porcentaje del PIB	Porcentaje, términos nominales		-2,9	-3,1	-3,3	-5,2	-6,3	-4,2	-3,3	-3,9	-4,3	-3,4	-3,7
A. Bienes y servicios	Millones de dólares		636	-1.187	-3.164	-11.863	-18.267	-12.705	-8.447	-8.997	-12.353	-12.181	-12.775
B. Ingreso primario (renta de los factores)	Millones de dólares		-15.490	-15.008	-14.224	-12.523	-5.727	-5.229	-8.405	-11.764	-10.098	-5.523	-6.932
C. Ingresos secundarios (transferencias corrientes)	Millones de dólares		5.051	4.833	4.887	4.622	5.430	5.898	6.611	7.643	8.704	8.491	8.862
Cuenta financiera (A + B + C + D)	Millones de dólares		-8.707	-11.553	-11.740	-19.292	-18.244	-12.273	-9.558	-12.415	-12.775	.	.
Porcentaje del PIB	Porcentaje, términos nominales		-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		-6.227	-15.646	-8.558	-12.270	-7.506	-9.330	-10.147	-6.409	-11.095	.	.
i. Extranjera en Colombia (IED)	Millones de dólares		14.644	15.040	16.210	16.169	11.724	13.848	13.837	11.535	14.314	.	.
ii. Colombiana en el exterior	Millones de dólares		8.420	-606	7.652	3.899	4.218	4.517	3.690	5.126	3.219	.	.
B. Inversión de cartera	Millones de dólares		-6.171	-4.769	-7.438	-11.565	-9.166	-4.839	-1.617	1.297	283	.	.
C. Otra inversión (préstamos, otros créditos y derivados)	Millones de dólares		-51	3.457	-2.690	106	-1.987	1.731	1.661	-8.490	-5.296	.	.
D. Activos de reserva	Millones de dólares		3.742	5.406	6.946	4.437	415	165	545	1.187	3.333	.	.
Errores y omisiones (E Y O)	Millones de dólares		1.096	-190	761	472	320	-237	683	703	973	.	.
Tasas de interés													
Tasa de política	Porcentaje, promedio del período		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	1,8
IBR overnight	Porcentaje, promedio del período		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		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		18,2	19,2	17,9	17,3	17,2	19,2	19,4	17,9	16,5	.	.
Tasa hipotecaria	Porcentaje, promedio del período		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 base en su nueva clasificación; excluye la división del IPC de Alimentos y bebidas no alcohólicas. Consultar González, E.; Hernández, R.; Caicedo, E.; Martínez-Cortés, N.; Grajales, A.; Romero, J. (2020). "Nueva clasificación del Banrep de la canasta del IPC y revisión de las medidas de inflación básica en Colombia", Borradores de Economía, núm. 122, Banco de la República, disponible en: <https://investiga.banrep.gov.co/es/be-1122>.

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

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

f/ La estimación histórica de la brecha se calcula como la diferencia entre el PIB observado y el PIB potencial (tendencial) que resulta del modelo 4GM; en el pronóstico se calcula como la diferencia entre la estimación del PIB del equipo técnico y el PIB 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 octubre de 2020.

Anexo 2 (continuación)
Principales variables del pronóstico macroeconómico

		2016				2017			
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Variables exógenas									
Externas ^{a/}									
PIB socios comerciales ^{b/}	Porcentaje, variación trimestral anualizada, corregido por estacionalidad	1,4	2,1	2,0	2,8	2,5	3,0	3,0	2,9
Precio del petróleo (referencia Brent)	Dólares por barril, promedio del periodo	35	47	47	51	55	51	52	61
Tasa de interés efectiva de fondos federales (Fed)	Porcentaje, promedio del periodo	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 periodo	266	225	179	180	144	130	127	113
Internas									
Tasa de interés real neutral para Colombia	Porcentaje, promedio del periodo								
PIB potencial para Colombia (tendencial)	Porcentaje, var. anual								
Variables endógenas									
Precios									
IPC total	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	7,98	8,60	7,27	5,75	4,69	3,99	3,97	4,09
IPC sin alimentos ^{c/}	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	6,35	6,51	6,28	5,51	5,55	5,40	4,86	5,03
IPC bienes (sin alimentos ni regulados)	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	7,91	8,30	7,58	5,91	5,69	4,28	3,46	3,24
IPC servicios (sin alimentos ni regulados)	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	5,21	5,50	5,63	5,26	5,87	5,55	5,02	5,38
IPC regulados	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	7,22	6,85	6,31	5,63	4,71	6,33	6,10	6,26
IPC alimentos ^{d/}	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	14,48	17,03	11,23	6,65	1,46	-1,21	0,59	0,48
IPC perecederos	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	27,09	34,94	6,66	-6,63	-13,09	-14,72	-0,32	5,84
IPC procesados	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	10,83	12,09	12,56	10,74	6,28	3,29	0,84	-0,91
Indicadores de inflación básica ^{e/}									
IPC sin alimentos	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	6,35	6,51	6,28	5,51	5,55	5,40	4,86	5,03
IPC núcleo 15	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	6,64	6,97	6,90	5,98	5,63	5,16	4,49	4,21
IPC sin alimentos ni regulados	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	6,09	6,41	6,27	5,48	5,81	5,13	4,50	4,67
Promedio de todos los indicadores de inflación básica	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	6,36	6,63	6,48	5,66	5,66	5,23	4,62	4,64
TRM	Pesos por dólar, promedio del periodo	3.262	2.993	2.950	3.016	2.923	2.919	2.977	2.987
Brecha inflacionaria de la tasa de cambio real	Porcentaje, promedio del periodo	11,1	0,3	-1,7	0,5	-2,9	-3,0	-0,6	0,0
Actividad económica									
Producto interno bruto	Porcentaje, var. anual, daec	2,0	2,1	1,5	2,8	1,3	1,6	1,4	1,2
Gasto de consumo final	Porcentaje, var. anual, daec	1,6	1,3	-0,1	3,6	2,0	2,2	3,0	2,2
Gasto de consumo final de los hogares	Porcentaje, var. 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, var. anual, daec	-0,3	1,4	-2,5	9,5	3,1	3,1	3,5	4,8
Formación bruta de capital	Porcentaje, var. anual, daec	4,1	-1,7	-7,3	-3,6	-2,6	-5,3	-1,4	-1,4
Formación bruta de capital fijo	Porcentaje, var. anual, daec	-0,7	-4,1	-7,4	0,8	-1,0	1,6	5,8	1,2
Vivienda	Porcentaje, var. anual, daec	-6,8	0,2	-5,4	12,3	5,4	4,3	-4,4	-11,9
Otros edificios y estructuras	Porcentaje, var. anual, daec	5,0	-0,9	-6,0	2,2	-1,4	4,4	10,5	5,3
Maquinaria y equipo	Porcentaje, var. anual, daec	-5,4	-11,8	-7,7	-6,5	-6,7	-2,2	7,8	7,2
Recursos biológicos cultivados	Porcentaje, var. anual, daec	4,4	15,2	15,6	17,0	17,1	-0,8	-11,1	-1,6
Productos de propiedad intelectual	Porcentaje, var. anual, daec	-7,7	-12,1	-14,4	-13,8	-3,5	1,9	3,9	2,7
Demanda interna	Porcentaje, var. anual, daec	1,9	2,5	-0,9	1,5	1,1	1,1	1,3	1,0
Exportaciones	Porcentaje, var. anual, daec	0,5	-6,6	1,2	4,5	1,8	5,2	3,7	-0,2
Importaciones	Porcentaje, var. anual, daec	-3,0	-2,2	-6,4	-2,5	1,7	2,1	0,0	0,2
Brecha del producto ^{f/}	Porcentaje	0,7	0,5	0,2	0,3	-0,1	-0,3	-0,6	-0,9
Indicadores coyunturales									
Producción real de la industria manufacturera	Porcentaje, var. anual, corregido por estacionalidad	6,0	4,1	2,2	1,9	-0,6	-0,5	1,0	0,1
Ventas del comercio al por menor, sin combustibles ni vehículos	Porcentaje, var. anual, corregido por estacionalidad	3,8	2,2	0,6	1,6	-0,9	0,1	0,1	0,2
Producción de café	Porcentaje, var. anual producción acumulada del periodo	8,9	1,1	-12,2	5,4	13,0	-17,2	17,1	-10,1
Producción de petróleo	Porcentaje, var. anual, promedio del periodo	-7,4	-11,5	-13,3	-14,8	-11,6	-5,2	1,5	1,9
Mercado laboral ^{g/}									
Total nacional									
Tasa de desempleo	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del periodo	9,4	9,1	9,2	9,1	9,4	9,2	9,5	9,5
Tasa de ocupación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del periodo	58,7	58,4	58,4	58,6	58,5	58,8	58,2	57,9
Tasa global de participación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del periodo	64,8	64,3	64,3	64,5	64,5	64,7	64,3	64,0
Trece ciudades y áreas metropolitanas									
Tasa de desempleo	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del periodo	10,2	9,5	10,1	10,2	10,4	10,6	10,9	10,6
Tasa de ocupación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del periodo	61,2	60,7	60,4	60,6	60,4	60,1	59,6	59,3
Tasa global de participación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del periodo	68,2	67,1	67,2	67,5	67,4	67,3	66,9	66,4
Balanza de pagos ^{h/i/}									
Cuenta corriente (A + B + C)									
Cuenta corriente (A + B + C)	Millones de dólares	-3.439	-2.590	-3.466	-2.541	-3.506	-2.481	-2.725	-1.529
Porcentaje del PIB	Porcentaje, términos nominales	-5,5	-3,7	-4,7	-3,2	-4,7	-3,3	-3,5	-1,8
A. Bienes y servicios	Millones de dólares	-3.792	-2.757	-3.367	-2.789	-2.584	-2.482	-2.283	-1.099
B. Ingreso primario (renta de los factores)	Millones de dólares	-1.018	-1.270	-1.509	-1.432	-2.343	-1.632	-2.128	-2.303
C. Ingresos secundarios (transferencias corrientes)	Millones de dólares	1.371	1.437	1.410	1.679	1.421	1.632	1.685	1.873
Cuenta financiera (A + B + C + D)	Millones de dólares	-3.620	-3.154	-3.423	-2.077	-2.922	-2.363	-2.675	-1.598
Porcentaje del PIB	Porcentaje, términos nominales	-5,8	-4,6	-4,6	-2,6	-4,0	-3,1	-3,4	-1,9
A. Inversión extranjera (i + ii)	Millones de dólares	-3.672	-2.726	-1.579	-1.353	-1.797	-1.252	-4.148	-2.951
i. Extranjera en Colombia (IED)	Millones de dólares	4.684	3.638	2.256	3.269	2.513	2.526	4.992	3.805
ii. Colombiana en el exterior	Millones de dólares	1.012	913	677	1.916	716	1.275	845	854
B. Inversión de cartera	Millones de dólares	-856	-1.625	-975	-1.384	265	-1.983	-519	620
C. Otra inversión (préstamos, otros créditos y derivados)	Millones de dólares	810	1.352	-954	524	-1.482	717	1.867	560
D. Activos de reserva	Millones de dólares	98	-155	85	136	93	154	126	173
Errores y omisiones (E Y O)	Millones de dólares	-181	-564	43	465	584	117	50	-69
Tasas de interés									
Tasa de política	Porcentaje, promedio del periodo	6,1	6,9	7,7	7,7	7,4	6,6	5,5	5,0
Tasa de política esperada por analistas ^{j/}	Porcentaje, promedio del periodo	6,1	7,0	7,7	7,7	7,4	6,6	5,5	5,0
IBR overnight	Porcentaje, promedio del periodo	11,7	13,0	13,4	13,2	12,8	11,6	10,6	10,0
Tasa de interés comercial	Porcentaje, promedio del periodo	18,5	19,0	19,5	19,6	20,1	19,7	19,0	18,7
Tasa de interés de consumo	Porcentaje, promedio del periodo	11,9	12,4	12,7	12,7	12,5	12,3	11,3	10,9
Tasa hipotecaria	Porcentaje, promedio del periodo								

Nota: los valores en negrilla corresponden a una proyección o supuesto.
daec: desestacionalizado y ajustado por efectos calendario.
a/ Los datos trimestrales en negrilla corresponden a un supuesto construido con base en la proyección anual de cada variable.
b/ Se calcula con los primeros 21 socios comerciales (sin Venezuela) ponderados por las exportaciones no tradicionales de Colombia en dólares.
c/ Cálculos del Banco de la República con base en su nueva clasificación; excluye la división del IPC de Alimentos y bebidas no alcohólicas. Consultar González, E.; Hernández, R.; Caicedo, E.; Martínez-Cortés, N.; Grajales, A.; Romero, J. (2020). "Nueva clasificación del Banrep de la canasta del IPC y revisión de las medidas de inflación básica en Colombia", Borradores de Economía, núm. 122, Banco de la República, disponible en: <https://investiga.banrep.gov.co/es/be-1122>.
d/ Cálculos del Banco de la República con base en su nueva clasificación; igual a la división del IPC de Alimentos y bebidas no alcohólicas producida por el DANE (no incluye las subclases correspondientes a las comidas fuera del hogar). Consultar González, E.; Hernández, R.; Caicedo, E.; Martínez-Cortés, N.; Grajales, A.; Romero, J. (2020). "Nueva clasificación del Banrep de la canasta del IPC y revisión de las medidas de inflación básica en Colombia", Borradores de Economía, núm. 122, Banco de la República, disponible en: <https://investiga.banrep.gov.co/es/be-1122>.
e/ Cálculos del Banco de la República con base en su nueva clasificación. Consultar González, E.; Hernández, R.; Caicedo, E.; Martínez-Cortés, N.; Grajales, A.; Romero, J. (2020). "Nueva clasificación del Banrep de la canasta del IPC y revisión de las medidas de inflación básica en Colombia", Borradores de Economía, núm. 122, Banco de la República, disponible en: <https://investiga.banrep.gov.co/es/be-1122>.
f/ La estimación histórica de la brecha se calcula como la diferencia entre el PIB observado y el PIB potencial (tendencial) que resulta del modelo 4GM.
g/ Corresponde al trimestre móvil desestacionalizado.
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 octubre de 2020.

2018				2019				2020				2021				2022		
T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
2.7	2.8	0.9	1.3	1.2	2.3	1.3	-0.8	-8.0	-42.9	36.7	7.6	6.2	4.5	2.7	2.4	2.9	2.9	2.9
67	75	76	69	64	68	62	62	51	33	43	42	44	49	52	53	55	56	57
1,45	1,74	1,92	2,22	2,40	2,40	2,19	1,64	1,26	0,06	0,09	0,13	0,13	0,13	0,13	0,13	0,13	0,13	0,13
99	113	110	132	121	104	90	83	125	206	132	138	146	154	162	170	170	170	170
3,14	3,20	3,23	3,18	3,21	3,43	3,82	3,80	3,86	2,19	1,97	1,88	1,81	2,76	2,59	2,61	2,66	2,76	2,82
3,97	3,73	3,67	3,51	3,27	3,22	3,37	3,45	3,26	1,40	1,57	-	-	-	-	-	-	-	-
1,67	1,39	1,39	1,40	1,09	1,60	1,83	2,18	2,41	0,73	1,15	-	-	-	-	-	-	-	-
4,09	3,79	3,60	3,13	3,01	3,10	3,37	3,45	3,22	2,00	1,86	-	-	-	-	-	-	-	-
6,28	6,21	6,35	6,65	6,03	5,24	5,03	4,81	4,27	0,44	1,19	1,40	1,66	4,77	3,77	3,37	3,26	3,26	3,30
-0,06	1,11	1,47	1,87	3,24	4,96	6,49	5,80	7,19	6,55	4,13	4,36	2,65	1,83	2,60	2,41	2,31	2,29	2,36
7,13	8,47	9,51	8,88	9,98	15,46	17,50	8,66	9,79	2,52	-3,42	-	-	-	-	-	-	-	-
-2,01	-0,91	-0,72	-0,08	1,43	2,18	3,57	5,04	6,46	7,75	6,40	-	-	-	-	-	-	-	-
3,97	3,73	3,67	3,51	3,27	3,22	3,37	3,45	3,26	1,40	1,57	-	-	-	-	-	-	-	-
3,45	3,24	3,19	3,22	3,24	3,34	3,66	3,64	3,44	2,17	2,33	-	-	-	-	-	-	-	-
3,28	2,99	2,87	2,57	2,41	2,65	2,92	3,10	2,99	1,65	1,67	1,45	1,50	2,42	2,26	2,47	2,58	2,74	2,81
3,57	3,32	3,24	3,10	2,97	3,07	3,32	3,44	3,30	1,74	1,86	-	-	-	-	-	-	-	-
2.860	2.841	2.961	3.164	3.134	3.241	3.340	3.411	3.532	3.848	3.733	-	-	-	-	-	-	-	-
-3,3	-3,7	-0,3	4,7	2,3	3,3	4,0	5,0	4,7	9,9	5,0	2,0	2,0	1,3	1,4	1,3	1,1	0,8	0,5
2.4	2.2	2.7	2.7	2.4	3.6	3.4	3.6	1.0	-15.5	-9.0	-6.2	-3.6	14.2	5.9	2.6	2.8	3.0	3.4
3.5	3.9	3.4	4.1	4.1	4.3	4.7	4.5	3.8	-12.5	-8.4	-	-	-	-	-	-	-	-
2.7	3.4	3.0	2.9	3.9	4.2	4.9	4.8	4	-15.8	-11.2	-	-	-	-	-	-	-	-
7.3	6.3	7.4	7.2	4.1	5.1	4.1	3.7	3.4	2.5	3.4	-	-	-	-	-	-	-	-
-0.8	0.5	4.6	4.3	2.3	4.6	5.4	3.6	-3	-33.3	-18	-	-	-	-	-	-	-	-
0.7	1.3	1.5	2.6	6.0	6.6	4.4	0.2	-0.9	-33.6	-17.5	-	-	-	-	-	-	-	-
-5.3	-3.0	2.6	4.9	-4.6	-7.2	-7.0	-10.9	-7.8	-40.0	-25	-	-	-	-	-	-	-	-
-4.5	-3.8	-6.6	1.8	4.9	4.5	6.2	1.4	5.7	-28.6	-13.7	-	-	-	-	-	-	-	-
13.7	13.5	7.8	3.2	15.7	22.3	12.7	5	-2.4	-37.0	-22.2	-	-	-	-	-	-	-	-
-0.4	1.5	14.5	7.6	1.9	4.5	1.4	-5.5	1.3	1.6	1.6	-	-	-	-	-	-	-	-
2.5	1.9	0.7	1.1	1.5	1.3	2.5	5.2	1.3	-11.6	-9.5	-	-	-	-	-	-	-	-
1.8	3.5	3.3	4.9	4.3	3.9	5.3	3.8	1.3	-16.8	-10.5	-	-	-	-	-	-	-	-
0.5	-1.3	1.7	2.5	3.7	6.5	1.5	-1.2	-2.3	-27.5	-20	-	-	-	-	-	-	-	-
0.9	5.1	6.3	11.0	8.6	8.9	11.1	4.1	1.2	-29.6	-22.9	-	-	-	-	-	-	-	-
-1.0	-1.1	-1.0	-1.0	-1.1	-0.9	-0.8	-0.6	-0.8	-3.6	-5.2	-6.4	-6.9	-5.1	-4.2	-3.7	-3.2	-2.8	-2.2
2.5	2.8	3.6	2.7	1.1	2.5	0.7	0.8	-1.2	-23.3	-	-	-	-	-	-	-	-	-
4.5	5.7	5.4	6.2	6.0	7.7	9.9	8.7	6.7	-15.5	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-5.8	13.1	-13.8	-6.6	-1.9	6.6	4.9	24.1	-13.8	-1.9	-3.6	-	-	-	-	-	-	-	-
0.7	1.2	1.1	2.6	5.3	3.2	1.4	-0.2	-2.1	-15.7	-15.4	-	-	-	-	-	-	-	-
9.4	9.6	9.6	10.2	10.5	10.3	10.7	10.6	11.2	20.6	17.6	16.0	-	-	-	-	-	-	-
57.9	58.0	58.1	57.1	57.4	56.4	56.4	56.4	55.3	43.5	-	-	-	-	-	-	-	-	-
63.8	64.2	64.3	63.6	64.2	62.8	63.1	63.0	62.2	54.7	-	-	-	-	-	-	-	-	-
10.6	10.6	10.6	11.2	11.4	11.1	11.0	11.3	11.1	24.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
59.3	59.6	59.5	58.5	58.7	58.6	58.5	58.6	57.2	44.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
66.4	66.7	66.5	65.9	66.3	65.9	65.7	66.1	64.4	57.9	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-2.858	-3.283	-3.219	-3.759	-3.538	-2.842	-4.221	-3.147	-2.547	-1.693	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-3.5	-3.9	-3.8	-4.4	-4.5	-3.6	-5.2	-3.7	-3.5	-3	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-1.504	-2.198	-2.297	-2.998	-2.700	-2.501	-4.037	-3.115	-2.882	-2.487	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-2.977	-2.828	-2.878	-3.011	-2.416	-2.552	-2.496	-2.414	-1.802	-9.21	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1.623	1.812	1.957	2.250	1.798	2.211	2.312	2.383	2.138	1.715	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-2.562	-2.851	-3.434	-3.568	-3.314	-3.220	-3.471	-2.770	-2.189	-2.279	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-3.2	-3.4	-4.0	-4.2	-4.2	-4.1	-4.3	-3.3	-3	-4.1	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-935	-2.345	-2.469	-659	-2.610	-3.674	-1.829	-2.983	-2.882	-1.591	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2.007	3.846	2.799	2.883	3.390	4.148	3.303	3.472	3.456	1.340	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1.072	1.500	330	2.224	781	474	1475	489	1.174	-250	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1.750	334	536	-1.323	-1.307	-178	268	1.499	-315	-3.094	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-3.514	-988	-1.670	-2.317	-1.748	105	-2.164	-1.489	579	-184	-	-	-	-	-	-	-	-	-
137	150	169	732	2.351	526	254	202	-171	2.590	-	-	-	-	-	-	-	-	-
296	432	-216	190	224	-378	751	376	358	-586	-	-	-	-	-	-	-	-	-
4.6	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.25	4.23	3.26	2.24	1.75	1.75	1.75	1.75	2.00	2.33	2.63	3.00
4.6	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.25	4.22	3.22	2.22	-	-	-	-	-	-	-	-
9.4	9.4	9.3	9.0	9.1	9.0	8.9	8.52	8.35	8.27	6.98	-	-	-	-	-	-	-	-
18.7	17.9	18.0	17.3	18.0	17.2	16.0	15.49	15.8	15.51	14.77	-	-	-	-	-	-	-	-
10.8	10.6	10.5	10.4	10.4	10.5	10.4	10.42	10.44	10.39	10.2	-	-	-	-	-	-	-	-