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

ISSN - 2711 - 1164



04/
2021



Abril de 2021

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

* Presentado por el equipo técnico a la Junta Directiva, para su reunión del 30 de abril de 2021.

Actualización 7 de mayo de 2021

Esta nueva versión incorpora los siguientes recuadros:

Recuadro 1: *La transmisión de los cambios en la tasa de interés de política monetaria (TPM) hacia las tasas de interés de los establecimientos de crédito (EC)*

Recuadro 2: *Análisis de las expectativas macroeconómicas implícitas en los instrumentos del mercado financiero*

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

Sección de Gestión del Proceso de Pronóstico

Celina Gaitán
Jefe

Sergio Restrepo
Edward Gómez

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; Juliana María Huertas, Juan Pablo Rodríguez, Jesús Daniel Sarmiento y Leidy Viviana Arcila, estudiantes en práctica.

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

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



Política monetaria en Colombia

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

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

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

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

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

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

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

4 Antes conocido como *Informe sobre Inflación*.

5 El actual esquema de comunicación fue aprobado por la JDBR en la reunión de agosto de 2019.

Contenido

- 01. Resumen /9
 - 1.1 Resumen macroeconómico /9
 - 1.2 Decisión de política monetaria /14
 - 02. Pronósticos macroeconómicos y análisis de riesgos /15
 - 2.1 Contexto externo /15
 - 2.2 Proyecciones macroeconómicas /22
 - 03. Situación económica actual /34
 - 3.1 Comportamiento de la inflación y precios /34
 - 3.2 Crecimiento económico y demanda interna /37
 - 3.3 Mercado laboral /41
 - 3.4 Mercado financiero y monetario /42
-

Recuadro 1: La transmisión de los cambios en la tasa de interés de política monetaria (TPM) hacia las tasas de interés de los establecimientos de crédito (EC) /46

Recuadro 2: Análisis de las expectativas macroeconómicas implícitas en los instrumentos del mercado financiero /53

Anexo 1: Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros /58

Anexo 2: Principales variables del pronóstico macroeconómico /59

Índice de gráficos

Gráfico 1.1 Brecha del producto anual (rangos) /9
Gráfico 1.2 Producto interno bruto anual /11
Gráfico 1.3 Índice de precios al consumidor (IPC), rangos anuales /12
Gráfico 1.4 PIB real anual de socios comerciales /13
Gráfico 1.5 Tasa de interés de política monetaria, TIB e IBR /14

Gráfico 2.1 Producción industrial en las principales economías e indicadores de comercio mundial /15
Gráfico 2.2 PIB real trimestral de los socios comerciales /16
Gráfico 2.3 Indicadores de confinamiento y movilidad de la población /16
Gráfico 2.4 Población que ha recibido al menos una vacuna para algunos países /17
Gráfico 2.5 Confianza del consumidor y tasa de desempleo de algunos socios comerciales /17
Gráfico 2.6 Actividad económica y precios de algunos bienes básicos exportados por los países de la región /18
Gráfico 2.7 Precio internacional del petróleo (brent) /18
Gráfico 2.8 Expectativas de inflación total para el promedio del año en algunas economías avanzadas /19
Gráfico 2.9 Política monetaria en algunas economías avanzadas /20
Gráfico 2.10 Tasa de interés de la Fed /20
Gráfico 2.11 Tasas cero cupón de los bonos soberanos a 10 años /21
Gráfico 2.12 Prima de riesgo para Colombia /22
Gráfico 2.13 Comportamiento de la tasa de cambio nominal y de la prima de riesgo para algunos países de América Latina /22
Gráfico 2.14 Índice de precios al consumidor /22
Gráfico 2.15 Brecha inflacionaria de la TCR trimestral /23
Gráfico 2.16 IPC sin alimentos ni regulados /23
Gráfico 2.17 IPC sin alimentos ni regulados, rangos anuales /23
Gráfico 2.18 IPC de alimentos /24
Gráfico 2.19 IPC de regulados /25
Gráfico 2.20 Pronósticos de inflación de bancos y comisionistas de bolsa /25
Gráfico 2.21 PIB trimestral /26
Gráfico 2.22 Índice de confianza del consumidor /26
Gráfico 2.23 Exportaciones totales de bienes (FOB) /27
Gráfico 2.24 Importaciones totales de bienes (CIF) /28
Gráfico 2.25 Crecimiento anual por rama de actividad /28
Gráfico 2.26 PIB acumulado, 4 trimestres (variación anual) /28
Gráfico 2.27 PIB acumulado, 4 trimestres (IV trim. 2019 = 100) /29

Gráfico 2.28 Brecha del producto anual /30
Gráfico 2.29 Cuenta corriente anual /31
Gráfico 2.30 Tasa de interés de política monetaria /32
Gráfico 3.1 IPC e indicadores de inflación básica /34
Gráfico 3.2 IPC de bienes y servicios, sin alimentos ni regulados /34
Gráfico 3.3 IPC de servicios, sin alimentos ni regulados y sus componentes /35
Gráfico 3.4 IPC de regulados y sus componentes /36
Gráfico 3.5 IPC de alimentos por grupos y sus componentes /36
Gráfico 3.6 IPP por procedencia /37
Gráfico 3.7 Crecimiento del PIB en Colombia /37
Gráfico 3.8 Crecimiento del PIB en 2020 /37
Gráfico 3.9 Producto interno bruto trimestral /38
Gráfico 3.10 Producto interno bruto y demanda interna trimestral /38
Gráfico 3.11 PIB trimestral por el lado del gasto /38
Gráfico 3.12 Gasto de consumo final de los hogares y del Gobierno General /39
Gráfico 3.13 Formación bruta de capital fijo trimestral /39
Gráfico 3.14 Exportaciones, importaciones y balanza comercial /39
Gráfico 3.15 Niveles sectoriales de valor agregado relativos al cuarto trimestre de 2019 /40
Gráfico 3.16 ISE total y por sectores de actividad, series desestacionalizadas y corregidas por efectos calendario /40
Gráfico 3.17 Demanda de energía mensual total SIN /41
Gráfico 3.18 Ocupados por dominios geográficos /41
Gráfico 3.19 Ocupados según calidad de empleo: total nacional /41
Gráfico 3.20 Tasa de desempleo por dominios geográficos /42
Gráfico 3.21 Curva de Beveridge para las siete ciudades principales /42
Gráfico 3.22 Índice de ingreso laboral real mediano mensual: veintitrés ciudades /42
Gráfico 3.23 Tasa de interés de política monetaria (TPM), tasa interbancaria (TIB) e indicador bancario de referencia (IBR) /43
Gráfico 3.24 Tasas de interés mensuales de los créditos comerciales /43
Gráfico 3.25 Tasas de interés mensuales de créditos a los hogares /43
Gráfico 3.26 Depósitos a la vista /44
Gráfico 3.27 Depósitos a plazo /44
Gráfico 3.28 Cartera bruta en moneda nacional /44

Índice de cuadros

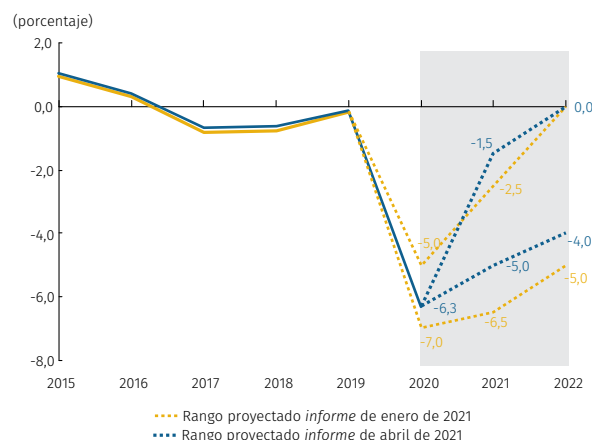
Cuadro 2.1 Crecimiento económico de los principales socios comerciales /16

01 / Resumen

1.1 Resumen macroeconómico

Después de la profunda caída de la actividad económica en el segundo trimestre de 2020, la recuperación ha sido consistentemente más vigorosa que la pronosticada por el equipo técnico del Banco. Al tiempo, las tasas de inflación total y básica han caído y permanecen en niveles bajos. Este hecho sugiere que una parte importante de la reactivación económica se relaciona con la recuperación del producto interno bruto (PIB) potencial y soporta el diagnóstico de una demanda agregada débil y amplios excesos de capacidad. Los datos más recientes del crecimiento de 2020 mostraron que la contracción de la actividad económica del año fue del 6,8%, menor que la estimada en el *Informe de Política Monetaria* de enero (-7,2%). A pesar de las cuarentenas y restricciones a la movilidad de enero, los indicadores de alta frecuencia apuntan a una economía que en el primer trimestre habría sido sustancialmente más dinámica de lo esperado. Esta recuperación ha venido acompañada por caídas en la inflación total y básica. La reducción de esta última fue menor que la proyectada en enero, una vez se aíslan cambios en algunos precios relativos, lo cual sugiere que las sorpresas recientes de crecimiento tienen elementos de demanda y que los excesos de capacidad, si bien amplios, podrían ser inferiores a los previamente estimados. No obstante, la incertidumbre sobre la medición de los excesos de capacidad sigue siendo inusualmente alta y acentuada por la heterogeneidad en la afectación de diferentes sectores económicos y componentes del gasto, así como por el comportamiento dispar de los precios. El tamaño de los excesos de capacidad, y especialmente la evolución de la pandemia en los próximos trimestres, constituyen riesgos sustanciales sobre el pronóstico macroeconómico del presente informe.

Gráfico 1.1
Brecha del producto anual (rangos)^{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.

A pesar de la fortaleza inesperada de la recuperación de la economía, el equipo técnico sigue estimando amplios excesos de capacidad, los cuales se mantendrían en el horizonte de pronóstico, al tiempo con una inflación básica que continuaría por debajo de la meta. La demanda interna sigue en niveles inferiores a los de 2019, en un entorno en el que la incertidumbre sobre el tamaño de los excesos de capacidad de la economía continúa siendo inusualmente alta (Gráfico 1.1). A esto se suma una alta tasa de desempleo nacional (14,6% para febrero de 2021), que refleja un mercado laboral holgado. Las tasas de inflación total y básica observadas continúan por debajo del 2%. Se estima que las presiones inflacionarias provenientes de la tasa de cambio siguen siendo bajas, con un traspaso a la inflación que ha sido relativamente reducido, lo cual es compatible con una brecha de producto negativa. La presencia de excesos de capacidad productiva y la proyección de la inflación básica por debajo de la meta del 3% en el horizonte de pronóstico justifican la postura expansiva de la política monetaria.

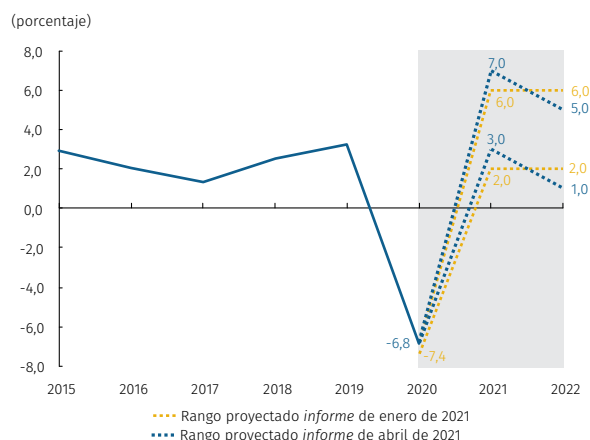
La valoración sobre algunos choques y sus efectos, así como la presencia de ciertas fuentes de incertidumbre y los supuestos sobre sus impactos macroeconómicos, se mantienen presentes en este informe. En particular, el Covid-19 sigue afectando la salud pública, y la apertura de la economía es incompleta. El equipo técnico juzga que este choque afecta tanto la demanda como la oferta agregada, pero también que el impacto en la demanda es más profundo y persistente. Dada esta persistencia, el pronóstico central incorpora un cierre gradual de la brecha del producto en ausencia de nuevas olas de contagio a medida que avanza la vacunación. El pronóstico central sigue incluyendo la expectativa sobre un aumento de las tasas de inflación total y básica en el segundo trimestre de 2021, producto de la devolución de alivios de precios temporales que tuvieron lugar en 2020. La aparición de rebrotes de la infección (de intensidad y duración inciertas) es un factor de riesgo importante que puede alterar las anteriores proyecciones. Adicionalmente, el pronóstico continúa incluyendo una senda creciente de las primas de riesgo soberano, como reflejo del mayor nivel de endeudamiento público que se ha alcanzado después de la pandemia y que persistirá probablemente en el horizonte de la proyección, aun en presencia de un ajuste fiscal. Asimismo, se incorporan los impactos de corto plazo que un ajuste fiscal como el propuesto por el Gobierno tendría en la demanda interna privada, y que serían compatibles con una senda de recuperación gradual de la misma en 2022. Las características y la magnitud del ajuste fiscal, así como la correspondiente respuesta de los mercados, son una fuente de incertidumbre para el pronóstico.

Sin embargo, la nueva información disponible presenta algunos elementos que, si bien no cambian el diagnóstico general descrito, podrían estar señalando cambios apreciables en el escenario macroeconómico. Los datos más recientes sobre inflación, crecimiento, política fiscal y contexto internacional apuntan hacia una economía más dinámica de lo previsto. En contraste, la materialización del tercer pico de la pandemia en Colombia implica un retraso en el proceso de apertura de la economía y una desaceleración de la actividad económica. A continuación se presenta una descripción de estos elementos y de los cambios en el pronóstico macroeconómico.

La caída anual estimada del PIB (-0,3%) para el primer trimestre de 2021 es menos acentuada que la proyectada en enero pasado (-4,8%). Los cierres parciales registrados en enero para enfrentar la segunda ola de contagios del Covid-19 habrían tenido un impacto negativo en la economía menos fuerte que lo estimado. Así lo sugieren los indicadores de movilidad, de demanda de energía, de industria y ventas minoristas, de comercio exterior, las cifras de transacciones comerciales de algunos bancos y el indicador de seguimiento a la economía (ISE) del Departamento Administrativo Nacional de Estadísticas (DANE). Con esto, se estima que en el primer trimestre el producto caiga un 0,3% anual. El consumo privado seguiría recuperándose y mostraría un nivel algo superior al registrado un año atrás, mientras que el consumo público presentaría un aumento importante. Si bien se anticipa una recuperación en la inversión en vivienda y en otros edificios y estructuras, los niveles seguirían siendo bajos y la formación bruta de capital fijo continuaría con caídas anuales significativas. Las importaciones volverían a recuperarse a un mejor ritmo que las exportaciones, pero ambas registrarían descensos anuales importantes.

La mejor dinámica observada de la actividad económica frente a lo proyectado, el incremento en los precios del petróleo y otros productos de exportación, junto con el aumento esperado del gasto público en el presente año, explican un alza en el pronóstico de crecimiento económico para 2021 (del 4,6%, en un rango del 2% al 6% en enero, al 6,0%, en un rango del 3% al 7%

Gráfico 1.2
Producto interno bruto anual
(variación anual)

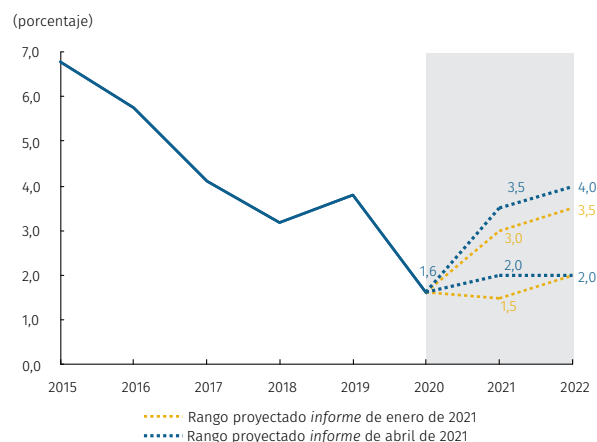


Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

en abril). Con esto, la brecha del producto sería menor y se cerraría más rápido de lo previsto en el informe anterior, pero continuaría siendo negativa en el horizonte de pronóstico. La evolución futura de la pandemia implica una incertidumbre significativa alrededor de estos pronósticos, como lo refleja la amplitud de los intervalos de proyección (Gráfico 1.2). El retraso en la recuperación de la actividad económica resultante del rebrote del Covid-19 en el primer trimestre habría sido menor que el proyectado en el informe de enero. En el escenario central de pronóstico esta mejor dinámica continuaría en 2021 de la mano de los mejores niveles de confianza de los hogares y las empresas. Las tasas de interés reales bajas y una oferta de crédito activa también soportarían dicha dinámica. Estas condiciones impulsarían la recuperación del consumo y la inversión. A lo anterior se suma el mayor crecimiento del gasto público y las obras civiles que se deriva del Plan Financiero del Gobierno. Adicionalmente, la recuperación esperada de la demanda global y los mayores niveles proyectados del precio del petróleo y del café contribuirían a un mejor desempeño de los ingresos externos y favorecerían la inversión, principalmente la destinada al sector petrolero. Con todo esto, el pronóstico de crecimiento para 2021 se revisó al alza del 4,6% en enero (en un rango del 2% al 6%) al 6,0% en abril (en un rango del 3% al 7%). Estas proyecciones incluyen una estimación de los efectos de la tercera ola de contagio del Covid-19, con un impacto económico mayor y más persistente que la ola anterior, y suponen que no habrá rebrotes importantes adicionales de la pandemia, por lo cual las restricciones a la movilidad se volverían a flexibilizar. Para 2022 el crecimiento económico sería del 3%, en un rango entre el 1% y 5%, cifra más baja que la estimación del informe de enero (3,6%, en un rango entre el 2% y 6%), por cuenta de una mayor base de comparación, dada la revisión al alza del nivel del PIB en 2021. Este pronóstico incorpora los efectos sobre la demanda privada de un ajuste fiscal del tamaño propuesto por el Gobierno, el cual entraría en vigor en 2022. Los excesos de capacidad productiva serían menores que los estimados en enero, pero seguirían siendo amplios y con una elevada incertidumbre, como se refleja en la amplitud de los rangos de pronóstico. La posibilidad de nuevos rebrotes (de intensidad y duración inciertas) es un riesgo importante a la baja para la proyección de crecimiento del PIB, recogido en los límites inferiores de los rangos señalados.

En marzo de 2021 la inflación (1,51%) y la inflación sin alimentos ni regulados (SAR: 0,94%) descendieron con respecto al dato de diciembre y continuaron por debajo de la meta del 3%. En ese período la caída de la inflación resultó menor que la proyectada, hecho explicado en gran parte por aumentos no anticipados en algunos ítems de alimentos (3,92%) y regulados (1,52%). El incremento en los precios internacionales de los alimentos y de los fletes, la mayor demanda externa por carne bovina, así como presiones alcistas puntuales de oferta en el grupo de perecederos habrían explicado una desaceleración menor que la esperada en el índice de precios al consumidor (IPC) de alimentos. La sorpresa al alza en el grupo de regulados se debió a incrementos no anticipados en los precios internacionales de los combustibles, de algunos servicios públicos y de la educación regulada. El

Gráfico 1.3
Índice de precios al consumidor (IPC), rangos anuales
(fin de período; variación anual)

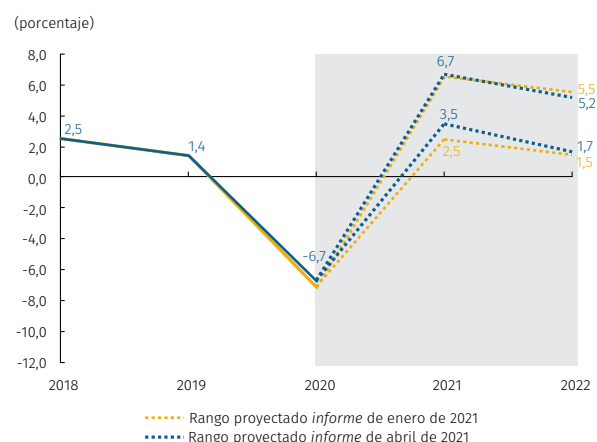


Fuente: Banco de la República.

descenso de la inflación anual SAR entre diciembre y marzo fue similar al estimado en enero, aunque con un impacto importante a la baja causado por reducciones significativas de las tarifas de telefonía ante la entrada inminente de un nuevo operador. Si se descuenta el efecto de este cambio en dicho precio relativo, la inflación SAR habría superado el pronóstico del informe anterior. Dentro de esta medida de la inflación básica, el IPC de bienes (1,05%) se aceleró debido a la reversión del efecto del día sin IVA (noviembre), la cual fue capturada en gran medida en febrero, y posiblemente por la transmisión de la reciente depreciación del peso a los precios internos de algunos ítems (electrodomésticos y aparatos de uso doméstico). Por su parte, los precios de la canasta de servicios se desaceleraron y presentaron el menor crecimiento anual (0,89%) entre los grandes grupos del IPC. En esta última canasta los ajustes anuales de los arriendos continuaron cediendo, los servicios con más restricciones para normalizar sus operaciones (turismo, cine, discotecas, etc.) siguieron registrando caídas importantes de precios y, como se mencionó, las tarifas de telefonía descendieron de forma sustancial por cuenta de una mayor competencia en dicho mercado.

En lo que resta de 2021 y en 2022 la inflación total seguiría siendo afectada por unos amplios excesos de capacidad productiva, aunque menores que los estimados en enero. Con esto, la convergencia de la inflación a la meta sería algo más rápida que la estimada en el informe pasado, en ausencia de rebrotes fuertes del Covid-19 (Gráfico 1.3). Para finales de ambos años el pronóstico de inflación del equipo técnico aumentó e indica que esta se situaría alrededor del 3%, en buena medida por cambios en los precios de los alimentos y los regulados. Las proyecciones de la inflación SAR también subieron, pero se mantienen por debajo del 3%. En el segundo semestre de 2021 los alivios de impuestos indirectos registrados en 2020 se revertirían y tendrían un efecto por una sola vez sobre el nivel de precios, impactando transitoriamente la inflación SAR. No obstante, la indexación a una baja tasa de inflación pasada, la debilidad en la demanda y unos amplios excesos de capacidad productiva mantendrían la inflación básica por debajo de la meta, cercana al 2,3% al final de 2021 (antes 2,1%). La reversión en 2021 de los efectos de los alivios a los precios de los servicios públicos de 2020 debería generar un incremento del IPC de regulados en el segundo semestre de este año. La variación anual de estos precios sería mayor que la estimada en el informe de enero debido a una mayor senda esperada del precio de los combustibles y por los aumentos no anticipados en los precios de la educación regulada. La proyección del IPC de alimentos aumentó frente al informe pasado, al incorporar los factores no anticipados en enero (ciclo agrícola menos favorable, mayores presiones provenientes de los precios internacionales y costos de transporte). Con todo esto, al final de 2021 y 2022 la inflación anual se situaría en el 3% y el 2,8%, respectivamente, tasas mayores que la proyectadas en enero (2,3% y 2,7%). Para los mismos años, las expectativas de inflación de los analistas económicos sugieren que la inflación se situaría en el 2,8% y 3,1%, respectivamente. Los pronósticos de inflación de este informe involucran una elevada incertidumbre debido a: 1) la evolución futura de la pandemia; 2) la dificultad para evaluar el tamaño y la persistencia de los ex-

Gráfico 1.4
PIB real anual de socios comerciales
(variación anual; supuesto anual)



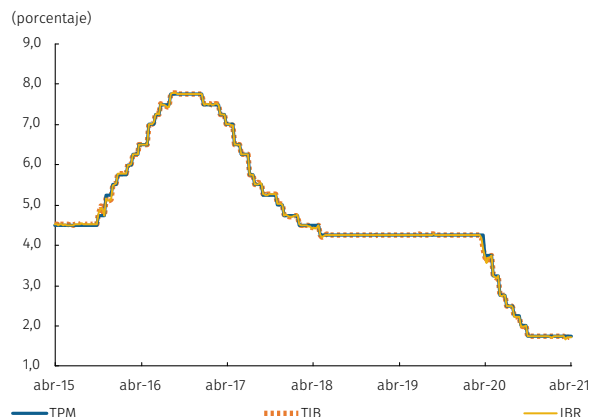
Fuentes: Bloomberg, oficinas de estadística y bancos centrales; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

cesos de capacidad productiva; 3) el momento y la medida en que se reviertan los alivios de precios y, 4) el comportamiento futuro de los precios de los alimentos.

Para 2021 se revisaron al alza el pronóstico de crecimiento de la demanda externa (del 4,4% al 5,2%) y el supuesto del precio promedio del petróleo (de USD 53 a USD 61 por barril Brent). Las tasas de interés externas de largo plazo aumentaron y se han reflejado en una depreciación del peso, lo cual podría resultar en condiciones financieras externas menos holgadas para los países emergentes, incluido Colombia. En el cuarto trimestre de 2020 el crecimiento económico promedio de los socios comerciales del país fue mejor que el esperado. Esta mejor dinámica, junto con el fuerte estímulo fiscal aprobado en los Estados Unidos y el inicio de la vacunación masiva en el mundo, explican gran parte del alza en el pronóstico de crecimiento de la demanda externa para 2021 (Gráfico 1.4). A esto se suma la resiliencia del mercado de bienes ante la crisis mundial y la normalización esperada del comercio global. Estos factores y las menores restricciones esperadas a la movilidad deberían contribuir a que los socios comerciales alcancen en 2021 un crecimiento promedio del 5,2% y de alrededor del 3,4% para 2022, más cercano al de largo plazo. Las mejores perspectivas de crecimiento global elevaron el precio del petróleo y sus pronósticos, a lo cual también contribuyó la interrupción de la producción ocasionada por el fuerte invierno, los menores inventarios y las mayores restricciones de oferta por parte de los principales países productores. En los Estados Unidos los anuncios recientes de la Reserva Federal y los pronósticos del mercado sugieren que su tasa de interés de política permanecerá estable en los siguientes dos años. No obstante, el fuerte incremento del gasto público en ese país generó expectativas de mayor crecimiento e inflación, así como mayor incertidumbre sobre el momento en que se inicie la normalización de su política monetaria. Lo anterior se reflejó en un alza de las tasas de interés de largo plazo. En este entorno, las economías emergentes de la región, incluida Colombia, registraron aumentos en sus primas de riesgo, en las tasas de interés locales de largo plazo y una depreciación de sus monedas frente al dólar. Los recientes rebrotes del Covid-19 en varias de estas economías; las limitaciones de oferta de vacunas, y la lentitud observada en los sistemas de inmunización de algunos países; el fuerte incremento en los niveles de deuda pública, y las tensiones entre los Estados Unidos y China, entre otros, son factores que generan una elevada incertidumbre sobre los diferenciales de tasas de interés, las condiciones de financiamiento externo y el comportamiento futuro de las primas de riesgo. El impacto que esto tenga sobre la tasa de cambio y sobre las condiciones financieras internas son riesgos sobre el pronóstico macroeconómico y la política monetaria.

Las condiciones financieras internas siguen favoreciendo la recuperación de la actividad económica. La transmisión de las reducciones en la tasa de interés de política hacia las tasas de interés de crédito ha sido significativa. La cartera bancaria se sigue recuperando, en un entorno en el que la pandemia ha afectado la oferta y la demanda de préstamos, y en el que se ha materializado el riesgo de crédito. Las tasas de interés de

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



a/ TIB: tasa interbancaria.

IBR: Indicador bancario de referencia.

TPM: tasa de interés de política monetaria (repo a 1 día).

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

los préstamos comerciales preferenciales y ordinarios se han reducido en una magnitud similar a las caídas de la tasa de interés de política. Como se ha observado históricamente, esta transmisión ha sido más lenta hacia las tasas de interés de los créditos de consumo, y aún más demorada hacia las tasas de interés hipotecarias (véase el Recuadro 1 de este informe). En marzo el monto del crédito comercial se estabilizó en niveles superiores a los registrados antes de la pandemia, después del aumento generado por las fuertes necesidades de liquidez de las empresas en el segundo trimestre de 2020. La cartera dirigida a los hogares se sigue recuperando y ya supera los valores observados en febrero del año anterior. No obstante, el crecimiento de la cartera total es bajo. Al tiempo, las provisiones de cartera y el indicador de mora se incrementaron, y las utilidades de los establecimientos de crédito se deterioraron. A pesar de esto, los desembolsos de crédito se siguen recuperando y los indicadores de solvencia siguen muy por encima del mínimo regulatorio.

1.2 Decisión de política monetaria

En las reuniones de marzo y abril la JDBR decidió mantener la tasa de política monetaria inalterada en 1,75% (Gráfico 1.5).

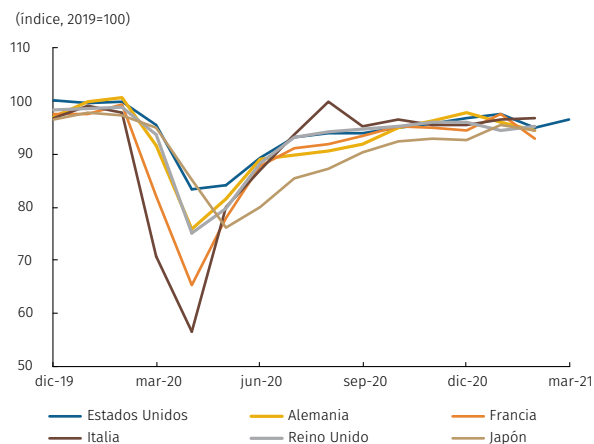
02/ Pronósticos macroeconómicos y análisis de riesgos

Gráfico 2.1
Producción industrial en las principales economías e indicadores de comercio mundial

A. Exportaciones reales mundiales y tráfico de contenedores



B. Producción industrial de algunas de las principales economías



Fuentes: Institute of Shipping Economics and Logistics, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis y Bloomberg.

2.1 Contexto externo

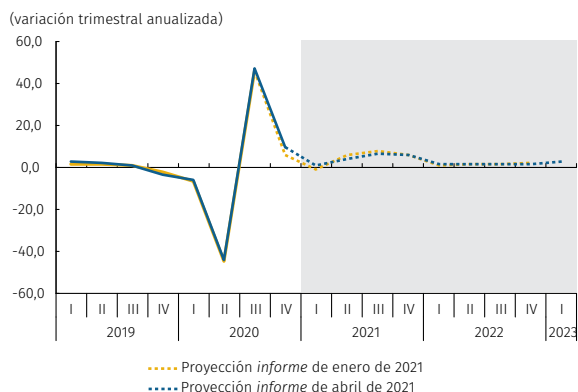
La dinámica esperada del contexto externo refleja las perspectivas de una mayor recuperación de la economía mundial en el horizonte de pronóstico. No obstante, la pandemia no ha sido superada y no se descartan retrocesos que impliquen deterioros y alta volatilidad en las principales variables externas que afectan la economía colombiana. El buen desempeño económico esperado para China y los Estados Unidos jalonaría la economía mundial, en un entorno de cierta resiliencia observada en el sector industrial, del comercio internacional de bienes y de los precios de las materias primas, pese a las nuevas oleadas de contagios en el mundo por el virus (Gráfico 2.1). A las mejores perspectivas también contribuye el proceso de vacunación contra el coronavirus, aunque solo un grupo reducido de países muestran avances significativos, lo que podría generar heterogeneidad en el ritmo de recuperación económica. De esta forma, se supone un mejor comportamiento de los precios del petróleo y una mayor demanda externa para Colombia frente al informe anterior. Por su parte, los bancos centrales de las principales economías han comunicado que mantendrán medidas de soporte hasta conseguir los objetivos de largo plazo, lo cual se refleja en el supuesto incluido en esta sección de una tasa de interés de política monetaria de la Reserva Federal de los Estados Unidos que se mantendría estable hasta finales del 2022. Sin embargo, mayores tasas de interés de largo plazo en los Estados Unidos podrían implicar condiciones financieras externas menos holgadas para las economías emergentes. En general, la incertidumbre sobre el contexto externo continúa siendo elevada debido a las recientes oleadas del virus, la propagación de sus nuevas variantes y el ritmo relativamente lento de vacunación en varios países, junto con las restricciones de oferta mundial de vacunas. Además, las condiciones financieras internacionales podrían tornarse menos favorables ante una normalización de la política monetaria en los Estados Unidos más rápida de lo esperado, a lo que se le podría sumar el rezago en la recuperación en varias economías emergentes en un contexto de acumulación de desbalances macroeconómicos.

2.1.1 Demanda externa

En 2021 y 2022 los socios comerciales registrarían un crecimiento del 5,2% y 3,4%, respectivamente. En el cuarto trimestre de 2020 los resultados del PIB de los socios comerciales mostraron un rebote mayor que el previsto en el informe de enero. En ese trimestre los países de la región continuaron la reapertura de sus economías, mientras que los Estados Unidos, y en especial la zona del euro, se vieron afectados por las nuevas oleadas del virus. Con todo, el nivel promedio del PIB de los socios comerciales terminó el año en un nivel algo más alto que el estimado en el informe de enero (Gráfico 2.2), pero

Gráfico 2.2

PIB real trimestral de los socios comerciales
(variación trimestral anualizada; proyecciones según el supuesto para todo el año)



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

Cuadro 2.1

Crecimiento económico de los principales socios comerciales^{a/}

Principales socios	2019 (pr)	2020 (pr)	2021 (proy)	2022 (proy)
Estados Unidos	2,2	-3,5	6,3	3,6
Zona del euro	1,3	-6,8	4,3	4,1
China	6,0	2,3	8,4	5,5
Ecuador	0,0	-7,8	3,0	2,6
Brasil	1,4	-4,4	3,3	2,5
Perú	2,2	-11,1	9,2	4,7
México	-0,1	-8,5	4,7	2,9
Chile	1,1	-6,0	5,9	3,4
Total socios comerciales ^{a/}	1,4	-6,7	5,2	3,4

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

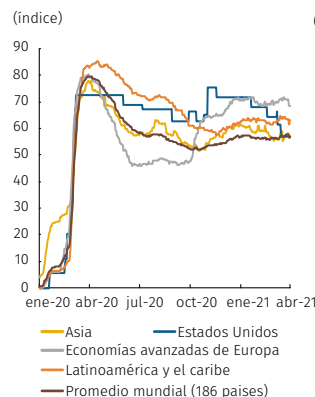
a/ Estas cifras corresponden a los principales socios comerciales sin Venezuela. Para el cálculo de las ponderaciones se hace uso de la participación en el comercio no tradicional.

Fuentes: Bloomberg, Focus Economics, oficinas de estadística y bancos centrales de los países (datos observados); Banco de la República (proyecciones y cálculos).

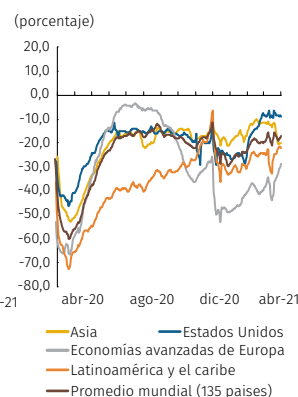
Gráfico 2.3

Indicadores de confinamiento y movilidad de la población

A. Índice de las medidas de confinamiento y aislamiento social



B. Movilidad hacia lugares como restaurantes, centros comerciales, cines, entre otros



Nota: datos de confinamiento y aislamiento social hasta el 15 de abril. Indicadores de movilidad hasta el 24 de abril.

Fuentes: Google y Hale, Thomas, Sam Webster, Anna Petherick, Toby Phillips, and Beatriz Kira (2020). Oxford COVID-19 Government Response Tracker, Blavatnik School of Government. Política de uso de datos: Creative Commons Attribution CC BY standard; cálculos del Banco de la República.

inferior al observado antes de la pandemia. En el comienzo de 2021 la reactivación de la actividad económica se habría estancado debido a la intensificación de la pandemia en varios países y la propagación de nuevas cepas del virus que ha implicado incrementos en las medidas de aislamiento social en diferentes socios comerciales (Gráfico 2.3). No obstante, para todo el año se espera una recuperación mayor que la prevista en el informe de enero. Esta revisión obedece, en buena parte, al mejor crecimiento previsto para los Estados Unidos (Cuadro 2.1) como resultado del mayor estímulo fiscal y los avances y perspectivas positivas sobre la vacunación. A esto también contribuiría la revisión al alza en el crecimiento de algunos socios de la región (Cuadro 2.1), donde se destaca el caso de Chile, que registra un avance importante en la vacunación, y México, que se beneficiaría de sus vínculos comerciales con los Estados Unidos. Para 2022 se sigue suponiendo un buen desempeño de la demanda externa (3,4%), acorde con un mejor control esperado del virus. Esta senda incluye una alta heterogeneidad entre países y sectores debido a las diferencias en el impacto y evolución de la pandemia. La incertidumbre sigue siendo elevada¹ y los riesgos a la baja incluyen una mayor intensificación de la pandemia, una propagación masiva de las nuevas cepas del virus que la acentúen o retrasos en la vacunación. A esto se suma una mayor persistencia de los efectos negativos de este choque y las tensiones comerciales internacionales. Los riesgos al alza están asociados principalmente a una reapertura de las economías más rápida que la esperada por un control más efectivo sobre la propagación del virus.

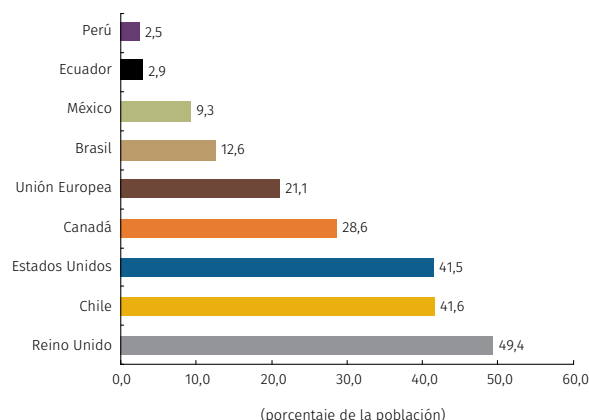
En 2021 la recuperación económica esperada para los Estados Unidos sería superior a la de otras economías avanzadas, resultado, en parte, de un mayor estímulo fiscal y del avance en el programa de vacunación.

En ese país, con datos a la tercera semana de abril, cerca del 40 % de la población había recibido al menos una dosis de la vacuna contra el coronavirus (Gráfico 2.4), lo cual estaría aportando al mejor control de la pandemia y a la reducción de las medidas de aislamiento social. Esto, junto con el fuerte estímulo fiscal aprobado en marzo por USD1,9 billones y una política monetaria expansiva, ha contribuido a la recuperación de la economía y sus perspectivas. En marzo se registró una reducción de la tasa de desempleo al 6 % y un aumento de la confianza de los consumidores (Gráfico 2.5), lo que estaría favoreciendo el consumo privado². Además, las medidas de apoyo fiscal han incrementado el ingreso real disponible y las tasas de ahorro, factores que impulsarían la demanda agregada en adelante. Por su parte, en ese mes la producción industrial aumentó un 1,4 % frente a febrero y las condiciones empresariales (PMI, por sus siglas en inglés) se situaron en niveles expansivos. Así, aunque el primer trimestre mostraría un crecimiento trimestral limitado, en parte, por el impacto de la intensificación de la pandemia de comienzos de año, se espera que en los próximos trimestres se acele-

1 Para 2021 se espera que el crecimiento promedio de los socios comerciales se sitúe en un rango entre el 3,5 % y 6,7 %. Para 2022 este rango se ubica entre el 1,7 % y 5,2 %

2 En marzo las ventas reales al por menor crecieron mensualmente el 9,1 %, luego de la caída de febrero (-3,2 %).

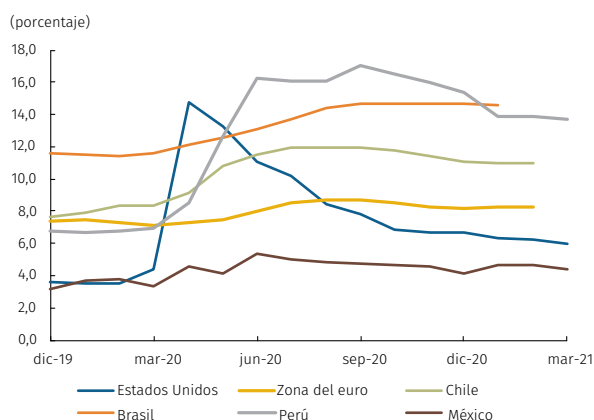
Gráfico 2.4
Población que ha recibido al menos una vacuna para algunos países



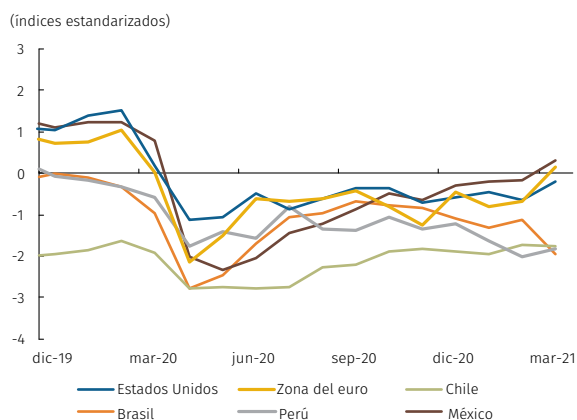
Nota: datos consultados el 24 de abril de 2021.
Fuente: Our World in data.

Gráfico 2.5
Confianza del consumidor y tasa de desempleo de algunos socios comerciales

A. Tasas de desempleo



B. Indicadores de confianza del consumidor



Fuentes: INEGI, BIE, CIF, FVG IBRE, UDD, Fedesarrollo, APOYO, Universidad de Michigán, Comisión europea y Bloomberg; cálculos del Banco de la República.

re la recuperación³. La posible aprobación del nuevo plan de infraestructura y de modificaciones al sistema tributario son elementos que podrían tener implicaciones considerables sobre las perspectivas económicas. En contraste, en la zona del euro se ha registrado una menor cobertura en la vacunación y dificultades en el control de la pandemia, por lo cual en los últimos meses se han extendido o implementado medidas de aislamiento social en varios de los países del bloque (Gráfico 2.3). De esta forma, el primer trimestre y al menos parte del segundo mostrarían afectaciones de la actividad económica. En adelante la recuperación se vería soportada por la extensión de los estímulos fiscal y monetario, así como por una mayor reapertura en la segunda mitad del año, como resultado de un mejor ritmo de vacunación frente a lo observado durante el primer trimestre de 2021. La incertidumbre sobre el crecimiento de estos países continúa siendo elevada debido a los riesgos asociados con la evolución de la pandemia y las diferentes variantes del virus, tensiones políticas y comerciales internacionales, entre otros factores.

China mostraría una aceleración de su crecimiento anual en 2021. Para el primer trimestre del año su PIB real tuvo una recuperación anual significativa (18,3%), aunque mostró una reducción en su ritmo de expansión trimestral del 3,2% en el último trimestre de 2020 al 0,6%. Esto último habría sido resultado, principalmente, de la imposición de restricciones a la movilidad de la población para la celebración del nuevo año chino ante el riesgo de un mayor contagio por el Covid-19. Así, este país continúa exhibiendo un control exitoso de la pandemia, al tiempo que ha registrado avances en la vacunación de la población. Por su parte, en marzo la inflación total (0,4%) y básica (0,3%) aumentaron, aunque son inferiores al objetivo del banco central (3,0%). Hacia adelante la demanda interna podría continuar registrando mejores niveles por cuenta de un fortalecimiento del consumo⁴, la inversión pública y el estímulo monetario. A su vez, la actividad económica se vería favorecida por un mayor impulso externo, acorde con unas mejores perspectivas de crecimiento mundial. La incertidumbre sobre la senda de crecimiento de este país sigue siendo elevada no solo por la evolución del virus, sino también por sus tensiones políticas y comerciales con otras economías. Adicionalmente, de acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI), el impulso provisto para la recuperación económica también ha producido un incremento de las vulnerabilidades financieras de esta economía, al aumentar significativamente la deuda pública y corporativa, siendo esta última impulsada, en parte, por un mayor endeudamiento de agentes con elevado riesgo crediticio.

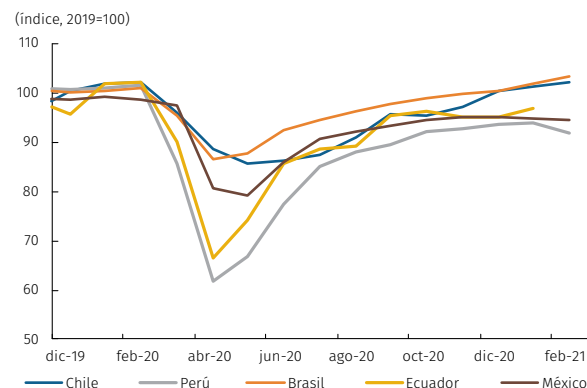
3 Al cierre de este informe se conoció que, según cifras preliminares, el PIB de los Estados Unidos tuvo un crecimiento del 6,4% trimestral anualizado en el primer trimestre de 2021. Frente al mismo período del año anterior, el crecimiento fue del 0,4%.

4 En los últimos meses se había observado un incremento de la confianza de los consumidores a niveles cercanos a los observados antes de la pandemia, y la encuesta de la tasa de desempleo sugiere una reducción en marzo al 5,3% (frente al 5,5% de febrero).

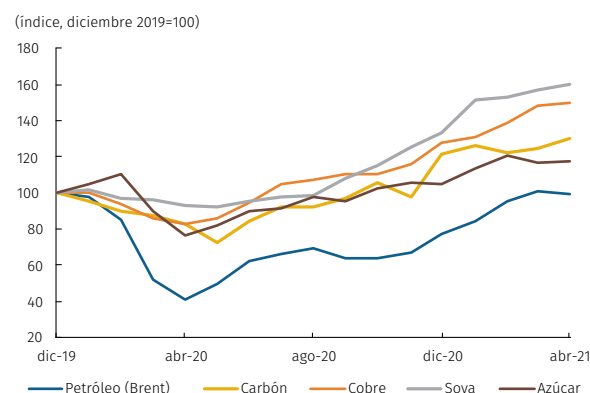
Gráfico 2.6

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^{a/}



a/ el dato de abril corresponde al promedio hasta el 23 del mes.
Fuentes: Bloomberg y Datastream; cálculos del Banco de la República.

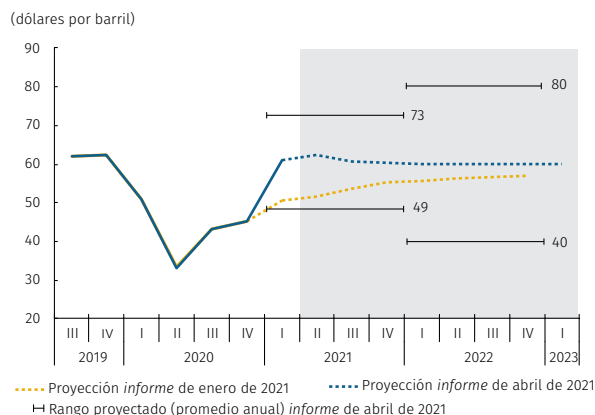
Los principales socios de la región presentarían una demanda externa más favorable, aunque enfrentan dificultades en el control de la pandemia. Por ende, en 2021 se supone una recuperación parcial del PIB de estos países. Para lo corrido de este año varios países de la región han enfrentado nuevas oleadas de contagio por coronavirus. Adicionalmente, con excepción de Chile, se han presentado ritmos relativamente lentos de vacunación (Gráfico 2.4). En este contexto, las autoridades han tenido que incrementar las medidas de aislamiento social o retrasar los planes de apertura, lo cual ha reducido la movilidad de la población (Gráfico 2.3) y podría afectar la recuperación, al menos en el corto plazo (Gráfico 2.6, panel A). A su vez, para algunas de estas economías las tasas de desempleo son elevadas y la confianza de los consumidores se sitúa en niveles inferiores a los observados antes de la pandemia (Gráfico 2.5). También existen limitaciones en términos del espacio fiscal o para implementar políticas monetarias más expansivas. Sin embargo, estos países enfrentarían un impulso externo real más favorable que el esperado en el informe anterior. Por un lado, la mejora de las perspectivas de crecimiento económico mundial, jalonada en buena medida por los Estados Unidos y China, favorecería la demanda externa, en particular para países con mayores vínculos comerciales como México. Lo anterior ha contribuido también al aumento en los precios de algunas materias primas (Gráfico 2.6, panel B), como el cobre y el petróleo, que beneficiaría a sus países exportadores. Por último, algunas de estas economías podrían continuar beneficiándose de los flujos de remesas de trabajadores. En general, las perspectivas de los socios comerciales de la región presentan alta incertidumbre ante la posibilidad de nuevas oleadas de contagio y el impacto sobre el control de la pandemia de nuevas cepas del virus, el mayor endeudamiento público, las condiciones financieras internacionales menos holgadas, entre otros.

2.1.2 Desarrollos de precios en el extranjero

Para 2021 se supone un precio del petróleo promedio (Brent) de USD 61 por barril (bl) y para 2022 de USD 60 bl, lo que corresponde a una revisión al alza frente a lo contemplado en el informe de enero (Gráfico 2.7). Este mayor precio del petróleo tiene en cuenta la sorpresa al alza del primer trimestre del año y factores de demanda que estarían favoreciendo sus perspectivas, tales como las mejores previsiones de crecimiento en los Estados Unidos y China, la resiliencia del sector manufacturero y del comercio global y las expectativas de mayor fortaleza económica mundial por el control de la pandemia mediante la vacunación, entre otros. No obstante, mayores incrementos de la cotización internacional del crudo se verían limitados por una demanda que seguiría viéndose afectada, al menos en el corto plazo, por las nuevas oleadas del virus que podrían estar restringiendo el repunte de economías como la de India, Brasil y Europa, que son consumidores importantes de hidrocarburos. Por el lado de la oferta, el precio se ha visto favorecido por los recortes de suministro por parte de la Organización de Países Exportadores de Petróleo y sus aliados (OPEP+), junto con la lenta recuperación de la producción de otros países, como la de los Estados Unidos. En adelante, se espera que la

Gráfico 2.7

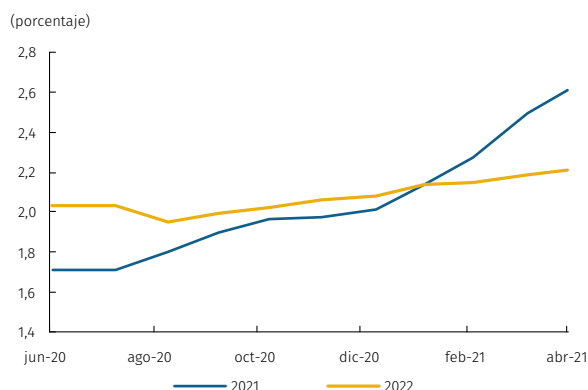
Precio internacional del petróleo (brent)
(promedio trimestral; supuesto trimestral)



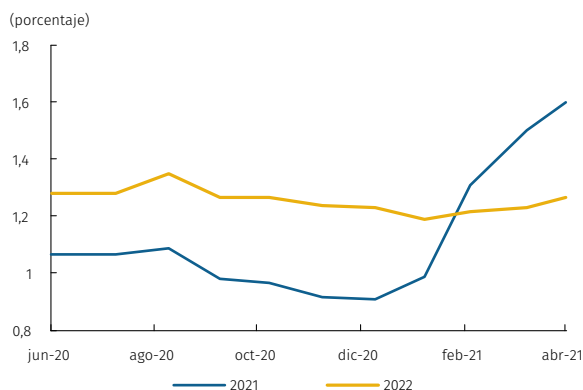
Fuente: Bloomberg; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Gráfico 2.8
Expectativas de inflación total para el promedio del año en algunas economías avanzadas

A. Estados Unidos



B. Zona del euro



Fuente: Bloomberg, el dato de la encuesta corresponde a la media ponderada del último día del mes. El dato de abril corresponde al del 23 de ese mes.

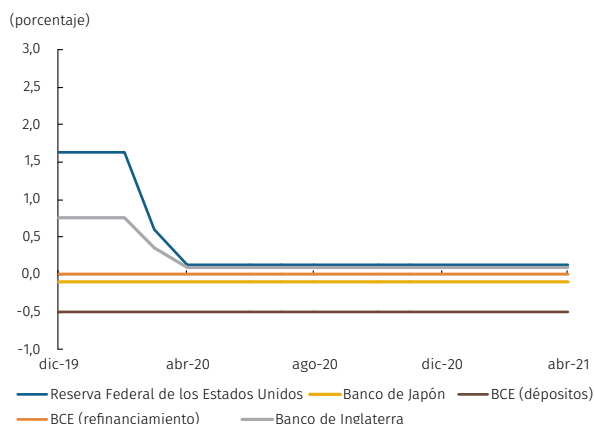
OPEP+ continúe reduciendo parte de estos recortes en la medida en que mejoren las perspectivas de la demanda. A esto se le sumaría los incrementos esperados en la oferta de otros países productores debido, en parte, a los mayores precios observados. Así, para 2021 se espera que el balance de estos factores derive en un precio promedio de USD 61 bl y para 2022 de USD 60 bl. Esta revisión al alza del precio del petróleo implica una mayor recuperación de los términos de intercambio del país, con un impacto positivo sobre el ingreso nacional, el sector externo y las cuentas fiscales. La incertidumbre sobre el supuesto del precio del crudo es elevada⁵, pues se desconoce la velocidad a la cual pueden revertirse los choques de oferta y demanda que actualmente afectan el mercado. Los riesgos al alza estarían asociados a una recuperación de la economía mundial más rápida de lo esperado y con recortes mayores que lo previsto de la producción por parte de la OPEP+, los cuales generen un mercado más apretado. Por su parte, los riesgos a la baja incluyen rebotes del virus o bajos ritmos de vacunación que afecten de forma significativa la reapertura de grandes países, una respuesta más rápida de la extracción de crudo en los Estados Unidos u otros productores frente a los mayores precios, además de riesgos sobre la sostenibilidad en los acuerdos de la OPEP+ en un entorno de alta capacidad ociosa de producción y desarrollos geopolíticos que puedan afectar la oferta.

En los Estados Unidos las expectativas de inflación total se han incrementado y se ubican por encima del 2% para 2021 y 2022. En marzo para los Estados Unidos la inflación total fue del 2,6% y la básica del 1,6%, cifras superiores al 1,7% y 1,3% registrados en febrero, respectivamente. A la inflación total contribuyó de forma importante el componente de combustibles, acorde con los mayores precios del petróleo. Hacia adelante las expectativas de inflación se han incrementado, y para 2021 y 2022 se ubican por encima del 2,0% (Gráfico 2.8, panel A), en un contexto de perspectivas de incrementos anuales de los precios de los *commodities* y de mayor recuperación de la demanda, debido al fuerte estímulo fiscal, el buen progreso en la distribución de vacunas y un mercado laboral que se recupera (pero que aún se encuentra holgado). A su vez, en los próximos meses, a medida que continúa la reapertura gradual de la economía, se pueden presentar cuellos de botella en la oferta, que, junto con la menor base de comparación del año anterior, podrían llevar a incrementos transitorios de la inflación en ese país. Para el caso de la zona del euro, la inflación total anual se aceleró del 0,9% en febrero al 1,3% en marzo, debido principalmente al comportamiento de la canasta de energía. Por su parte, la inflación básica se redujo por segundo mes consecutivo, pasando del 1,1% al 0,9%, mostrando, en parte, una actividad económica débil con excesos de capacidad productiva. Para 2021 y 2022 las expectativas de inflación se han incrementado, aunque se mantienen por debajo del 2% (Gráfico 2.8, panel B). Entre los factores de riesgo que podrían contribuir a una mayor inflación en estas economías avanzadas a lo largo del horizonte de pronóstico se encuen-

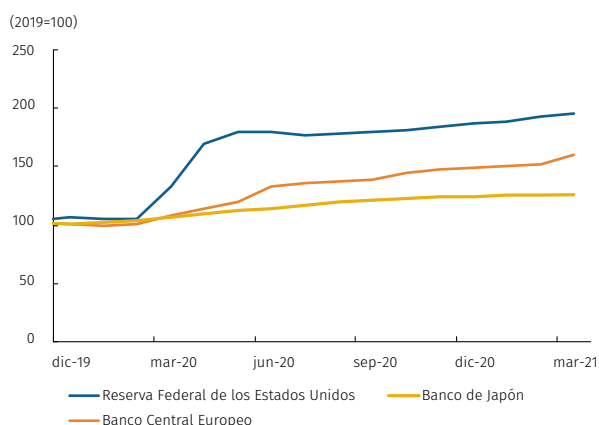
5 Para 2021 el precio promedio del petróleo se situaría en un rango entre USD 49 bl y USD 73 bl. Para 2022 este intervalo se ubica entre USD 40 bl y USD 80 bl.

Gráfico 2.9
Política monetaria en algunas economías avanzadas

A. Tasas de interés de política monetaria^{a/}



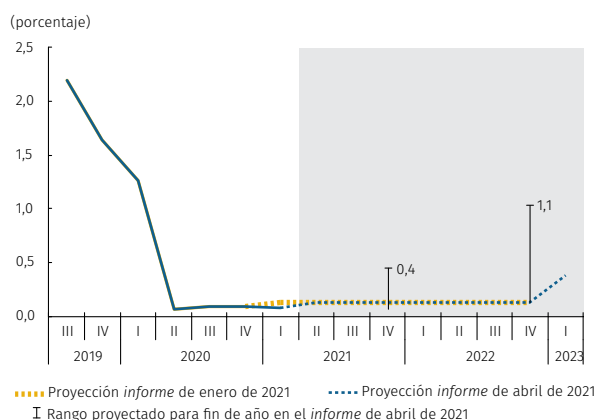
B. Hojas de balance (total activos)



a/ el dato de abril corresponde al promedio hasta el 23 del mes.

Fuentes: Reserva Federal de los Estados Unidos, Banco Central Europeo y Bloomberg.

Gráfico 2.10
Tasa de interés de la Fed
(promedio trimestral; supuesto trimestral)



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

tran incrementos adicionales en la cotización internacional de las materias primas, principalmente de los alimentos y del petróleo, interrupciones más duraderas en las cadenas de suministro y una recuperación de la demanda agregada más rápida de lo esperado.

2.1.3 Desarrollos financieros externos

En lo corrido del año los bancos centrales de las economías avanzadas han continuado suministrando amplia liquidez, con bajas tasas de interés de política y medidas no convencionales (Gráfico 2.9). En su reunión del 17 de marzo el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por su sigla en inglés) mantuvo su tasa de interés en un rango entre el 0,0% y 0,25%, acorde con las perspectivas del equipo técnico⁶. A su vez, recalculó los objetivos de largo plazo de máximo empleo e inflación promedio del 2%, y anunció que espera mantener una postura expansiva de la política monetaria hasta que estos objetivos se alcancen. También, continuaría incrementando mensualmente la tenencia de activos por al menos USD120 mil millones, dentro de los que se cuentan USD80 mil millones de títulos del tesoro estadounidense, hasta que se produzca un avance sustancial en los objetivos de largo plazo, lo que consideran apropiado, a pesar del empinamiento de la curva de los *treasuries*. A su vez, el gobernador ha comunicado que no se actuará de forma preventiva con base en pronósticos, sino se esperará a realizar cambios en la política monetaria una vez se observen los resultados económicos acordes con sus objetivos, lo cual no se prevé que se produzca en el corto plazo. Por su parte, en su reunión del 22 de abril, el Banco Central Europeo confirmó la postura expansiva de su política monetaria. En particular, mantuvo inalteradas sus tasas de interés y anunció que continuará con un mayor ritmo de compras netas de activos durante el actual trimestre frente a los primeros meses del año en el marco del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP); esto último, tomando en consideración su evaluación conjunta sobre las condiciones de financiación y las perspectivas de inflación.

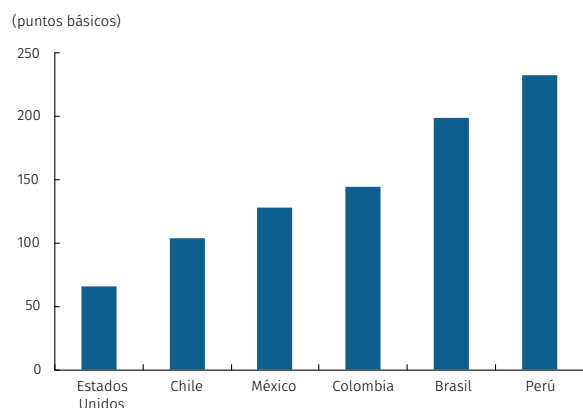
Se supone que la tasa de interés de política monetaria en los Estados Unidos se mantendría estable durante 2021 y 2022, con un primer incremento hacia finales del horizonte de pronóstico (Gráfico 2.10). Las decisiones recientes del FOMC se han dado en medio de unas mayores tasas de interés de largo plazo de los títulos del tesoro estadounidense, de expectativas de inflación por encima del 2% y de mejores perspectivas de crecimiento y empleo de la economía. Según el marco actual de política monetaria, la Reserva Federal toleraría una inflación por encima del 2% por algún período, lo que, sumado a la debilidad observada en el mercado laboral, le permitiría sostener el estímulo monetario con el propósito de alcanzar su objetivo de máximo empleo e inflaciones promedio del 2%. Considerando lo anterior, junto con el *forward guidance* divulgado por el banco central, se supone estabilidad en la tasa

6 Al cierre de este informe se conoció que en su reunión del 28 de abril el FOMC mantuvo sin cambios el rango de la tasa de interés de los fondos federales, acorde con las perspectivas del equipo técnico.

de política monetaria en 2021 y 2022, y un primer incremento a finales del horizonte de pronóstico. Este supuesto tiene en cuenta la información proveniente de diferentes encuestas del mercado, las proyecciones de los miembros del FOMC, algunas de las encuestas realizadas por el banco central y la información derivada de los mercados de futuros. No obstante, factores como el mayor estímulo fiscal o una reapertura más rápida de la economía podrían llevar a que la inflación, el empleo y el crecimiento se alineen más rápidamente con los objetivos de largo plazo de la Reserva Federal. Si esto último se materializa pronto, la normalización de la política monetaria (hoja de balance y tasa de interés) podría darse antes de lo previsto, hecho que podría implicar unas condiciones de financiamiento externo menos favorables para Colombia⁷. La vulnerabilidad de los países emergentes frente a este riesgo depende de varios aspectos, dentro de los que se cuentan su posición externa neta, las fuentes y estructura de su financiamiento, su posición fiscal, y sus perspectivas de inflación y de recuperación económica, entre otros.

El aumento de las tasas de interés de largo plazo en los Estados Unidos podría implicar condiciones financieras externas menos holgadas en el horizonte de pronóstico. Entre comienzos de enero y finales de marzo, la diferencia entre la tasa cero cupón de diez y dos años de los títulos del tesoro estadounidense aumentó alrededor de 79 puntos base (pb), resultado de incrementos en 83 pb y 4 pb en las tasas a diez y dos años, respectivamente. Este comportamiento se ha dado en un entorno de un fuerte estímulo fiscal, mayores expectativas de inflación y de crecimiento económico, y de incertidumbre sobre la evolución de la economía. En ese período se observaron incrementos en las valorizaciones de los principales índices bursátiles, mientras los índices de percepción de riesgo para países desarrollados (VIX y Vstoxx) se ubicaron en promedio en niveles inferiores a los del cuarto trimestre de 2020. Por su parte, en lo corrido de 2021 hasta el 23 de abril varios países de la región también presentaron aumentos en la parte larga de la curva de rendimientos de deuda pública (Gráfico 2.11). A su vez, según el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF, por su sigla en inglés), en marzo los flujos de capitales hacia países emergentes se debilitaron. Al momento de escribir este informe, las tasas de interés de los títulos del tesoro estadounidense a diez años se mantenían por encima de lo observado a comienzos del año, y algunos analistas sugieren que podrían continuar incrementándose en el horizonte de pronóstico. Hacia adelante la incertidumbre es elevada, y factores como el aumento de la deuda y el déficit público, derivado del fuerte estímulo fiscal en los Estados Unidos, podrían presionar el mercado mundial de fondos prestables. Asimismo, cambios en las políticas de impuestos en ese país podrían incidir en el comportamiento de los mercados accionarios. Por último, factores como la heterogeneidad en la recuperación entre las economías avanzadas y las emergentes, y un aumento de las tensiones geopolíticas, también podrían afectar negativamente la evolución de las condiciones financieras internacionales.

Gráfico 2.11
Tasas cero cupón de los bonos soberanos a 10 años
(variación entre el 4 de enero y el 23 de abril)

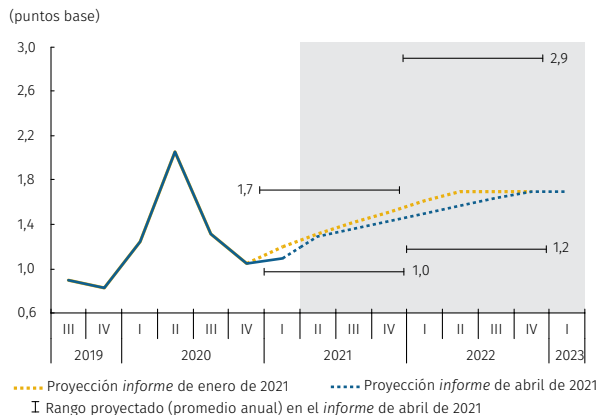


Nota: Corresponde a bonos en moneda local. Datos recuperados el 29 de abril de 2021.

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

⁷ Este supuesto considera una tasa de referencia de la Reserva Federal para finales del 2021 entre 0,1 % y 0,4 %, y para finales del 2022 entre 0,1 % y 1,1 % (Gráfico 2.10).

Gráfico 2.12
Prima de riesgo para Colombia^{a/}
(promedio trimestral; supuesto trimestral)

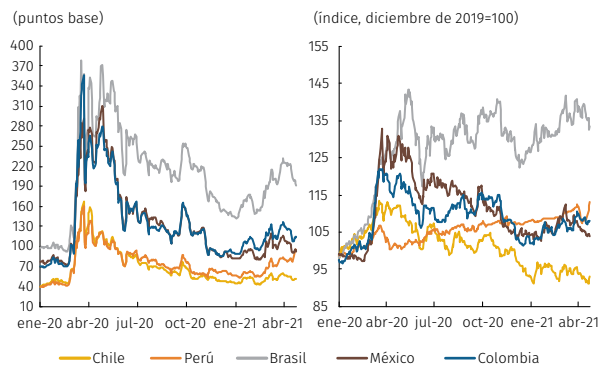


a/ Corresponde a los *credit default swaps* (CDS) a cinco años.
Fuente: Bloomberg; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Gráfico 2.13
Comportamiento de la tasa de cambio nominal y de la prima de riesgo para algunos países de América Latina

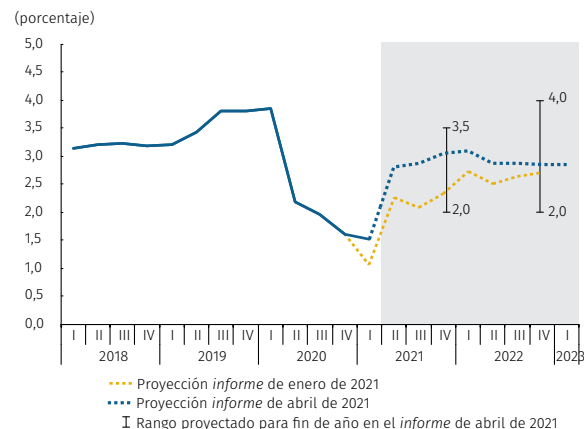
A. *Credit default swaps* a cinco años

B. Tasa de cambio nominal



Nota: cifras hasta el 23 de abril.
Fuente: Bloomberg; cálculos del Banco de la República.

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



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

En el horizonte de pronóstico el supuesto de la prima de riesgo se revisó a la baja frente al informe anterior, pero se mantiene su tendencia creciente y una convergencia a niveles algo superiores a su promedio histórico (Gráfico 2.12). A lo largo del primer trimestre las primas de riesgo y las tasas de cambio de algunos países de la región aumentaron frente al cierre de 2020 (Gráfico 2.13). Para el caso colombiano el promedio de los *credit default swaps* (CDS) a cinco años y de la tasa de cambio se situó en 110 pb y COP3.558 por dólar (TRM: tasa representativa del mercado), con un máximo alcanzado a finales de marzo de 137 pb y COP3.720 por dólar (TRM), respectivamente⁸ (Gráfico 2.13). Hacia adelante, el supuesto de la prima de riesgo del país es en promedio de 130 pb en 2021 y 160 pb en 2022, lo cual implicó una revisión a la baja frente al informe anterior debido, en parte, a que los datos observados para el primer trimestre fueron inferiores a lo previsto y al supuesto de mayor precio del petróleo. La tendencia creciente de la prima de riesgo y su convergencia están asociadas al incremento observado de la deuda pública y externa de Colombia a niveles superiores a los del promedio histórico. Dentro de los riesgos al alza para la prima de riesgo se destacan posibles retrocesos en el precio del petróleo, un empeoramiento de las perspectivas de recuperación de la pandemia en Colombia, así como rezagos en la vacunación o una mayor incertidumbre asociada con las cuentas fiscales del país⁹.

2.2 Proyecciones macroeconómicas¹⁰

2.2.1 Inflación

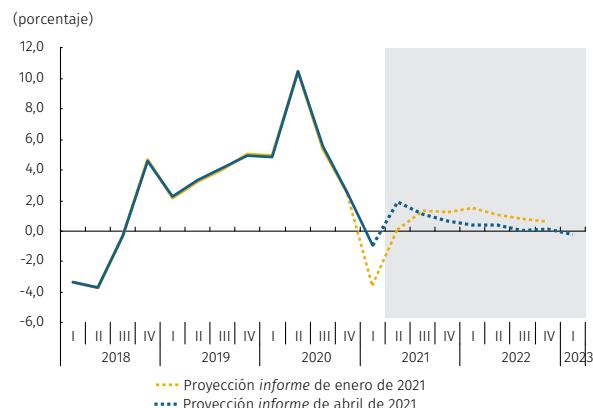
La inflación total anual al consumidor debería aumentar en el segundo trimestre por diversos factores, pero se mantendría por debajo de la meta en la mayoría del horizonte de pronóstico, dada una brecha del producto que continuaría en terreno negativo. El repunte del segundo trimestre de 2021 obedece a la dilución de los efectos de varios choques bajistas registrados el año anterior y que se traducen en una base de comparación estadística baja. A esto se suman algunas presiones transitorias alcistas adicionales que deberían ceder a partir del tercer trimestre de 2021, compensando parte de los efectos que genera la disminución gradual de los excesos de capacidad productiva. No obstante, una brecha del producto que continuaría en terreno negativo, junto con otros factores que se señalan más adelante, contendrían el aumento de la inflación total por encima del 3% en los próximos ocho trimestres (Gráfico 2.14). Las proyecciones actuales siguen rodeadas de un nivel de incertidumbre mucho más alto que el habitual debido al número y tamaño de los choques asociados con la

8 En lo corrido del mes de abril hasta el día 23, los CDS a cinco años y la tasa de cambio habían presentado alguna corrección frente a los máximos registrados en marzo.

9 Para 2021 la prima de riesgo promedio se situaría en un rango entre 100 pb y 170 pb. Para 2022 este intervalo se ubica entre 120 pb y 290 pb.

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

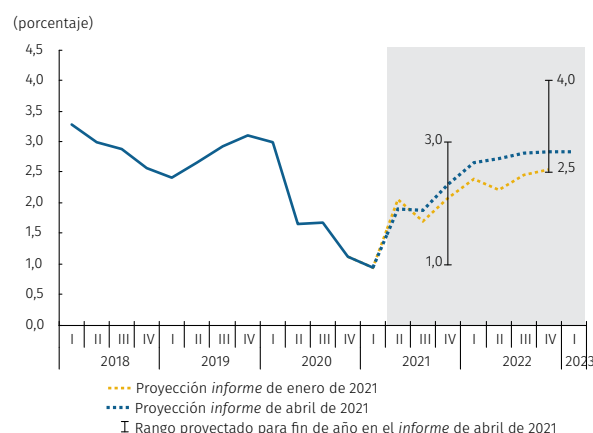
Gráfico 2.15
Brecha inflacionaria de la TCR trimestral^{a/}
(variación anual, fin de período)



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.

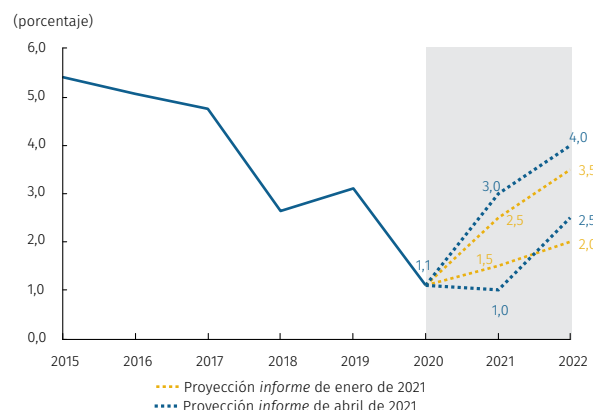
Fuente: Banco de la República.

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



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

Gráfico 2.17
IPC sin alimentos ni regulados, rangos anuales
(variación anual, fin de período)



DANE; cálculos y proyecciones Banco de la República.

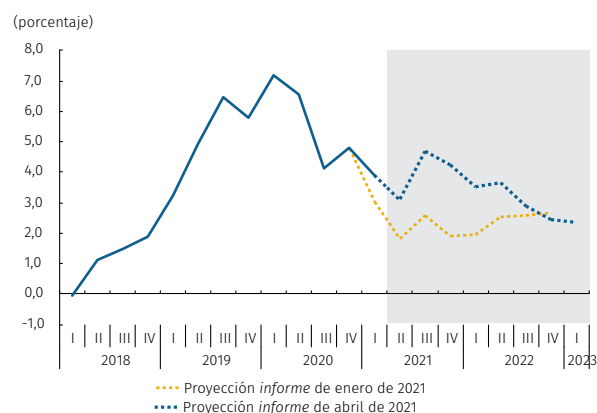
pandemia del Covid-19. Estas circunstancias, más los desafíos que ello genera para la medición del IPC, hacen difícil estimar el papel relativo de cada uno de estos factores en el comportamiento de los precios. Tomando todo esto en cuenta, se estima que el pronóstico central para la inflación total anual se ubique en un 3,1% para el cierre de 2021, en un rango entre el 2% y 3,5%, y en el 2,8% para finales de 2022, entre el 2% y 4%.

La senda esperada de la inflación total se revisó al alza dados unos excesos de capacidad productiva que serían menores que los estimados en el informe anterior y por la presencia de mayores factores alcistas transitorios en los precios de los alimentos y los regulados. Como se muestra más adelante, la recuperación más rápida de la demanda llevó a una revisión de la brecha del producto en este informe hacia niveles menos negativos en todo el horizonte de pronóstico, lo cual generó un aumento en la senda esperada de la inflación total anual frente a lo considerado en el informe de enero (Gráfico 2.14). No obstante, el pronóstico sigue incorporando presiones bajistas por cuenta de la permanencia de importantes excesos de capacidad productiva, por una indexación a un nivel bajo de la inflación pasada, por unas expectativas en 2021 inferiores a la meta y por escasas presiones cambiarias; esto último, como lo sugiere una brecha inflacionaria del tipo de cambio real en niveles cercanos a cero en la mayoría del horizonte (Gráfico 2.15). El nuevo pronóstico también tiene en cuenta posibles efectos transitorios a la baja debido a varios factores, como la entrada al mercado de un nuevo operador de telefonía móvil, las recientes restricciones de movilidad y la prolongación de la eliminación transitoria del IVA sobre varios bienes. Por otra parte, se consideran algunas presiones alcistas, también transitorias, provenientes de los alimentos y los regulados, mayores que las contempladas en el informe anterior.

La inflación básica debería mantenerse por debajo de la meta en todo el horizonte de pronóstico, aunque convergiendo a ella más rápido que lo previsto en el informe anterior, debido a los menores excesos de capacidad productiva estimados. Después de alcanzar un mínimo nivel en el primer trimestre de 2021 (0,9%), el indicador de inflación básica debería repuntar de manera importante en el segundo trimestre, como consecuencia de la dilución de choques bajistas transitorios que la afectaron en 2020. De esta forma, la inflación más directamente afectada por la política monetaria empezaría a tener niveles más acordes con la recuperación gradual de la demanda y el cierre paulatino de los excesos de capacidad productiva, aumentando lentamente hacia la meta y convergiendo a ella plenamente más allá del horizonte de pronóstico de este informe (Gráfico 2.16). Así, se espera que la inflación básica cierre 2021 cerca al 2,3%, y en 2022 al 2,8%, con intervalos probables del 1% y 3%, y 2,5% y 4%, respectivamente (Gráfico 2.17).

Además del cambio en la brecha del producto, la inflación básica estaría siendo afectada por diversos choques que golpean de manera diversa a los subgrupos de bienes y servicios (sin alimentos ni regulados). En el caso de bienes, el pronóstico tuvo en cuenta la reversión no anticipada observada en fe-

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



a/ No incluye comidas fuera del hogar.

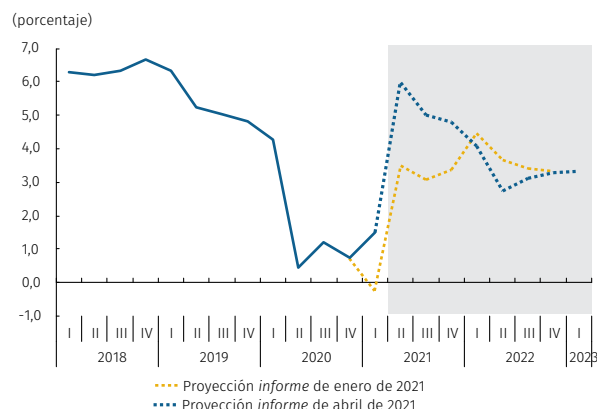
Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

brero de 2021 del efecto del día sin IVA de noviembre de 2020. Este choque tiene un impacto de una sola vez sobre el nivel de precios y debería tener un efecto transitorio sobre la variación anual. La senda del IPC de bienes también tiene en cuenta la nueva prolongación de la declaratoria de emergencia sanitaria hasta el 31 de mayo de 2021, lo cual implica que la eliminación transitoria del IVA sobre varios productos de aseo e higiene personal que estaba vigente solo hasta finales de febrero se extendería hasta finales de mayo. Además, para esta subcanasta del IPC se siguen esperando escasas presiones cambiarias, como lo señala el comportamiento esperado de la brecha inflacionaria del tipo de cambio real (Gráfico 2.15), y una baja transmisión a los precios proveniente de los aumentos de los costos de transporte y los fletes debido a la debilidad de la demanda. Respecto al IPC de servicios, la senda de pronóstico, además de una brecha del producto algo menos negativa, considera mayores costos de operación en algunos renglones (principalmente en las comidas fuera del hogar y la educación no regulada), en un entorno epidemiológico todavía complejo. Asimismo, el pronóstico tiene en cuenta escasos aumentos en el IPC de arriendos, como consecuencia de la indexación a una baja inflación pasada y a los importantes excesos en la oferta de vivienda de alquiler, especialmente en estratos medios y altos. En la trayectoria del IPC de servicios también se incluye un choque bajista transitorio relacionado con la entrada al mercado de un nuevo operador de telefonía móvil y un aplazamiento de los ajustes de precios de varios servicios, dada la presencia de un tercer pico del Covid-19 en el país.

La variación anual del IPC de alimentos continuaría afectada por presiones alcistas en los próximos meses, las cuales se empezarían a revertir a partir del tercer trimestre del año, permitiendo su descenso hacia tasas más cercanas al 3,0% a finales del horizonte de pronóstico. En este informe se revisó al alza la senda de pronóstico de manera importante, teniendo en cuenta el surgimiento de presiones alcistas adicionales provenientes de un ciclo agrícola menos favorable, de precios internacionales, costos de transporte y de un incremento importante de la demanda externa por ciertos productos. Estas presiones deberían ser de carácter transitorio, lo que, unido a una brecha del producto aún negativa, a unas condiciones climáticas favorables y a la ausencia de presiones cambiarias, debería permitir el descenso del ajuste anual de la subcanasta a niveles inferiores al 3,0% desde el segundo semestre de 2022. En el corto plazo, para el segundo trimestre de 2021 se espera un descenso de este indicador frente a lo observado en el primer trimestre del año debido a la alta base de comparación estadística ocasionada por el fuerte incremento de la demanda de alimentos en el mismo trimestre de 2020. Luego, en el tercer trimestre se observaría un aumento por el efecto opuesto. De esta forma, la variación anual del IPC de alimentos cerraría en 2021 cerca al 4,2% y en 2022 por debajo del 3,0% (Gráfico 2.18).

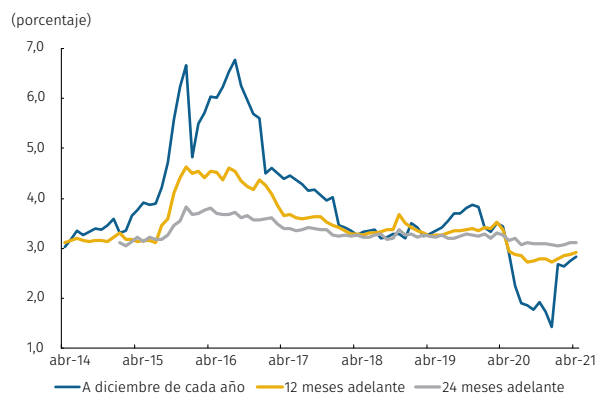
La variación anual del IPC de regulados debería situarse en niveles relativamente altos durante los próximos trimestres, como resultado, entre otros factores, de la revisión al alza en las proyecciones del precio del petróleo y de las tarifas de los servicios públicos, pero terminaría convergiendo hacia nive-

Gráfico 2.19
IPC de regulados
(variación anual; fin de período)



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

Gráfico 2.20
Pronósticos de inflación de bancos y comisionistas de bolsa



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

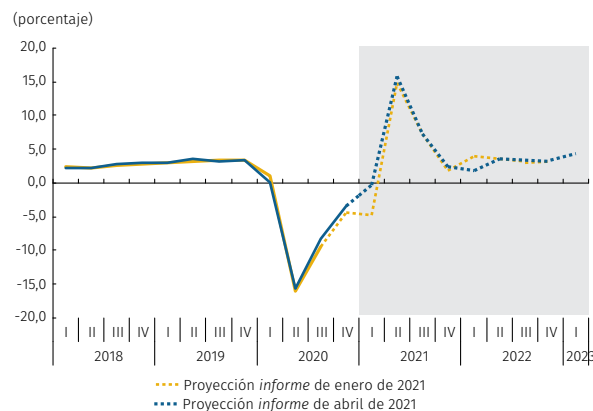
les cercanos al 3,0% a mediados de 2022. El precio internacional del crudo ha sorprendido al alza en los últimos meses y su proyección se incrementó en este informe, como se muestra en la primera sección de este capítulo. La transmisión de este incremento, que se empezó a observar de forma importante en el primer trimestre de 2021 (véase el capítulo 3), se completaría durante lo que resta del año, elevando el pronóstico de los regulados vía el IPC de los combustibles. La proyección actual también tiene en cuenta incrementos en las tarifas de los servicios públicos, adicionales a las que se observaron en los primeros meses del año, y que en alguna medida podrían ser el resultado de ajustes correspondientes al año pasado que fueron pospuestos dado el choque que recibió el ingreso de los hogares con el surgimiento de la pandemia. En el caso de la energía eléctrica, además se esperan alzas en sus tarifas por cuenta de la transmisión al consumidor de los mayores gastos en inversión realizados por algunas empresas. Asimismo, se incrementó la proyección del IPC de la educación regulada (preescolar, primaria y secundaria), dado el ajuste no anticipado observado en febrero, probablemente asociado al retorno gradual a la presencialidad y a la intención de recuperación de los niveles de precios prepandemia por parte de varias instituciones. Teniendo en cuenta todo lo anterior, la variación anual del IPC de esta subcanasta tendría un importante repunte en el segundo trimestre de 2021 a niveles cercanos al 6,0% y cerraría dicho año alrededor del 4,8%, mientras que finalizaría en 2022 un poco por encima del 3,0%. El aumento en el corto plazo obedece en parte a una baja base de comparación estadística en 2020, cuando se concentró la aplicación de alivios en los servicios públicos y la reducción del precio de los combustibles (Gráfico 2.19). Estos pronósticos no suponen nuevos alivios asociados a la pandemia.

Frente al informe de enero las expectativas de inflación del mercado permanecieron casi inalteradas e indican que la inflación total se situaría por debajo del 3% al final de 2021, convergiendo a la meta en 2022. Las expectativas de los analistas económicos, obtenidas a partir de la encuesta mensual del Banco aplicada en abril, registran una inflación total promedio esperada para finales de 2021 y 2022 del 2,8% y del 3,1%, respectivamente (Gráfico 2.20), valores similares a los de la encuesta de enero. Por su parte, las expectativas de inflación sin alimentos se mantuvieron estables en el 2,5% para el cierre de 2021, pero para finales de 2022 aumentaron levemente del 2,6% al 2,7% entre los dos informes.

2.2.2 Actividad económica

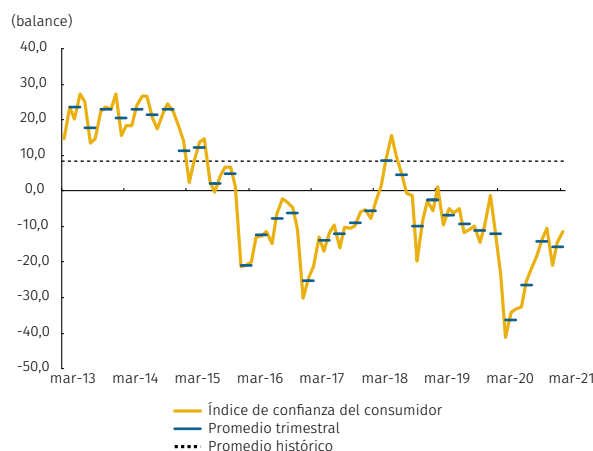
En el primer trimestre del año el proceso de recuperación de la economía colombiana habría continuado, pese al segundo pico de contagios del Covid-19, cuyo impacto fue menor que el considerado previamente. La caída anual del PIB en el cuarto trimestre fue del 3,5% (corregida por efectos estacionales y calendario), menor que la pronosticada por el equipo técnico (-4,4%). La mejor dinámica en el último trimestre del año y las importantes revisiones de las cifras de trimestres anteriores condujeron a que el resultado de todo 2020 (-6,8%) fuera mejor que el esperado en el informe anterior (-7,2%). La flexibili-

Gráfico 2.21
PIB trimestral^{a/}
(variación anual)



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

Gráfico 2.22
Índice de confianza del consumidor
(mensual; promedio trimestral e histórico)



Fuente: Fedesarrollo; cálculos del Banco de la República.

zación de las medidas de distanciamiento social, las acciones 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 la amplia liquidez suministrada por el Banco de la República habrían facilitado la recuperación de la actividad económica en la segunda mitad del año. La información disponible sugiere que durante el primer trimestre de 2021 el PIB habría continuado con su proceso de recuperación, lo que lo llevaría a registrar una variación anual que se estima en un -0,3% (Gráfico 2.21), significativamente menor que la prevista en el informe de enero. La revisión al alza del primer trimestre obedece tanto a los mejores resultados de finales de 2020, que sugieren una mayor persistencia en el proceso de recuperación, como a un impacto de las medidas de distanciamiento físico menor que el anteriormente previsto; en particular, de acuerdo con el ISE, el retroceso de la actividad económica en enero fue menos profundo que lo esperado y en febrero se observó un importante repunte que situó esta variable en niveles superiores a los de finales de 2020. La estimación del crecimiento en el primer trimestre por parte del equipo técnico del Banco supone que parte de la fuerte recuperación de la actividad económica en febrero no se sostuvo en marzo.

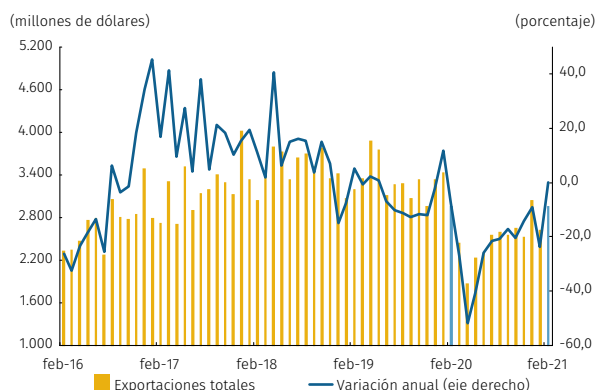
Los cierres de enero fueron compensados por una rápida reapertura en febrero que probablemente se extendió a marzo y, por tanto, habrían tenido un impacto pequeño en la demanda interna en el primer trimestre. A pesar de las medidas parciales de restricción a la movilidad decretadas en varias ciudades a comienzos del año para hacer frente al segundo pico de contagios de la pandemia, los niveles de la demanda interna habrían continuado en aumento, aunque a un ritmo más moderado que el de trimestres anteriores. La expansión trimestral se habría presentado tanto en el consumo total como en la inversión. La mayoría de los indicadores disponibles a la fecha de redacción de este informe, como la confianza de los consumidores (Gráfico 2.22), el ISE, las ventas y la producción manufacturera, apoyan esta conclusión, como se muestra en el capítulo 3.

El consumo total habría continuado recuperándose en el primer trimestre, alcanzando niveles un poco por encima de los previos a la pandemia, a pesar de una leve afectación en enero como consecuencia del segundo pico de contagios. Así, las tasas de crecimiento anual para este componente de la demanda habrían pasado a terreno positivo, por primera vez desde el segundo trimestre del año pasado, y esto reflejaría el comportamiento favorable del consumo privado y público. Respecto al consumo privado, los efectos del segundo pico de contagios habrían afectado levemente y de forma transitoria algunos segmentos, como lo sugieren las ventas minoristas reportadas en el capítulo 3. Por subcomponentes del consumo de los hogares, el de servicios habría crecido tanto en términos anuales como trimestrales, aunque permanecería por debajo de los niveles previos al choque (diciembre de 2019). Algo similar habría ocurrido con el gasto en bienes semidurables. Por su parte, el consumo de bienes durables habría sostenido una alta tasa de crecimiento anual similar a la del trimestre pasado, con un valor que sería superior al del cierre

de 2019. La información disponible sugiere que el consumo privado de bienes y servicios estaría experimentando una recomposición hacia mercados y productos donde la presencia física de compradores y vendedores es cada vez menos necesaria. De esta forma, las compras y actividades virtuales estarían ganando participación, permitiendo una más rápida recuperación del consumo y situándolo por encima de los niveles prevalecientes antes de la pandemia. Con respecto al consumo público, después de su aumento el año pasado en respuesta a la pandemia, se esperan niveles aún más altos en el primer trimestre, acorde con la información del Plan Financiero dada a conocer por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP). Una parte de esta expansión se explicaría por el gasto efectuado por el Gobierno destinado a la compra de vacunas y al proceso de vacunación, que empezó en febrero de este año. Con ello, el componente público del consumo seguiría teniendo un papel contracíclico, creciendo a tasas superiores a las del PIB y a las del consumo privado.

La inversión también habría continuado recuperándose, pero manteniéndose aún en niveles significativamente inferiores a los previos a la pandemia. Dentro de este rubro se espera que el gasto en maquinaria y equipo haya registrado un aumento frente al trimestre anterior, como lo sugieren las cifras de importaciones en dólares a marzo (provenientes de los avances de la DIAN). Este desempeño habría estado nuevamente impulsado por las compras de equipo de transporte en el primer trimestre. Por otra parte, se prevé que la inversión en vivienda y en otros edificios y estructuras (componente que incluye las obras civiles) haya registrado expansiones trimestrales y una caída anual menos pronunciada que en los trimestres anteriores, aunque situándose en niveles aún bastante inferiores frente a los observados antes del choque. En el caso de la vivienda, esta tendencia, relativamente favorable, sería consistente con el dinamismo que mostraron las ventas del segmento residencial en la segunda mitad de 2020 y con los programas del Gobierno para estimular la construcción de vivienda de interés social. Respecto a las obras civiles, la recuperación se asocia con el inicio o continuación de diferentes proyectos de infraestructura vial o de otra índole, ejecutados tanto por el Gobierno Nacional Central como por los gobiernos regionales y locales, y con los mayores precios del petróleo que deberían favorecer la inversión en el sector de hidrocarburos.

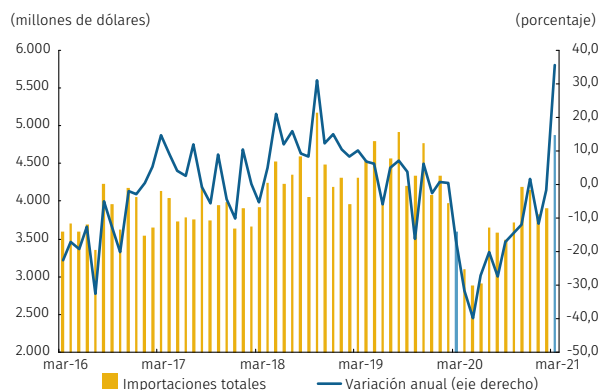
Gráfico 2.23
Exportaciones totales de bienes (FOB)
(mensual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

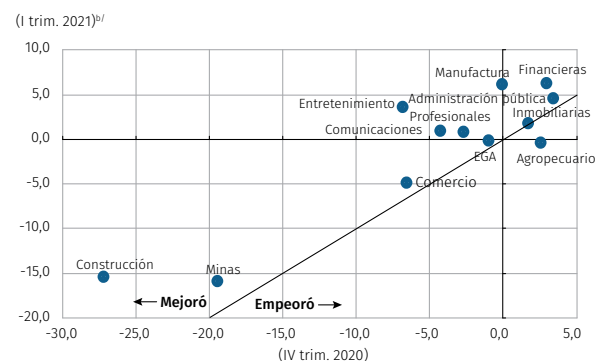
En el primer trimestre, las exportaciones seguirían siendo el componente más afectado por los choques de la pandemia y de los términos de intercambio de comienzos de 2020, mostrando una recuperación tímida en este período y haciendo que el aporte de la demanda externa neta al crecimiento del PIB sea muy bajo. Las exportaciones habrían registrado un mejor desempeño a comienzos de este año frente a las del cuarto trimestre de 2020, como lo sugieren las ventas externas en dólares del DANE a febrero (Gráfico 2.23) y los avances de la DIAN a marzo. Sin embargo, dentro de ellas se seguiría presentando un comportamiento muy heterogéneo. La recuperación habría sido posible gracias al comportamiento de las ventas de algunos bienes agrícolas y de manufacturas, mientras que las exportaciones mineras (especialmente las

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



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

Gráfico 2.25
Crecimiento anual por rama de actividad^{a/}
(I trim. 2021 vs. IV trim. 2020)

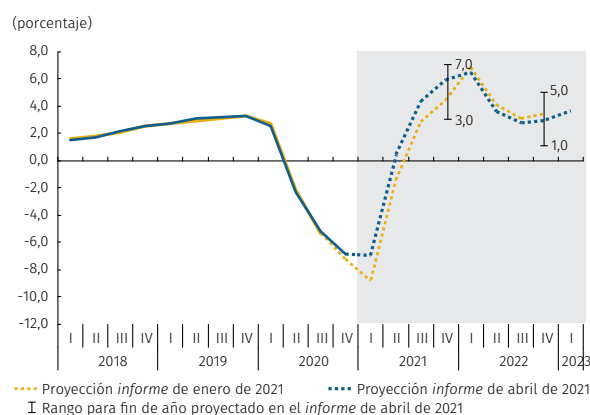


Nota: Agropecuario: agropecuario, silvicultura, caza y pesca; Minas = explotación de minas y canteras; Manufactura = industria manufacturera; EGA = electricidad, gas y agua; Construcción = construcción; Comercio = comercio, reparación, transporte, alojamiento y servicios de comida; Comunicaciones = información y comunicaciones; Financieras = actividades financieras y de seguros; Inmobiliarias = actividades inmobiliarias; Profesiones = actividades profesionales, científicas y técnicas, y actividades de apoyo; Adm. Pública = Administración pública y defensa, educación y salud; Entretención = actividades artísticas, de entretenimiento y recreación, y actividades de los hogares.

a/ Cifras desestacionalizadas y ajustadas por efectos calendario.

b/ Este dato corresponde al pronóstico del equipo técnico del Banco de la República. Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.26
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.

de petróleo) y las de servicios se mantendrían estancadas o con aumentos leves. Respecto a las importaciones (en pesos reales), las cifras en dólares de los avances de la DIAN a marzo (Gráfico 2.24) apuntan a un nuevo aumento en niveles, sobre todo por un incremento en las compras de algunos bienes de capital y de materias primas. Como resultado, la contribución de la demanda externa neta a la variación anual del producto habría sido negativa en el primer trimestre del año, pero muy pequeña.

La información disponible por el lado de la oferta confirma un impacto muy moderado del segundo pico de contagios del Covid-19 en enero, el cual se revirtió con rapidez en febrero y, posiblemente, en marzo (Gráfico 2.25). Las ramas terciarias, que fueron las más afectadas por las restricciones de comienzo de año, mostraron un repunte en las cifras de febrero, lo que sugiere que durante el primer trimestre continuarían con su recuperación, pero a un ritmo más moderado que en trimestres anteriores. En particular, dentro del conjunto de comercio, reparación, transporte, alojamiento y servicios de comida, se espera que los márgenes comerciales tengan un crecimiento anual, más que compensado por caídas anuales pronunciadas en los renglones de transporte, alojamiento y servicios de comida. Dentro de las ramas primarias, la minería seguiría presentando crecimientos anuales negativos importantes, como consecuencia de muy bajos niveles en la producción de crudo y de carbón. En las actividades secundarias sobresale la industria manufacturera, cuya producción estaría alcanzando niveles superiores a los registrados antes de la pandemia. Por el contrario, la construcción seguiría registrando tasas de crecimiento anual negativas importantes, pese a alguna recuperación en niveles gracias al buen comportamiento de las ventas y al avance en proyectos de vivienda y obras civiles.

El país está siendo golpeado por un tercer pico del Covid-19 en el segundo trimestre de este año, lo que podría frenar transitoriamente el ritmo de expansión económica. No obstante, la economía colombiana debería ganar dinamismo en el resto de 2021 bajo el supuesto de que no se presenten efectos adversos adicionales por la pandemia. En abril diversas autoridades del país han impuesto importantes restricciones a la movilidad, que podrían tener impactos económicos. El escenario central de pronóstico de este informe supone que dichos impactos serían más pronunciados que los observados en enero y se prolongarían hasta mediados de mayo, lo que generaría un retroceso en los niveles del PIB durante el segundo trimestre de 2021. No obstante, bajo el supuesto de una reducción en los contagios y del avance del programa nacional de vacunación, se podría esperar una recuperación en la segunda mitad del año. En este escenario, y teniendo en cuenta el mayor nivel del PIB esperado para comienzos de este año frente a lo previsto anteriormente, un mejor crecimiento de los socios comerciales, unos precios del petróleo y del café más altos y un mayor impulso fiscal (acorde con el Plan Financiero dado a conocer por el MHCP), se revisó al alza la proyección de crecimiento del PIB para 2021 hacia el 6,0% (Gráfico 2.26). Dicho pronóstico supone que durante el resto del año las condiciones financieras externas continuarían siendo favorables y las medidas de distanciamiento físico se relajarían

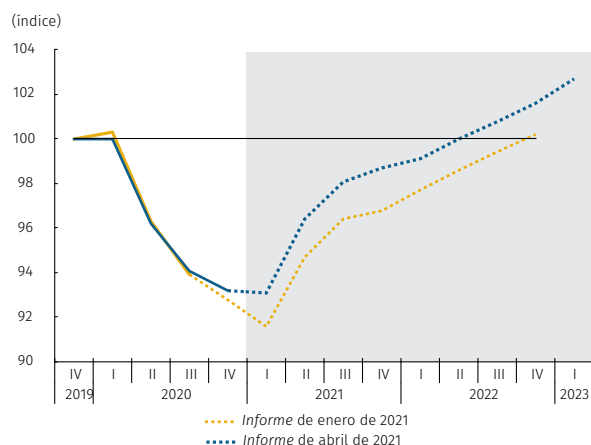
nuevamente de la mano de un control gradual de los contagios. De esta manera, los diferentes sectores productivos de la economía deberían retomar una senda de normalización en la segunda mitad de 2021. No obstante, la incertidumbre sobre la evolución de la pandemia y sus efectos sobre la economía sigue siendo inusualmente elevada. La posibilidad de nuevos rebrotes (de intensidad y duración inciertas) es un riesgo importante a la baja para la proyección de crecimiento, que se refleja en la amplitud del rango de pronóstico estimado para el año (entre el 3 % y el 7 %).

Durante el resto de 2021 el crecimiento estaría soportado por un buen desempeño de la demanda interna, especialmente de la inversión. Los mayores precios del petróleo y los importantes esfuerzos del sector público en materia de infraestructura impulsarían este componente durante 2021. En ausencia de nuevos picos de contagio, cabe esperar un aumento en la confianza de los consumidores y una mayor apertura de las diferentes actividades productivas, lo que debería reforzar la recuperación del consumo privado y de la inversión. Esta tendencia estaría favorecida también por una política monetaria que se mantendría en terreno expansivo, unas condiciones crediticias internas favorables y un impulso fiscal que seguiría soportando el ingreso de los hogares y firmas. Para las exportaciones también se espera un aumento, aunque de menor importancia, ya que no se anticipa una recuperación plena de la producción y de las exportaciones en sectores como el carbón, petróleo y servicios.

En ausencia de nuevos brotes de la epidemia, la economía colombiana alcanzaría sus niveles prepandemia hacia el segundo trimestre de 2022, antes de lo estimado en el informe de enero (Gráfico 2.27). Lo anterior, teniendo en cuenta que la afectación en 2020 por cuenta del Covid-19 fue menor que la prevista, y dado el mayor crecimiento esperado para 2021. De esta forma, el nuevo crecimiento estimado para 2022 es del 3,0% (en un rango entre el 1% y el 5%), el cual es compatible con los posibles efectos de corto plazo sobre la demanda privada que tendría un ajuste fiscal como el propuesto por el Gobierno. Con todo lo anterior, el PIB (acumulado cuatro trimestres) alcanzaría los niveles previos a la pandemia en el primer semestre de 2022. No obstante, la lenta recuperación del ingreso disponible de los hogares en un entorno de tasas de desempleo que aún se ubicarían en niveles históricamente altos, y la fragilidad financiera de algunas familias y empresas, continuarían pesando sobre la velocidad de recuperación de la actividad económica.

El pronóstico de actividad económica, tanto en el corto como en el mediano plazo, continúa enfrentando fuentes de incertidumbre importantes, siendo las más relevantes la evolución de la pandemia y el avance en el ajuste fiscal requerido por el país. El escenario central supone que la pandemia cede paulatinamente en Colombia y en buena parte de los socios comerciales del país, gracias al avance de los programas de vacunación y a la obtención de niveles relativamente altos de inmunidad en los próximos meses. Sin embargo, no se pueden descartar nuevas olas de contagio, de magnitud y duración inciertas, que retrasen el restablecimiento pleno de la actividad

Gráfico 2.27
PIB acumulado, 4 trimestres^{a/}
(IV trim. 2019 = 100)



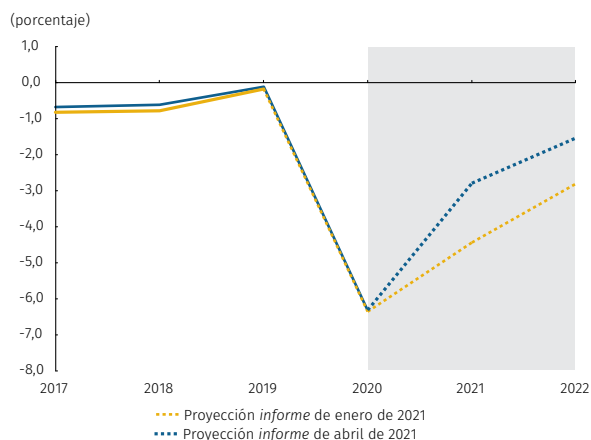
a/ Series desestacionalizadas y ajustadas por efectos calendario.
Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

económica y que conduzcan a un crecimiento más bajo que el expuesto. Otros factores de riesgo relevantes que pesan sobre el escenario central son la elevada incertidumbre en torno a la composición de los choques de oferta y de demanda que la pandemia ha generado, sus posibles implicaciones sobre el crecimiento económico a futuro y la posibilidad de unas condiciones financieras externas más ajustadas, como consecuencia de una posible normalización más rápida que la prevista de la política monetaria externa. En Colombia, además, la senda de la deuda pública es un factor de riesgo importante sobre el pronóstico macroeconómico. El pronóstico contempla la entrada en vigor a partir de 2022 de un ajuste fiscal que permitiría conducir la deuda pública, en el mediano plazo, a los niveles proyectados en el Plan Financiero y mantener el acceso al financiamiento del país con costos relativamente bajos y estables.

De acuerdo con la dinámica reciente del mercado laboral y las previsiones en materia de actividad económica, se estima que la tasa de desempleo nacional siga disminuyendo a un ritmo moderado, y para 2021 se ubique en promedio entre el 12,8 % y 15,0 %. La flexibilización de las medidas de restricción a la movilidad impuestas las primeras semanas del año a raíz de la segunda ola de contagios por el Covid-19, así como la reapertura gradual de las instituciones educativas, llevó a que en el primer bimestre se observara un aumento de la participación laboral. Esta mayor presión de la oferta laboral, que en el caso de las zonas urbanas ha sido comparable con el ritmo de expansión de la ocupación, ha implicado que la tasa de desempleo disminuya de manera más lenta que lo observado en la segunda mitad de 2020 (véase el capítulo 3). A partir de este hecho y del escenario de pronóstico macroeconómico contemplado en este informe, se espera que la TD nacional continúe disminuyendo, pero de manera muy gradual, y que los segmentos asalariado y formal sean los de menor ritmo de crecimiento frente a sus contrapartes no asalariada e informal. El equipo técnico estima que en promedio la TD nacional para todo 2021 se ubicaría entre un 12,8 % y 15,0 %, con un valor más probable del 13,9 %, lo cual significa una ligera corrección a la baja frente al rango estimado en el informe de enero (12,5 % y 15,5 %). Con todo esto, se espera que en el horizonte de pronóstico el mercado laboral continúe ampliamente holgado y no constituya una fuente de presiones inflacionarias vía costos laborales. Cabe señalar que estos pronósticos se enmarcan en un contexto de alta incertidumbre, puesto que dependen tanto de la evolución de la enfermedad como de los efectos que las posibles medidas para mitigarla tengan sobre la dinámica del mercado laboral.

La economía colombiana seguiría presentando importantes excesos de capacidad productiva en el horizonte de pronóstico, aunque menores que lo estimado en el informe de enero (Gráfico 2.28). Los excesos de capacidad productiva son el resultado de los choques negativos derivados de la pandemia, los cuales estarían afectando en mayor medida a la demanda frente a la oferta de la economía. La recuperación iniciada en el tercer trimestre de 2020 ha sido mejor de lo esperado por el equipo técnico en cada informe, tanto en la demanda privada como en la pública. Al mismo tiempo, la inflación, especialmente la básica, ha descendido significativamente, señalando

Gráfico 2.28
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.

la existencia de una brecha de producto negativa. No obstante, la información más reciente de actividad económica sugiere un crecimiento en el primer trimestre de 2021 mayor que el estimado en el informe de enero, al igual que una inflación total y unas expectativas de inflación más altas. Asimismo, al descontar el efecto de una mayor competencia en el mercado de telefonía móvil sobre sus tarifas, se obtiene una inflación básica mayor que la proyectada en el informe de enero. De lo anterior se infiere que los excesos de capacidad serían menores que los considerados en el informe de enero, aunque todavía amplios. Esta conclusión se obtiene incluso después de incorporar una estimación de los efectos de la segunda ola de contagios y los posibles impactos de una tercera. Con todo esto, en este informe se estima una brecha del producto que se ubicaría en un -2,8% en 2021 (frente al -4,4% estimado en enero), dentro de un rango del -5% y -1,5%, con un producto potencial que crecería un 2,2% y que recuperaría sus niveles prepandemia en este año. Se espera que los excesos de capacidad productiva continúen disminuyendo gradualmente a lo largo del horizonte de pronóstico, por lo que la brecha del producto se ubicaría en 2022 en el -1,5%, dentro de un rango del -4% y 0%. Por su parte, el producto potencial continuaría recuperándose y crecería a tasas similares a las de prepandemia hacia finales de 2022. Cabe señalar que estas estimaciones se enmarcan en un contexto de incertidumbre inusualmente elevada, derivada de la combinación de choques que estarían afectando simultáneamente la oferta y demanda agregadas de la economía, producto de los efectos de la pandemia y de la posibilidad de nuevos rebrotes de la infección de intensidad y duración inciertas.

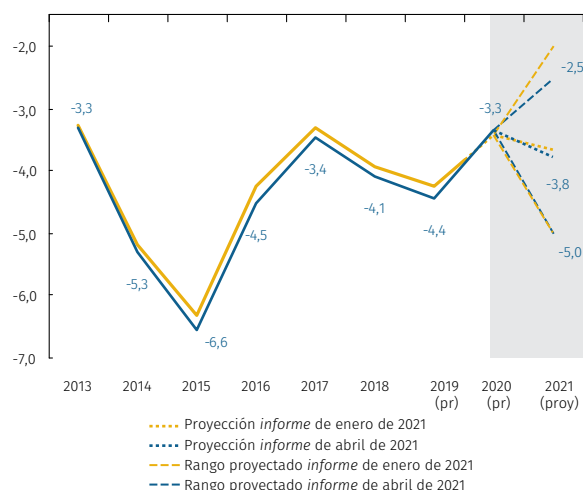
2.2.3 Balanza de pagos

Para el primer trimestre de 2021 el déficit de la cuenta corriente se habría ubicado alrededor del -3,8% del PIB, siendo superior al observado en el mismo período de 2020. Este incremento habría estado asociado, principalmente, a una balanza comercial de bienes y servicios más deficitaria, debido al repunte de las importaciones de bienes para la industria y agricultura, a las mayores tarifas del comercio marítimo (que habrían elevado los pagos por transporte) y a una reducción anual en el superávit de los servicios asociados al turismo. El crecimiento de las exportaciones de productos no tradicionales, oro y café habría compensado en parte la expansión del desbalance comercial. Al aumento anual del déficit en el primer trimestre de 2021 también habrían contribuido los mayores egresos por utilidades de las empresas con capital extranjero, en especial las del sector petrolero. Finalmente, el crecimiento anual de las transferencias, en particular de las remesas provenientes de los Estados Unidos, habrían moderado la expansión del déficit corriente.

En 2021 el déficit de la cuenta corriente se ampliaría al 3,8% del PIB, en gran parte como reflejo de la recuperación esperada de la economía (Gráfico 2.29). El repunte de la demanda interna propiciaría el crecimiento de las importaciones de bienes y servicios, en tanto que las utilidades de las empresas con participación extranjera se incrementarían por la mayor

Gráfico 2.29
Cuenta corriente anual

(porcentaje del PIB)

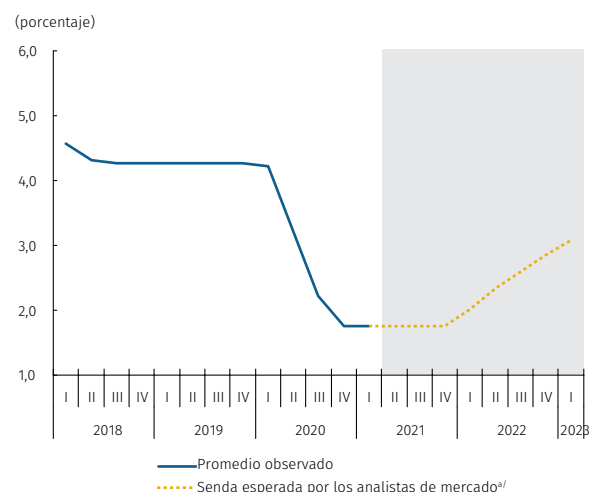


(pr): preliminar.
(proy): proyección.
Fuente: Banco de la República.

actividad económica y unos precios del petróleo más altos. Además, se espera que durante el año los pagos por servicios de transporte aumenten por unos mayores niveles de comercio y de las tarifas internacionales, así como los egresos por servicios turísticos, acorde con las perspectivas de recuperación lenta y gradual de los flujos de viajeros internacionales. A estas dinámicas también aportaría la expansión esperada del déficit del sector público. Por otro lado, la ampliación del desbalance externo sería compensada parcialmente por la recuperación de los socios comerciales, la mejora de los términos de intercambio, el crecimiento de los ingresos por remesas de trabajadores y el repunte gradual de las exportaciones de servicios asociados al turismo frente a los bajos niveles del año anterior. Se prevé que el nivel de las exportaciones en dólares se siga recuperando, tanto para aquellas de bienes industriales como para las de los principales productos básicos, entre los que se destacarían el petróleo y sus derivados y el café. Adicionalmente, las remesas de trabajadores alcanzarían niveles históricamente altos durante 2021, como resultado, en parte, del crecimiento de los países donde residen los migrantes colombianos, especialmente de los Estados Unidos, donde el estímulo fiscal ha favorecido el ingreso de los hogares y cuyas perspectivas de recuperación son cada vez mejores. Con estas dinámicas en marcha, el déficit para 2021 cerraría en el -3,8% del PIB, lo que implica una revisión al alza frente al informe anterior (-3,6% del PIB). Estas proyecciones presentan alta incertidumbre por factores como la evolución de la pandemia y su impacto sobre el ingreso nacional y la absorción interna, por cambios imprevistos en los precios del petróleo y de otros productos básicos, y por variaciones sorpresivas en las condiciones financieras internacionales y la tasa de cambio.

Durante 2021 el país continuaría con acceso pleno al financiamiento externo, en un entorno global de recuperación económica. El repunte de la actividad económica local e internacional propiciaría un incremento en la inversión extranjera directa (IED), la cual continuaría representando una proporción importante del financiamiento del déficit de la cuenta corriente. Adicionalmente, el sector público contribuiría significativamente al financiamiento externo, obteniendo recursos de diferentes fuentes, como la emisión de bonos en el exterior y el endeudamiento, entre otros. Las principales fuentes de incertidumbre alrededor de la cuenta de capitales tienen que ver con variaciones de las condiciones financieras internacionales. En especial, el aumento observado de las tasas de interés de largo plazo de la deuda pública en economías avanzadas podría generar unas condiciones financieras menos holgadas para los países emergentes. A esto se suma el riesgo de una normalización de la política monetaria en los Estados Unidos más rápida que la contemplada en el escenario central. Por otro lado, las decisiones en materia fiscal en Colombia podrían afectar la percepción de riesgo del país y los flujos de capitales.

Gráfico 2.30
Tasa de interés de política monetaria



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 abril de 2021.
Fuente: Banco de la República.

2.2.4 Política monetaria y tasas de interés esperadas por los analistas

La mediana de la tasa de interés de política monetaria esperada por los analistas a finales de 2021 y 2022 se ubica en el 1,75 % y 2,83 %, respectivamente (Gráfico 2.30). En la encuesta mensual de ex-

pectativas realizada por el Banco de la República y aplicada a los analistas en abril, la mediana de las respuestas sitúa la tasa de interés de intervención en el 1,75 % en lo que resta del año. La encuesta señala que la tasa de política alcanzaría un 2 % a comienzos de 2022 y que cerraría en el 2,83 % a finales de dicho año. En el horizonte de pronóstico (ocho trimestres) el escenario central de pronóstico del equipo técnico del Banco supone que no habrá rebrotes adicionales de la epidemia y contempla choques negativos a la actividad económica, incluyendo choques de demanda, menores que los esperados en el informe anterior, lo cual implica una brecha del producto más cerrada y una mayor senda de inflación. Lo anterior es compatible con un sendero esperado de tasas de interés de referencia que, en promedio, es mayor que el implícito en el anterior *Informe de Política Monetaria* y que el esperado por los analistas del mercado en abril del presente año. No obstante, en escenarios de riesgo con rebrotes adicionales de Covid-19, la senda de tasa de interés es inferior a la del escenario central de pronóstico. Es importante anotar que esta encuesta de analistas se realizó antes de conocerse el buen resultado del ISE para febrero y la agudización del pico actual de la pandemia.

La evolución de la pandemia implica un alto nivel de incertidumbre sobre la velocidad de recuperación, el grado de afectación de la demanda agregada y el tamaño de los excesos de capacidad productiva en el horizonte de pronóstico. En este sentido, la principal fuente de incertidumbre sobre las proyecciones de inflación y crecimiento sigue proviniendo de la evolución de la crisis sanitaria, de las medidas de salud pública y autocuidado requeridas para sortearla, y de sus efectos sobre la capacidad productiva y la demanda agregada. En ese contexto, se espera que los altos niveles de incertidumbre sigan presentes en el horizonte de pronóstico y que la valoración sobre la magnitud y persistencia de los choques de oferta y demanda requiera ser realizada cuidadosamente a la luz de la información disponible en cada momento sobre precios y actividad económica. Adicionalmente, las condiciones financieras externas, el desbalance fiscal y las medidas que se implementen para su ajuste, la dinámica de las expectativas de inflación y la evolución del mercado laboral, entre otros, serán elementos importantes en la evaluación de las presiones inflacionarias y de la evolución de la actividad económica en el horizonte de política monetaria.

03 / Situación económica actual

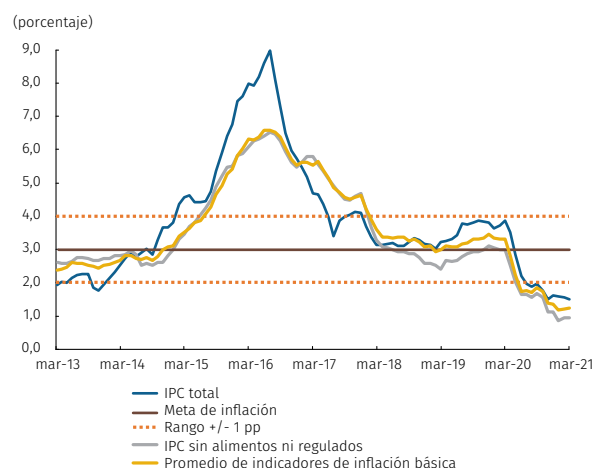
3.1 Comportamiento de la inflación y precios

La inflación anual al consumidor y la inflación básica continuaron disminuyendo en el primer trimestre de 2021, manteniendo niveles muy bajos e inferiores a la meta del 3,0%. La inflación anual en marzo se situó en 1,51%, 10 puntos básicos (pb) por debajo del dato de diciembre (Gráfico 3.1). Después de noviembre de 2020 (1,49%), el registro de marzo es el más bajo desde que existe información consolidada y oficial para el agregado nacional (1951). Igualmente, el promedio de los indicadores de inflación básica se contrajo entre diciembre (1,34%) y marzo (1,22%). Aunque la inflación anual es baja, el dato de marzo se situó por encima de lo previsto en el informe de enero, principalmente porque los ajustes anuales para el IPC de regulados y alimentos superaron las expectativas del equipo técnico.

En los primeros meses del año la economía colombiana siguió enfrentando amplios excesos de capacidad productiva, lo que, unido a otros factores, explica la disminución de la inflación básica, y en particular del indicador sin alimentos ni regulados (SAR). En efecto, la inflación SAR disminuyó entre diciembre (1,11%) y marzo (0,94%), acorde con lo estimado en el informe anterior. El comportamiento descendente de este indicador de inflación básica ocurrió a pesar de que la economía continuó recuperándose en el primer trimestre del año, de la mano de una reapertura gradual de las diversas actividades productivas, tan solo interrumpida parcialmente por las restricciones impuestas en enero para frenar una segunda ola de contagios. En este entorno los excesos de capacidad productiva continuaron siendo importantes, como se ilustra en el capítulo 2 de este informe. Estos excesos y la vigencia de la suspensión temporal de impuestos indirectos sobre algunos bienes (productos de higiene y aseo) y servicios (comidas fuera de casa, turismo y pasajes en avión) limitaron los ajustes de precios de esta subcanasta, especialmente en el rubro de servicios (Gráfico 3.2). A ello se sumaron las reducciones de precios en los servicios de telefonía celular por cuenta de una mayor competencia en este mercado y una muy baja transmisión de la depreciación del peso a los precios, limitada, en parte, por la misma debilidad de la demanda.

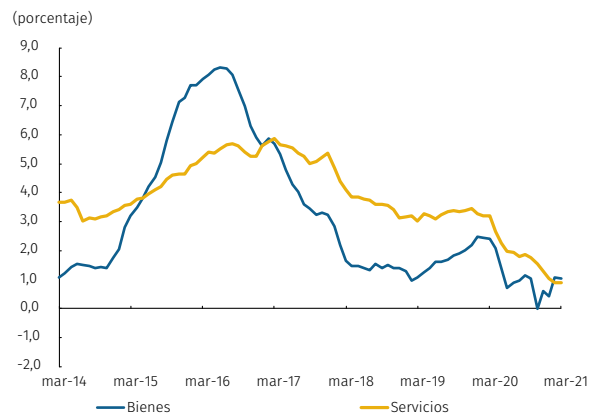
Durante el primer trimestre, los servicios fue el componente de la canasta familiar que más presionó la inflación total a la baja. La variación anual del IPC de servicios, al caer de 1,29% en diciembre a 0,89% en marzo, registró el menor nivel entre todas las grandes agregaciones del IPC. Dentro de servicios, el componente de arriendos mantuvo una tendencia decreciente en su variación anual entre diciembre (1,33%) y marzo (1,25%), con ajustes mensuales bajos en lo corrido del año, en un entorno de fuerte afectación de los ingresos de los hogares y de excesos de oferta de vivienda para alquiler (Gráfico 3.3). De igual forma, la variación anual del subgrupo “resto” dentro

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



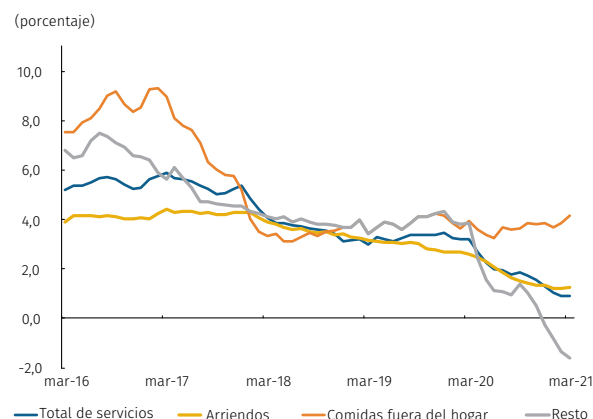
Fuentes: DANE y Banco de la República.

Gráfico 3.2
IPC de bienes y servicios, sin alimentos ni regulados
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

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



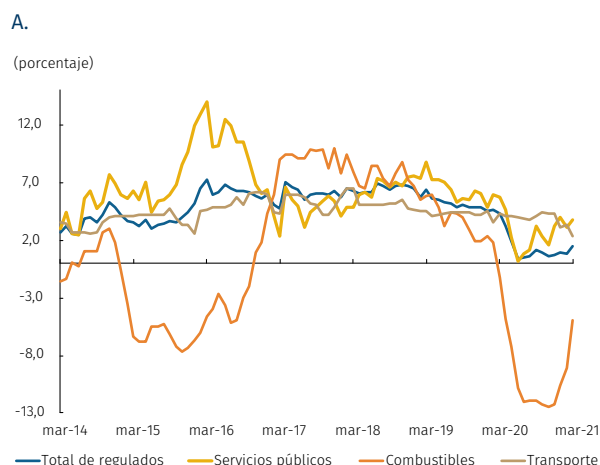
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

de servicios continuó cayendo y se hizo más negativa en marzo (-1,63%) con respecto a diciembre (-0,26%), lo cual estuvo asociado en gran parte a las actividades cuya apertura o reactivación se ha dificultado, como es el caso de paquetes turísticos, transporte en avión, servicios de alojamiento y hoteles, gastos en discotecas y cines. Todos estos servicios acumulan en lo corrido del año variaciones de precios negativas. Dentro de este subgrupo, un rubro que ejerció importantes presiones a la baja y amerita seguimiento estrecho es el de los servicios de comunicación fija y móvil, el cual presentó caídas de precios en lo corrido del año debido a la disminución de las tarifas que hicieron los diferentes operadores de la telefonía móvil ante la inminente entrada de un nuevo competidor. Se considera que el efecto de esta mayor competencia sería transitorio sobre las variaciones de precios; no obstante, podrían presentarse otros impactos adicionales sobre estas tarifas o sobre servicios y bienes conexos, una vez sea efectivamente incorporado el nuevo operador dentro de la medición del IPC. Las comidas fuera del hogar fue la única agrupación del IPC de servicios con ajustes anuales de precios al alza, al incorporar la dinámica alcista de precios que vienen presentando algunos de sus principales costos, en especial los alimentos y los servicios públicos, así como la menor oferta por el cierre de restaurantes y las restricciones de aforo en los que se mantienen. El comportamiento de esta canasta refleja los efectos de algunas restricciones producto de la pandemia.

Durante el primer trimestre de 2021 los ajustes anuales de la canasta de bienes fueron muy moderados, aunque mostraron una tendencia alcista motivada por diversos factores. En efecto, esta agrupación pasó de registrar una variación anual del 0,63% en diciembre al 1,05% en marzo (Gráfico 3.2). Este mayor ajuste de precios está asociado con la reversión de las rebajas asociadas al día sin IVA de noviembre, que por razones de medición fueron capturadas en febrero y que, sin embargo, no evitaron que los ajustes de este grupo se mantuviesen en niveles muy bajos. A lo anterior se sumaron reversiones de rebajas ofrecidas el año anterior que impulsaron los precios de algunos bienes (calzado y algunas prendas de vestir) y una demanda fuerte para los diferentes medios de transporte particular (bicicletas, motos y vehículos). Es posible también que se haya dado una transmisión de la reciente depreciación del peso hacia los precios de algunos ítems, como el de electrodomésticos y aparatos eléctricos de uso personal, los cuales registran un ajuste superior al 8,0% en lo corrido del año (aunque este incremento también puede estar reflejando los efectos rezagados de la reversión del día sin IVA). Sin embargo, la debilidad de la demanda ha contribuido a contener los incrementos de precios e incluso estaría amortiguando las recientes presiones alcistas del tipo de cambio.

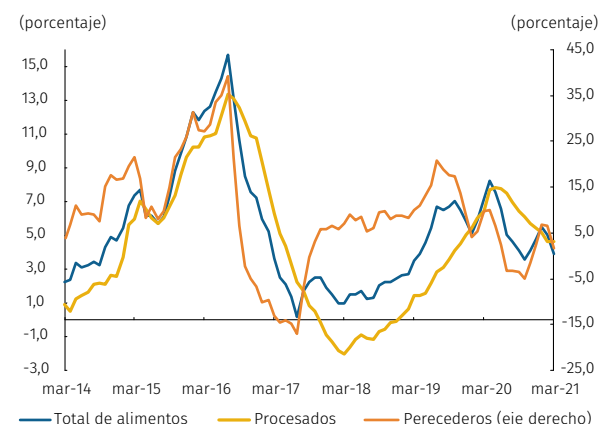
Los aumentos no anticipados de los precios internacionales del petróleo y de algunos servicios públicos generaron un repunte importante en el IPC de regulados. Regulados fue el grupo de la canasta familiar que durante el primer trimestre registró el mayor aumento en su variación anual, pasando del 0,73% en diciembre al 1,52% en marzo (Gráfico 3.4), significativamente por encima de lo previsto en anteriores informes. Dentro de esta subcanasta, las presiones alcistas fueron lide-

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



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

Gráfico 3.5
IPC de alimentos por grupos y sus componentes



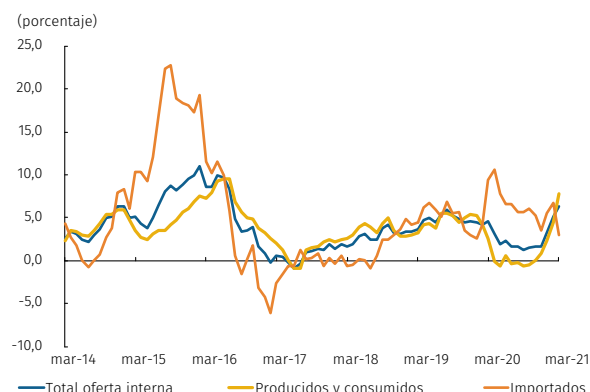
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

radas por los servicios públicos (del 3,2% al 3,7%) y los combustibles (del -12,2% al -4,9%) (Gráfico 3.4, panel A). En el primer caso estos ajustes se vieron impulsados, especialmente, por las tarifas de acueducto y recolección de basura, cuyos incrementos en lo corrido de este año ya superan el 4,0%, y corresponderían a indexaciones aplazadas desde el año anterior y que se estarían reactivando desde los primeros meses de este año. En el caso de los combustibles, el repunte de los precios internacionales del petróleo en las últimas semanas se ha visto reflejado en los recientes ajustes en los precios internos de la gasolina, a lo que se sumó una base estadística de comparación anual muy baja. En contraste, los aumentos en los costos de transporte aún no se trasladan a los precios al consumidor, quizá limitados por la debilidad de la demanda, con lo cual este grupo de regulados redujo su variación anual entre diciembre y marzo (del 4,3% al 2,4%, respectivamente). Asimismo, desde el tercer trimestre del año pasado la educación regulada viene ejerciendo una clara presión bajista sobre la inflación, dadas las rebajas en matrículas y mensualidades, posiblemente atribuibles a menores costos debidos a la virtualidad y a una demanda débil (Gráfico 3.4, panel B).

La variación anual de los alimentos siguió descendiendo en el primer trimestre, aunque reveló presiones alcistas asociadas con los aumentos en los precios internacionales de las materias primas agrícolas y en los de algunos alimentos perecederos y procesados. La caída del ajuste anual en el IPC de los alimentos, observada entre diciembre (4,80%) y marzo (3,92%) se explicó tanto por los alimentos perecederos como por los procesados (Gráfico 3.5). Este descenso obedeció principalmente a una base estadística baja de comparación anual. Cabe recordar que hace un año, con el inicio de la pandemia, se registró un incremento significativo en el precio de los alimentos por un consumo masivo y repentino de este tipo de bienes. No obstante, la caída de la variación anual del IPC de alimentos resultó menor que la esperada por el equipo técnico. En lo corrido del año el nivel de este grupo aumentó un 3,1%, con incrementos importantes y no anticipados en algunos rubros. Los precios de los alimentos perecederos (8,0% año corrido) son los que más han repuntado en los tres primeros meses del año, como consecuencia de una fase descendente del ciclo productivo en la papa y en las frutas (mango, lulo y limón). Por su parte, los precios de los alimentos procesados, que se ajustaron en lo corrido del año en un 1,7%, vienen incorporando presiones alcistas originadas por una contracción de la oferta pecuaria en general, y por un incremento significativo de las exportaciones de ganado vacuno, que comenzaron a restablecerse una vez Colombia recuperó su estatus de país libre de aftosa en febrero del año pasado. Los aceites comestibles y los productos de cereales, afectados por el reciente repunte de los precios internacionales y del tipo de cambio, también lideran el aumento de los precios de los alimentos procesados durante lo corrido de 2021.

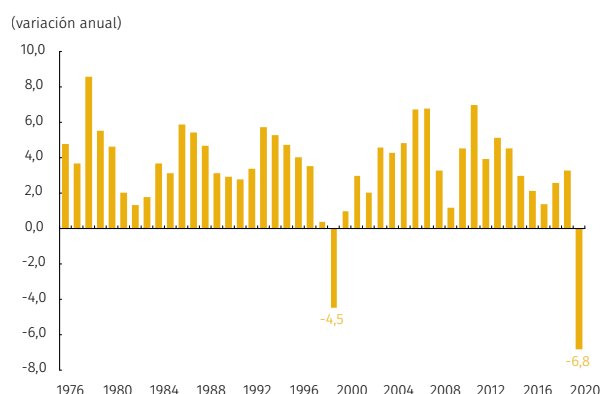
La tendencia creciente de los costos no laborales observada desde finales del año pasado se acentuó durante el primer trimestre de este año. La variación anual de estos costos no laborales, aproximados con el IPP de oferta interna, aumentó entre diciembre y marzo del 1,65% al 6,31%, respectivamente

Gráfico 3.6
IPP por procedencia
(variación anual)



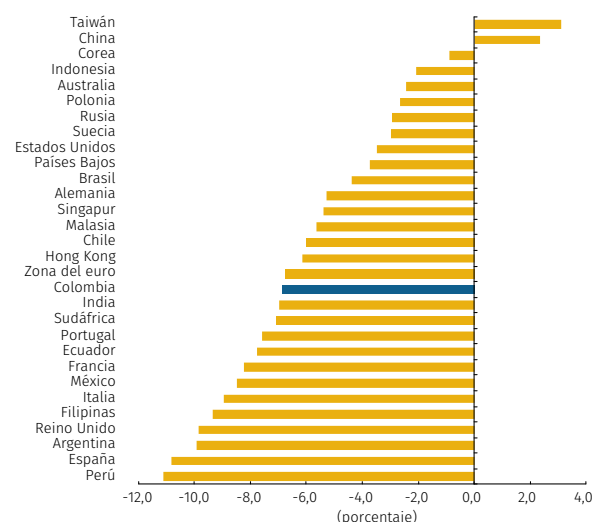
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.7
Crecimiento del PIB en Colombia
(1976-2020)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.8
Crecimiento del PIB en 2020
(porcentaje; países seleccionados)



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

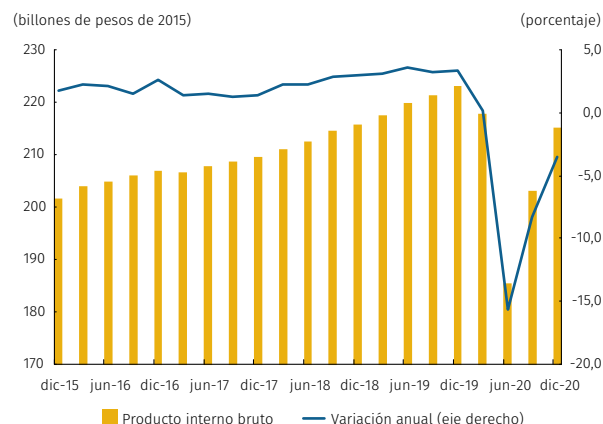
(Gráfico 3.6). Esta dinámica alcista se concentró en el IPP local, cuyo ajuste anual de precios pasó del 0,8% en diciembre al 7,8% en marzo, impulsado principalmente por la minería y, en menor medida, por el IPP de la industria. La dinámica en el último año de los precios internacionales del petróleo explica, en buena parte, el desempeño reciente de la inflación al productor. El IPP de la extracción de petróleo crudo en los últimos doce meses aumentó un 124%, nivel que se explica por una base de comparación estadística muy baja del año anterior. Asimismo, el ajuste alcista en la inflación al productor de las actividades industriales se explica, principalmente, por la refinación del petróleo. Por su parte, el IPP agropecuario local también registró ajustes mayores en marzo frente al cierre del año anterior, asociado con los precios de la ganadería y los cultivos permanentes, agregaciones que en los últimos doce meses acumulan incrementos superiores al 10%. En contraste, el componente importado del IPP se contrajo entre diciembre (3,58%) y marzo (3,03%). En lo corrido del año este segmento del IPP no muestra evidencia de que existan aún presiones al alza como resultado de cuellos de botella en las cadenas de producción y transporte, algo que se ha empezado a observar en varias economías del mundo.

3.2 Crecimiento económico y demanda interna

3.2.1 El PIB del cuarto trimestre

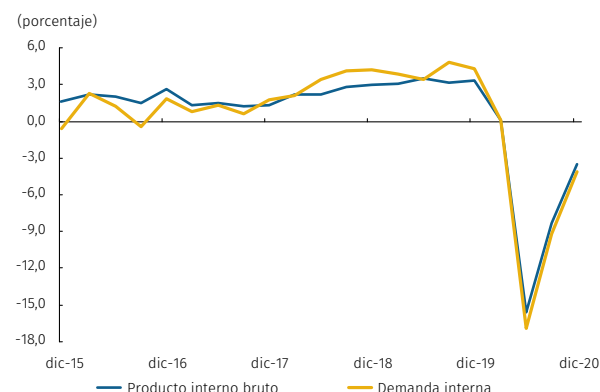
En 2020 la economía colombiana registró un fuerte retroceso como resultado del choque generado por la pandemia del Covid-19, caída similar a la observada en otras economías del mundo. En 2020 el PIB colombiano se contrajo un 6,8%, tasa mínima histórica (Gráfico 3.7) para el país y similar a la evidenciada en otras economías del mundo, en particular de América Latina (Gráfico 3.8). No obstante, este fuerte retroceso resultó ser menor que el esperado en el *Informe de Política Monetaria* anterior, como consecuencia de importantes revisiones en las cifras pasadas de las cuentas nacionales y de un mejor resultado frente al previsto en el cuarto trimestre. En conjunto, los datos de 2020 revelan que el comportamiento de la economía fue bastante dispar a lo largo del año. El primer trimestre comenzó con una buena dinámica que se vio interrumpida a inicios de marzo, cuando se empezó a observar un aumento de los contagios. El autocuidado y las medidas necesarias para enfrentar la crisis de salud pública ocasionaron una profunda caída de la actividad económica, especialmente en abril, lo que llevó a que el segundo trimestre presentara la mayor contracción anual del PIB desde que existen registros trimestrales (-15,6%, con cifras desestacionalizadas y ajustadas por efectos calendario). A partir de mayo varios factores explicaron el inicio de la reactivación económica. En primer lugar, el relajamiento de las medidas más estrictas de confinamiento y distanciamiento físico, gracias a un mayor control de la transmisión del virus y a la disminución del riesgo de saturación del sistema de salud. También, las medidas del Gobierno Central y los gobiernos locales para sostener el ingreso de los hogares y apoyar financieramente a las firmas. Adicionalmente, la amplia liquidez suministrada por el Banco de la República contribuyó a estabilizar los mercados financieros internos y la reducción en la tasa de inte-

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



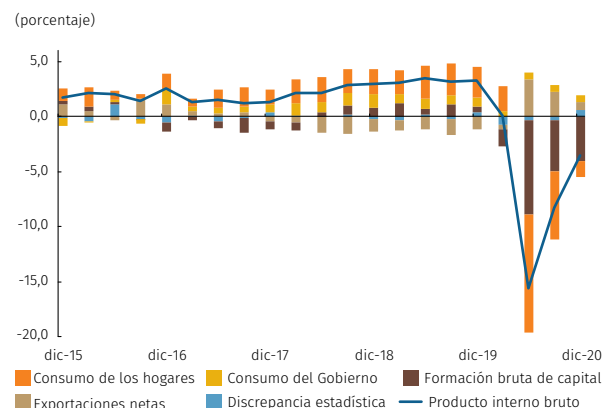
a/ Series desestacionalizadas y corregidas por efectos calendario.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

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



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

Gráfico 3.11
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.

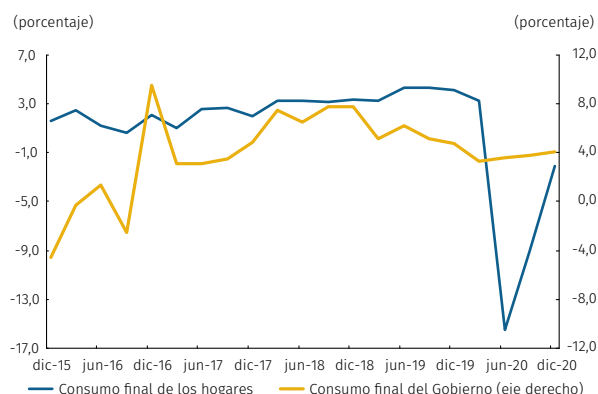
res de política redujo la carga financiera de los hogares y las empresas y estimuló el gasto. Asimismo, la recuperación de los términos de intercambio, debido a los aumentos de los precios del petróleo y del café, generaron efectos positivos sobre el ingreso nacional. Con algunas cortas interrupciones, la tendencia en la recuperación se fue consolidando a lo largo del segundo semestre del año, lo que permitió que el PIB presentara aumentos significativos en niveles respecto al registro del segundo trimestre, pero sin llegar a alcanzar los valores reales previos al choque.

La recuperación económica que se inició en el tercer trimestre del año se acentuó en el cuarto, aunque con una variación anual del PIB que se mantuvo en terreno negativo. En general, los indicadores de actividad económica, incluyendo el PIB, han sorprendido al alza frente a los pronósticos del equipo técnico. Así, el crecimiento anual del PIB del cuarto trimestre (-3,5%) (Gráfico 3.9) evidenció un mejor comportamiento que el esperado en el *Informe de Política Monetaria* anterior y confirmó la importante recuperación experimentada en el segundo semestre por la economía colombiana, aunque a niveles inferiores observados antes de la pandemia. No obstante, a esa fecha persistían diferencias importantes en los grados de afectación y recuperación de los distintos sectores y de los diferentes componentes del gasto, así como amplios excesos de capacidad productiva y altos niveles de desempleo.

El aumento del PIB en el cuarto trimestre frente al registro de septiembre ocurrió, sobre todo, por el impulso de la demanda interna. El registro de la demanda interna para el cuarto trimestre (-4,1%) significó una mejora importante frente al retroceso del tercero (-9,2%) (Gráfico 3.10). Por componentes, el significativo aumento del consumo entre el tercer y el cuarto trimestre fue el principal responsable del desempeño de la absorción. La formación bruta de capital mostró una escasa recuperación en dicho período y permaneció en valores muy bajos respecto a los prevalecientes antes del choque (Gráfico 3.11).

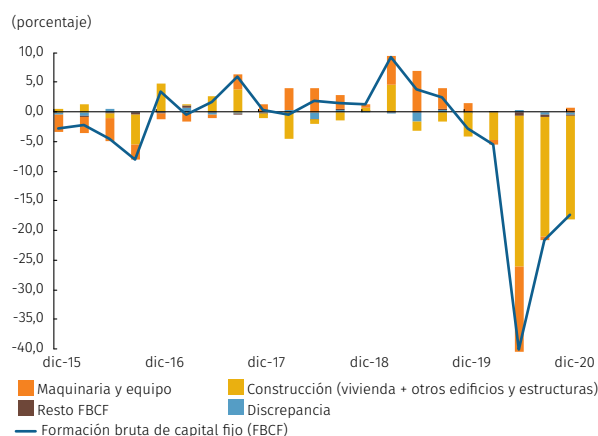
En el cuarto trimestre el consumo total recuperó niveles similares a los de 2019, de la mano del aumento desde valores muy bajos del componente privado y de un consumo público que siguió creciendo en términos anuales y trimestrales a un buen ritmo. El consumo de los hogares volvió a crecer entre trimestres y con ello redujo notablemente su retroceso anual, pasando de caer un 9,0% en el tercer trimestre a descender un 2,1% en el cuarto, con lo cual, además, registró un mejor desempeño que el PIB en este período. A la mejora en el trimestre contribuyó la continuidad de la apertura del comercio y del relajamiento de las medidas de distanciamiento social. A lo anterior se sumó el impulso del último día sin IVA y algunas jornadas de descuento, que tuvieron un impacto en el gasto en bienes semidurables y durables, principalmente. De hecho, estos dos componentes del consumo privado registraron expansiones trimestrales importantes, y en el caso del consumo de bienes durables su nivel al cierre de 2020 ya era superior al de finales de 2019. Por su parte, el consumo de servicios, el de mayor importancia dentro del consumo privado, también se recuperó entre trimestres, pasando de una caída

Gráfico 3.12
Gasto de consumo final de los hogares y del Gobierno General^{a/}
(variación anual)



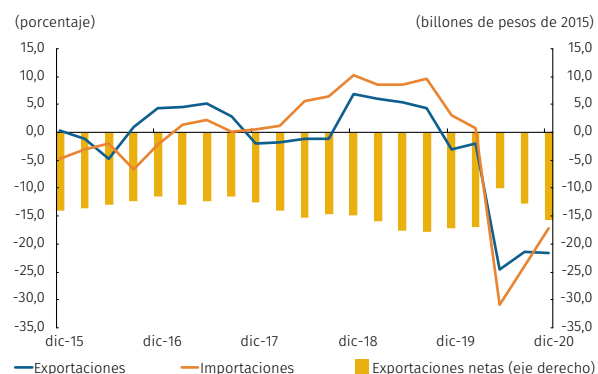
a/ Series desestacionalizadas y corregidas por efectos calendario.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.13
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 3.14
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.

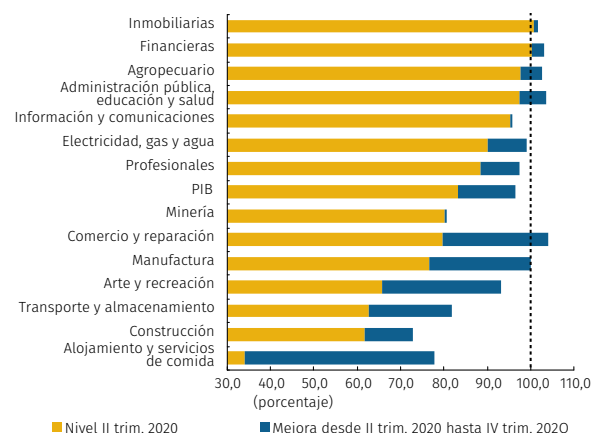
anual del 13,8% en el período julio-septiembre a una del 4,9% en el cuarto trimestre, pero continuó siendo el más afectado por la pandemia. Finalmente, el consumo no durable mantuvo una tendencia trimestral creciente, con una tasa de expansión anual similar a la del tercer trimestre. De esta forma, en todo el año el consumo privado presentó una variación del -5,8%. Por su parte, al cierre de 2020 el consumo público registró un incremento trimestral que, junto con una fuerte revisión de los trimestres anteriores del año, significó un desempeño para 2020 (3,7%) notablemente mejor que el inicialmente contemplado (Gráfico 3.12). Con todo lo anterior, en el cuarto trimestre el consumo total fue el agregado que más contribuyó a la mejora del PIB desde el punto de vista del gasto, presentando un retroceso anual de solo el 0,8%. Para todo 2020 el retroceso de este agregado (-4,1%) fue también inferior al del PIB.

La recuperación de la formación bruta de capital fijo perdió impulso en el cuarto trimestre debido a un estancamiento, en niveles muy bajos, de la inversión en construcción y a una leve caída intertrimestral de la inversión en maquinaria y equipo (Gráfico 3.13). El resultado del cuarto trimestre de este componente de la demanda interna fue cercano en niveles al del tercero, y su caída anual se moderó escasamente, al pasar del -20,6% al -18,4%. A pesar del importante gasto en equipo de transporte que se dio a finales del año, la inversión en maquinaria y equipo retrocedió un poco en niveles en la última parte del año, aunque cerró 2020 con una variación anual positiva. La inversión en vivienda y en otros edificios y estructuras continuaron muy afectadas, al registrar caídas anuales del 27,5% y del 31,1% en el cuarto trimestre, respectivamente, mostrando pocos aumentos frente a los registros del tercero y a los históricamente bajos del segundo. Así, en 2020 la inversión en construcción presentó un retroceso de 28,8%, registro solo superado por la caída que tuvo en 1999. Con todo lo anterior, la formación bruta de capital fijo tuvo una variación anual de -21,1% en todo el año.

Las exportaciones netas en pesos reales cayeron en el cuarto trimestre frente al tercero como consecuencia de un aumento de las importaciones y un retroceso de las exportaciones (Gráfico 3.14). Las exportaciones reales presentaron un leve retroceso trimestral en el cuarto trimestre, lo que correspondió a una caída anual del 21,6% en dicho período (similar a la del tercero, del -21,4%), desempeño que estuvo por debajo de lo previsto. En particular, los niveles de las ventas externas de bienes mineros y de servicios continuaron estancadas en el último trimestre del año, contrayéndose a tasas anuales importantes, y fueron apenas contrarrestadas por el comportamiento menos desfavorable de las exportaciones de algunos bienes agrícolas y manufacturas. Por el contrario, las importaciones continuaron recuperándose en niveles, lo que implicó pasar de caer en términos anuales un 23,9% en el tercer trimestre a un 17,2% en el cuarto. El comportamiento intertrimestral, coherente con el mejor desempeño de la demanda interna, estuvo explicado principalmente por las compras de bienes de consumo durable y de capital. Con lo anterior, la contribución de la demanda externa neta a la variación anual del PIB fue casi nula en el cuarto trimestre. Para el año completo las exportaciones se contrajeron un 17,4% anual, mientras las importaciones lo hicieron en un 18,0%.

Gráfico 3.15

Niveles sectoriales de valor agregado relativos al cuarto trimestre de 2019^{a/}
(IV trim. de 2019 = 100)



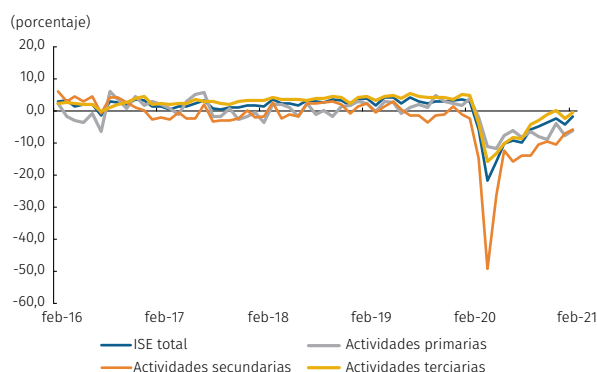
a/ Series desestacionalizadas y corregidas por efectos calendario.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Todas las grandes ramas de actividad productiva tuvieron un mejor comportamiento en el cuarto trimestre respecto a los niveles históricamente bajos de los dos trimestres anteriores, acorde con la flexibilización paulatina del distanciamiento social. No obstante, la mayoría de ellas continuó registrando niveles inferiores a los observados con anterioridad al choque (Gráfico 3.15). En el cuarto trimestre el mayor dinamismo de la actividad económica estuvo explicado por las ramas terciarias, cuyo PIB aumentó entre trimestres más que lo previsto en el informe anterior. De aquel rubro se destacó el segmento de comercio y reparación, el cual, además, recuperó los niveles previos al choque de la pandemia y exhibió un crecimiento anual positivo. A este muy buen desempeño contribuyeron la jornada del día sin IVA promovida por el Gobierno y otras jornadas de descuento impulsadas por el sector privado. También, el valor agregado de la industria manufacturera alcanzó niveles prepandemia, lo que jalonó la recuperación de las ramas secundarias, a pesar de que su otro componente, la construcción, se mantuvo en niveles muy bajos y siguió mostrando caídas anuales pronunciadas (tanto en el segmento de edificaciones como en el de obras civiles). En las ramas primarias se destacó el crecimiento del sector agropecuario, particularmente por el resultado en cultivos agrícolas; por el contrario, la minería siguió estancada en niveles, y en tasas de crecimiento anual se acentuó su caída. Esto último debido a la fuerte caída anual de la extracción de carbón (-57,1%) y de petróleo y gas (-13,6%), lo que no pudo ser compensado por el buen desempeño de la extracción de minerales metálicos (37,1%), cifra que incluye el oro.

3.2.2 Indicadores de actividad económica del primer trimestre de 2021

Gráfico 3.16

ISE total y por sectores de actividad^{a/}, series desestacionalizadas y corregidas por efectos calendario (variación anual)

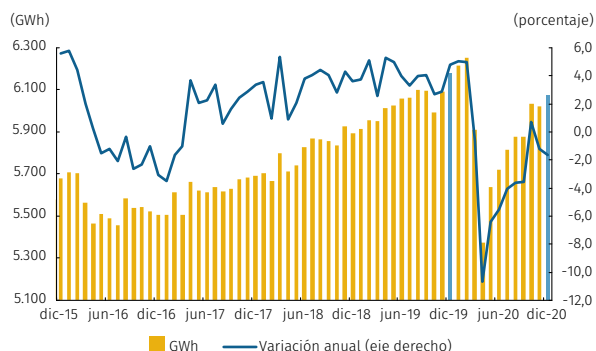


a/ Actividades primarias: agricultura, caza, silvicultura y pesca; y explotación de minas y canteras. Actividades secundarias: industrias manufactureras y construcción. Actividades terciarias: suministro de electricidad, gas y agua; comercio, reparación, transporte y alojamiento; información y comunicaciones; 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.

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

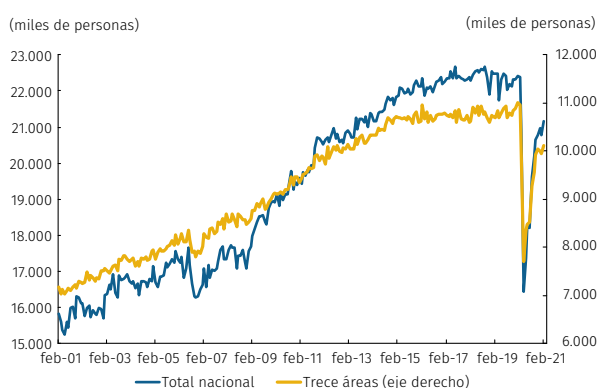
Los indicadores de actividad económica, que se vieron afectados en enero por las medidas para contener el segundo pico de la pandemia, retomaron su senda de crecimiento en febrero y marzo. Las medidas de aislamiento decretadas en varios municipios del país para contener la segunda ola de contagios del Covid-19 y controlar la saturación del sistema de salud habrían afectado el crecimiento del PIB a comienzos del año. No obstante, en febrero la actividad económica habría retomado su senda de crecimiento. Así lo sugieren distintos indicadores sectoriales, cuyos resultados de enero fueron menores que los registros de finales de 2020, junto con la posterior recuperación observada en febrero. Con series desestacionalizadas, las ventas del comercio minorista sin combustibles ni vehículos pasaron de crecer un 5,6% anual en el trimestre octubre-diciembre a caer al 4,9% en enero, e incrementarse un 9,6% en febrero; la variación anual de la producción de la industria manufacturera pasó del 1,4% en diciembre al -0,4% y 3,4% en enero y febrero, respectivamente; y el ISE, que representa una medición más completa de actividad económica, registró variaciones anuales en diciembre, enero y febrero del -2,3%, -4,2% y -1,9%, respectivamente (Gráfico 3.16). Adicionalmente, indicadores de más alta frecuencia, como la demanda de energía (Gráfico 3.17), los de movilidad, las cifras de transacciones de varios bancos comerciales y las matrículas de vehículos revelan que

Gráfico 3.17
Demanda de energía mensual total SIN^{a/}
(GWh y variación anual)



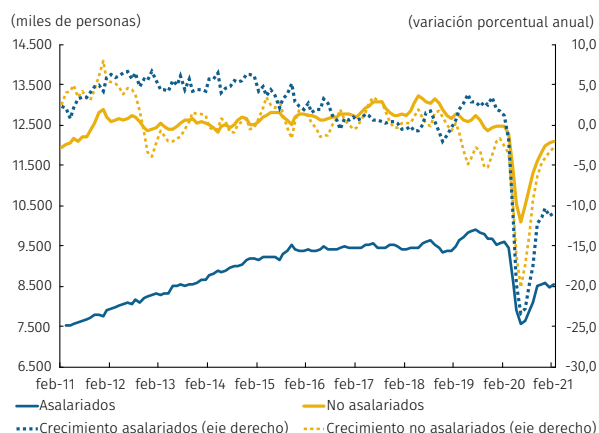
a/ Serie desestacionalizada y corregida por efectos calendario.
Fuente: XM; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.18
Ocupados por dominios geográficos
(series mensuales desestacionalizadas)



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

Gráfico 3.19
Ocupados según calidad de empleo: total nacional
(trimestre móvil desestacionalizado)



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

en marzo la economía habría retomado un ritmo de recuperación cercano al que traía a finales de 2020.

3.3 Mercado laboral¹¹

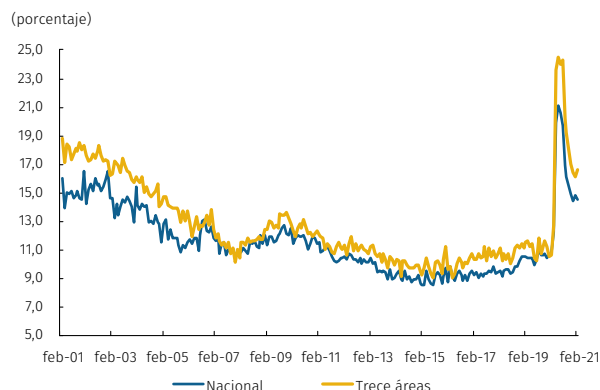
Luego de una pausa en enero, la recuperación del empleo se reanudó en febrero, aunque a un menor ritmo que lo observado en 2020. De acuerdo con las series desestacionalizadas¹² de la *Gran encuesta integrada de hogares* (GEIH) del DANE, en febrero los ocupados registraron un crecimiento intermensual del 1,9 % (390.000 empleos) en el total nacional y del 1,6 % (164.000 empleos) en las trece principales ciudades (Gráfico 3.18). Así, la recuperación del empleo se reanudó, luego de que en enero se registrase una leve caída de la ocupación, explicada en buena parte por la segunda ola de contagios de Covid-19 y las medidas de restricción a la movilidad implementadas en algunas ciudades del país para mitigarla. Estas cifras implican que a febrero se haya recuperado cerca del 79,4 % (4,7 millones [m]) de los empleos perdidos entre marzo y abril de 2020 en el total nacional, y del 74,3 % (2,4 m) en las trece ciudades. No obstante, comparado con el segundo semestre de 2020, la velocidad de recuperación de la ocupación se ha moderado. Así las cosas, el deterioro del mercado laboral colombiano sigue siendo importante, con unos niveles de empleo que se ubican 1,2 millones por debajo de los observados un año atrás, con disparidades significativas entre grupos poblacionales.

La creación de empleo se sigue dando en mayor medida en los segmentos con menor estabilidad en sus ingresos laborales. La recuperación de la ocupación se ha caracterizado por tener una dinámica heterogénea entre los distintos tipos de empleo, lo que ha inducido cambios en su composición. Para el total nacional, en el trimestre móvil terminado en febrero el empleo asalariado y no asalariado aumentaron un 0,9 % (78.000 empleos) y 0,5 % (58.000 empleos), respectivamente, frente al trimestre móvil terminado en enero. Con estas cifras, se habrían recuperado cerca del 62,3 % (1,9 m) de los empleos asalariados perdidos entre febrero y marzo de 2020, en contraste con un 88,0 % (2,6 m de empleos) del segmento no asalariado (Gráfico 3.19). En lo que respecta al empleo formal e informal urbano, en su orden, estos segmentos han recuperado un 68,7 % (876.000) y un 77,8 % (1,5 m) de los empleos perdidos a raíz de la pandemia. El menor dinamismo del empleo formal se confirma con la información proveniente de los registros administrativos, como en el caso de la PILA, la cual muestra una recuperación de apenas el 29,5 % de la caída registrada en los cotizantes dependientes a pensión. Así las cosas, en

11 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>

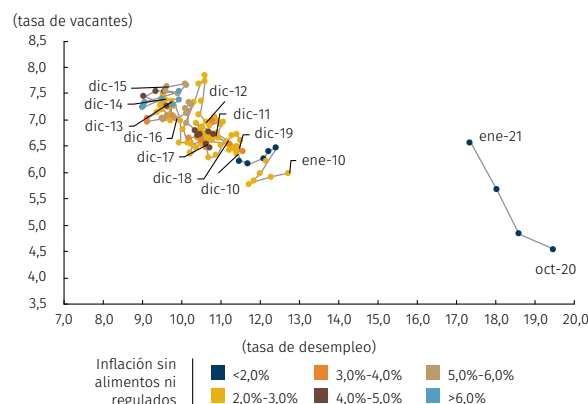
12 Las series del mercado laboral presentan estacionalidad, es decir, sus valores son sistemáticamente más altos o bajos dependiendo del mes del año. Este fenómeno debe aislarse mediante técnicas estadísticas para poder hacer comparaciones entre meses del mismo año. Por tal razón, la información presentada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

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



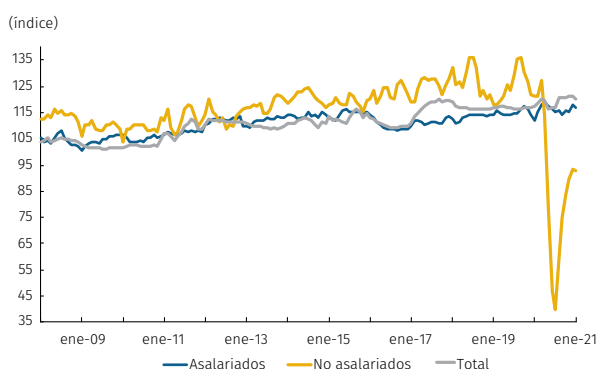
Fuente: DANE (GEIH), cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.21
Curva de Beveridge para las siete ciudades principales



Notas: series desestacionalizadas. Trimestre móvil. Se usa la tasa de vacantes estimada por la metodología de contrataciones de la GEIH, véase Morales, L. F., & Lobo, J. (2017). Estimating Vacancies from Firms' Hiring behavior: The Case of a Developing Economy. Borradores de Economía, (1017). La estimación de la Curva de Beveridge no se encuentra disponible para el periodo comprendido entre marzo y septiembre de 2020, puesto que, 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. Fuentes: DANE (GEIH) y Banco de la República.

Gráfico 3.22
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.

ambos casos la recuperación del empleo ha estado sesgada hacia los segmentos de menor estabilidad de ingresos (no asalariado e informal).

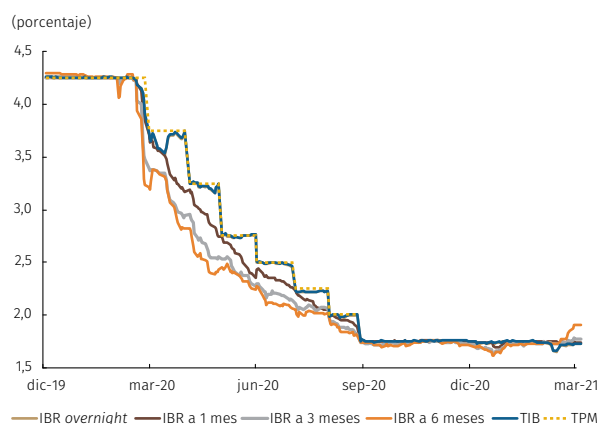
La tasa de desempleo (TD) disminuyó su ritmo de descenso y continúa en niveles históricamente altos. En febrero la flexibilización de las medidas de restricción a la movilidad impuestas a raíz de la segunda ola de contagios por el Covid-19, así como la reapertura gradual de los colegios, permitió un aumento de la participación laboral, luego de que esta se mantuviese en niveles estables desde noviembre de 2020. Este comportamiento fue más acentuado en las zonas urbanas, en las cuales el incremento mensual de la tasa de participación fue mayor que el de la ocupación. Así, mientras que en febrero la TD nacional disminuyó mensualmente y se ubicó en un 14,6%, en las trece ciudades aumentó en 0,5 pp y se situó en el 16,6%, dada la mayor presión de la oferta laboral (Gráfico 3.20). Aunque las tendencias de las TD son aún decrecientes, las caídas se dan a un menor ritmo que lo observado en la segunda mitad de 2020, meses en los cuales la TD nacional disminuyó 6,2 pp (-7,5 pp en las trece ciudades). Adicionalmente, su dinámica aún exhibe importantes heterogeneidades entre grupos poblacionales, con niveles más altos en las mujeres, los no jefes del hogar, los jóvenes y los trabajadores con menor escolaridad.

La recuperación moderada de la TD refleja un mercado laboral que se mantiene holgado y que estaría presionando a la baja la inflación vía costos salariales. La información más reciente de los índices de vacantes, a partir de la GEIH y el Servicio Público de Empleo (SPE), muestra una relativa estabilidad de las vacantes en los últimos meses, con valores que aún se ubican en niveles inferiores a los observados en el período prepandemia. Este comportamiento de la tasa de vacantes, junto a la moderada recuperación de la TD urbana, sugiere, a la luz de la curva de Beveridge, un mercado laboral que a febrero de 2021 sigue siendo ampliamente holgado (Gráfico 3.21) y que presionaría a la baja la inflación vía menores costos salariales. Esto último lo confirma la información de ingresos laborales proveniente de la GEIH, en particular la del segmento no asalariado. Mientras que los ingresos del segmento asalariado se han mantenido relativamente estables, los del no asalariado, si bien han tenido alguna recuperación luego de su abrupta caída en abril de 2020, continúan en niveles inferiores a los observados un año atrás (Gráfico 3.22).

3.4 Mercado financiero y monetario

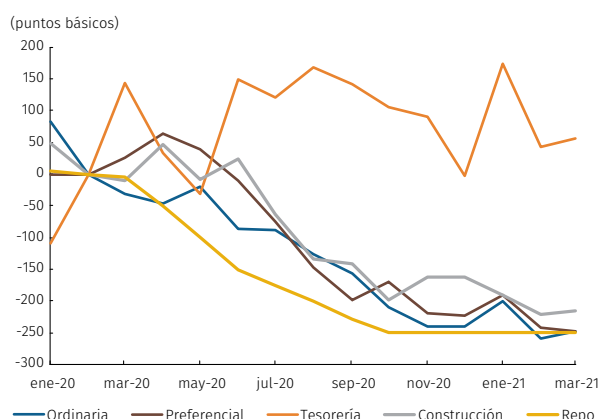
Durante el primer trimestre de 2021 las condiciones financieras internas continuaron favoreciendo la recuperación de la actividad económica. Un año atrás, con la llegada del Covid-19 al país, se registró una fuerte demanda por liquidez por parte de las empresas para enfrentar los efectos de la pandemia, demanda que fue atendida por los bancos mediante un incremento significativo de los préstamos comerciales. En ese período la cartera hipotecaria registró una menor dinámica, mientras que la de consumo y microcrédito cayeron. A partir del segun-

Gráfico 3.23
Tasa de interés de política monetaria (TPM), tasa interbancaria (TIB) e indicador bancario de referencia (IBR) (datos diarios)



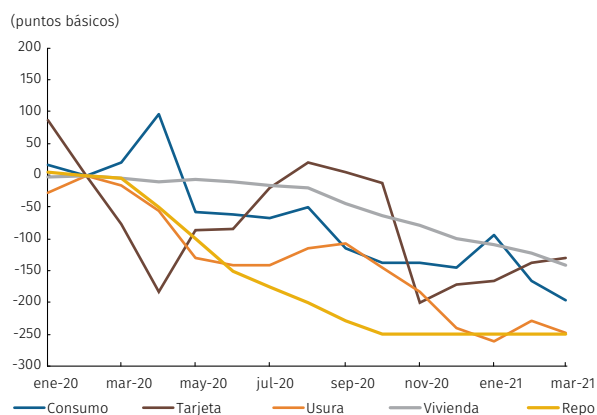
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 3.24
Tasas de interés mensuales de los créditos comerciales (variación frente a marzo de 2020)



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

Gráfico 3.25
Tasas de interés mensuales de créditos a los hogares (variación frente a marzo de 2020)



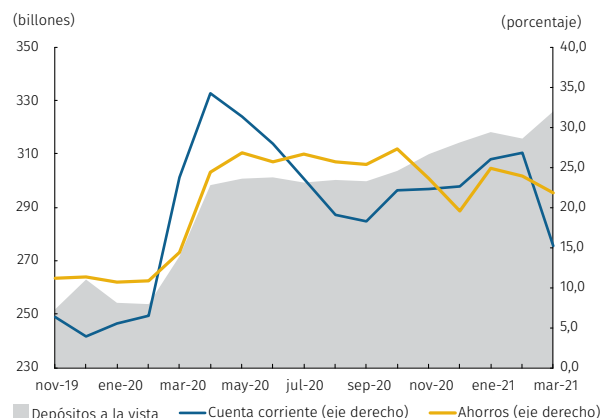
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

do semestre de 2020 los depósitos a la vista se estabilizaron en niveles altos y la cartera comercial se desaceleró debido a prepagos de créditos, aunque a marzo de 2021 esta modalidad mantuvo un nivel superior al observado previo a la pandemia. En el mismo mes el crédito hipotecario detuvo su desaceleración y presentó crecimientos reales anuales positivos. Las carteras de consumo y de microcrédito se recuperaron y a marzo de este año ya superaban sus niveles registrados antes de la llegada del Covid-19. El anterior comportamiento se dio en un entorno de materialización del riesgo de crédito, de aumento de las provisiones de préstamos y de caída en las utilidades del sistema financiero. También vino acompañado por unas tasas de interés de los préstamos comerciales preferenciales y ordinarios que se redujeron en una magnitud similar a la de la disminución de la tasa de interés de política. Como se ha observado históricamente, esta transmisión ha sido más lenta hacia las tasas de interés de consumo y aún más demorada hacia las tasas de interés hipotecarias.

La transmisión de las reducciones en la tasa de interés de política monetaria (TPM) hacia las tasas de interés del mercado monetario, de captación y crédito ha sido robusta (véase Recuadro 1). En el primer trimestre de este año las tasas de interés del mercado monetario se mantuvieron alineadas con la tasa de política, con excepción del IBR a seis meses, que durante los últimos días de marzo superaron a la TPM en alrededor de 16 pb (Gráfico 3.23). Las tasas de interés de los depósitos continuaron disminuyendo, y desde febrero de 2020 acumulan un descenso de 298 pb para el total de CDT, de 270 pb para la DTF, y de 135 pb para los depósitos de ahorro. En el mismo período, las tasas de interés de créditos comerciales han registrado un descenso importante, similar al de la TPM (-248 pb para créditos preferenciales, -247 pb para préstamos ordinarios y -216 pb para créditos a constructores) (Gráfico 3.24). Por su parte, las tasas de interés aplicadas a los hogares han reaccionado más lentamente, como ha sido usual históricamente. Entre febrero de 2020 y marzo de 2021, la tasa de interés de consumo ha disminuido 196 pb, la de los préstamos de vivienda 141 pb y la de tarjeta de crédito 130 pb (Gráfico 3.25).

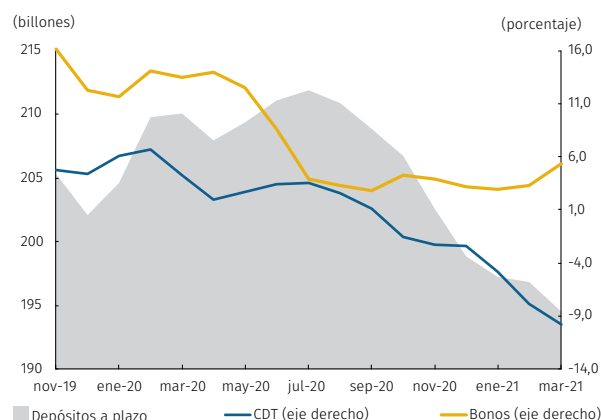
Desde el segundo semestre de 2020 los depósitos a la vista se estabilizaron en niveles altos y las captaciones a plazos largos se siguen desacelerando. La abundante disponibilidad de fondos del sistema bancario continúa compuesta principalmente por depósitos a la vista, mientras que la participación de los CDT sigue disminuyendo. En febrero y marzo de 2021 los niveles de captaciones aumentaron debido a la dinámica de los depósitos a la vista y la colocación de bonos, luego de la relativa estabilidad en el segundo semestre de 2020. Al cierre del primer trimestre las captaciones a la vista crecieron un 20,0% anual y las de plazo (CDT y bonos) se contrajeron un 7,4% anual (gráficos 3.26 y 3.27), hecho que condujo a una reducción de la participación de los CDT en las captaciones (del 44,4% en febrero de 2020 frente al 35,5% en marzo 2021). A marzo de este año el saldo de depósitos alcanzado, COP533 billones (b), supera a la cartera en moneda nacional (COP493 b) en un 8,1%, lo cual representa un cambio significativo frente a su equivalencia en el período anterior a la pandemia. Adicio-

Gráfico 3.26
Depósitos a la vista^{a/}
(saldo promedio mensual y variación anual)



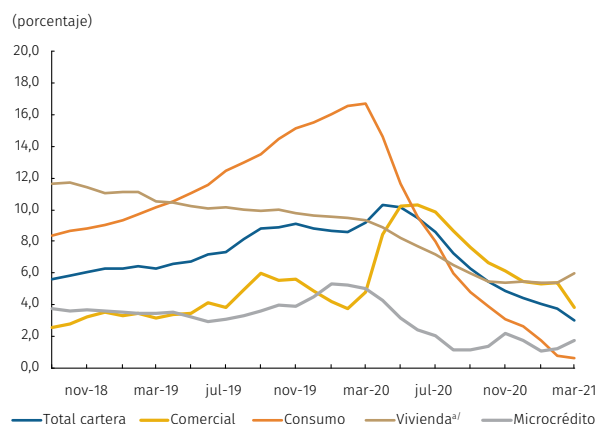
a/ Incluye cuentas corrientes, depósitos de ahorro y otros depósitos a la vista.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.27
Depósitos a plazo
(saldo promedio mensual y variación anual)



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

Gráfico 3.28
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.

nalmente, el indicador de liquidez de corto plazo (IRL)¹³ se situó al final del primer trimestre en 226 %, algo mayor al registrado en febrero de 2020 (210 %) y más del doble del 100 % requerido. En enero de 2021 la estabilidad de los recursos de las entidades con mayor especialización en cartera, medido con el CFEN¹⁴, fue del 110 % frente al 80 % exigido hasta marzo¹⁵.

La cartera bancaria se sigue recuperando (Gráfico 3.28), en un entorno en el que la pandemia ha afectado la oferta y la demanda de préstamos, y en el que se ha materializado el riesgo de crédito. En este primer trimestre la dinámica de los desembolsos en moneda nacional de tipo comercial continuó por debajo de los montos registrados antes de la emergencia sanitaria. El mayor uso de financiación externa directa y la colocación de deuda en el mercado local por parte de las empresas habrían contribuido al anterior comportamiento. En cuanto al microcrédito, beneficiado con el programa de garantías del Gobierno, su saldo ya superó al registrado en febrero de 2020 y sostiene un modesto crecimiento del 1,7% anual. Con respecto al crédito a los hogares, el apoyo del Gobierno a los programas para compra de vivienda¹⁶, la cobertura parcial de los intereses de los deudores hipotecarios¹⁷ y un mercado inmobiliario con fuertes señales de recuperación, son factores que han contribuido a un mejor desempeño de la cartera hipotecaria. En el primer trimestre de 2021 los desembolsos para préstamos de vivienda superaron los niveles del mismo período del año anterior, generando una aceleración del crecimiento anual del 5,5 % en diciembre pasado al 6,0 % en marzo. Por su parte, la dinámica del crédito para consumo ha sido soportada por el Programa de Acompañamiento a los Deudores (PAD)¹⁸, que actualmente cubre al 12 % de esta cartera. En este contexto, los desembolsos para consumo en marzo alcanzaron el promedio mensual de 2019, lo que prácticamente ha detenido la acentuada desaceleración de su crecimiento anual.

El riesgo de crédito y las provisiones aumentaron, y las utilidades del sistema financiero se han deteriorado. A pesar de esto, sus niveles de solvencia se mantienen superiores del mínimo regulatorio. En la medida en que han finalizado las prórrogas y plazos temporales autorizados por la Superinten-

- 13 El indicador de riesgo de liquidez (IRL) a treinta días relaciona las disponibilidades de liquidez frente a las potenciales salidas, considerando mercados bajo estrés.
- 14 El coeficiente de financiación estable neta (CFEN) relaciona la financiación estable disponible con la financiación requerida. Este es un nuevo indicador de monitoreo establecido por la Superintendencia Financiera a partir de abril de 2020, en desarrollo de los Acuerdos de Basilea III.
- 15 La meta es ir aumentando el mínimo regulatorio hasta el 100 % en diciembre de 2022.
- 16 Tales como Mi Casa Ya y Semillero de Propietarios destinados para Vivienda de Interés Social (VIS; precio máximo de COP 118,5 millones).
- 17 Mecanismo operado por el Fondo de Reserva para la Estabilización de la Cartera Hipotecaria (Frech).
- 18 Circular Externa 022 del 30 de junio de 2020, mecanismo más flexible y menos oneroso para mantener la vigencia de los créditos, ajustando las condiciones dentro las posibilidades de los deudores y la prudencia en el manejo del riesgo de las entidades.

dencia Financiera¹⁹ se han observado aumentos de la cartera vencida. No obstante, dicha situación fue cubierta por los aumentos en las provisiones desde comienzos del segundo semestre. Con información a enero de 2021, la mora aumentó al 5,6 %, afectando en especial a la cartera de vivienda (6,9 %) y de consumo (6,6 %). En este contexto, las utilidades acumuladas de los últimos doce meses se contrajeron un 56 %; sin embargo, la solvencia total y básica mantienen el margen frente a los mínimos regulatorios, 21,5 % vs. 9,5 % y 17,1 % vs. 4,5 %²⁰.

19 Circulares Externas 007 y 014 de marzo de 2020.

20 En el desempeño de la solvencia han contribuido la adopción de los Acuerdos de Basilea III (Decretos 477 de 2018 y 1421 de 2019), la desaceleración de la cartera y una recomposición de los activos hacia inversiones.

Recuadro 1

La transmisión de los cambios en la tasa de interés de política monetaria (TPM) hacia las tasas de interés de los establecimientos de crédito (EC)

Isleny Carranza Amortegui
Deicy Cristiano Botia
Eliana González Molano
Carlos Huertas Campos*

Los mecanismos por los cuales las acciones de política monetaria afectan el crecimiento económico de corto plazo y la inflación se conocen como los canales de transmisión de la política monetaria. Uno de ellos, el canal de la tasa de interés, implica que los cambios en la TPM (corto plazo) se trasladen a las tasas de interés con duraciones similares y plazos más largos para los distintos instrumentos financieros. Estos cambios modifican el costo del financiamiento de varios agentes económicos, alteran sus decisiones de gasto y, por esta vía, afectan la actividad económica, la tasa de cambio, las expectativas de inflación y, finalmente, los precios. En este contexto, la eficiencia de este canal depende, entre otros factores, del grado de sensibilidad de las tasas de corto, mediano y largo plazos a los cambios en las TPM y del tiempo que tome esta sensibilidad en materializarse.

El anterior mecanismo puede verse reforzado cuando funciona el canal de crédito. Este opera cuando los préstamos bancarios son una fuente especial o única de financiación de los agentes¹ y, cuando para los bancos, los créditos son también difícilmente sustituibles por otras inversiones. En estas circunstancias, variaciones en la TPM no solo alteran el nivel general de las tasas de interés, sino que, adicionalmente, afectan de manera especial a la oferta de crédito bancario de la economía. En consecuencia, el impacto de dichas variaciones sobre las tasas de interés de los préstamos se potencia, así como su efecto sobre la demanda agregada y, por tanto, sobre los precios.

A pesar de lo anterior, la transmisión de las variaciones de la TPM hacia las tasas de interés de depósitos y de créditos no es inmediata e involucra una incertidumbre elevada.

* Los autores pertenecen a la Sección de Estadística y al Departamento de Programación e Inflación 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 2019, del financiamiento de las empresas en moneda nacional (N) y extranjera (E), el 55,6% obedeció a préstamos con EC, el 23,8% con proveedores N o E, el 13,9% con las casas matrices y el 7,8% con bonos. En los hogares, el 93,3% del financiamiento lo realizan con EC y el restante 6,7% con cooperativas, fondos de empleados y asociaciones mutuales.

En este recuadro se presentan algunos cálculos que sugieren que, frente a lo observado desde 2003, la velocidad de transmisión del último período de reducciones de la TPM (abril a diciembre de 2020) ha sido rápida, en particular hacia las tasas de interés de depósitos y créditos preferenciales. Para tal efecto, primero se explican los principales aspectos que intervienen en el traspaso de la TPM hacia las tasas de interés de mercado y cómo el comportamiento de algunas variables que afectan los mercados de ahorro y de préstamos generan incertidumbre en su estimación. En la parte final se argumenta por qué la transmisión de la TPM puede ser asimétrica, es decir, el grado o velocidad de traspaso puede ser distinto entre episodios de aumentos o reducciones de la TPM.

1. Algunos factores que afectan la transmisión de la TPM

a. El estado de la economía y las características de los EC

La función principal de los EC es captar dinero de las familias y empresas (superavitarias) en una economía y prestarlos a aquellos agentes (deficitarios) que los requieren para consumir o invertir. En este sentido, el control y monitoreo de los distintos factores de riesgo² que enfrentan los EC busca velar tanto por la estabilidad de estas entidades como por preservar el ahorro de las familias y las empresas. Cambios significativos en la actividad económica o períodos muy volátiles afectan el nivel de riesgo que los EC perciben y, por tanto, alteran el funcionamiento del canal de crédito y la transmisión de la TPM. Por ejemplo, fuertes caídas en el producto suelen estar acompañadas de descensos en la demanda y oferta de crédito, de problemas de iliquidez o incrementos en el costo de financiamiento de los EC, de caídas en el ingreso de los agentes y aumentos en el riesgo de crédito, entre otros. En un contexto como este, la acumulación de los riesgos en los EC se traspasa a las tasas de interés de los préstamos y ralentizan la transmisión de las reducciones en la TPM. Este lento o poco traspaso también se puede dar en períodos de auge económico e incrementos de la TPM, en particular cuando coinciden con aumentos de la oferta de crédito muy superiores a la demanda.

Las características microfinancieras de los EC también podrían ser fuentes de explicación de distintas reacciones de las tasas de ahorro y crédito ante cambios en la TPM. En general, los EC pequeños y con bajos niveles de capital o liquidez enfrentan mayores restricciones al acceso de recursos y sus tasas suelen presentar menores sensibilidades a los movimientos en la TPM, particularmente en períodos de reducción de las tasas de interés.

Chavarro *et al.* (2015) utilizaron modelos de duración y de corte transversal para evaluar el efecto de variables macrofinancieras y microfinancieras sobre la transmisión de la TPM. En el primer caso, el modelo de duración evalúa la probabilidad de que la transmisión suceda en un 25%, 50%, 75% y 100% y estiman la incidencia de los factores macroeconómicos y microfinancieros sobre esta probabilidad³. Los autores hallaron que aumentos en las brechas positivas

2 Riesgo de liquidez, de contraparte, de insolvencia, de crédito, operativo, etc.

3 Definieron dos factores, el macro, que incluye la brecha del producto y la brecha inflación, y el factor micro, que incluye la información de capitalización, liquidez y tamaño de las entidades.

de inflación y producto disminuyen la probabilidad de que la transmisión suceda en créditos comerciales; para el efecto del factor micro encontraron que es negativo, pequeño y con significancia limitada para las modalidades de crédito analizadas. Con un modelo *feasible generalized least squares* (FGLS) de corte transversal, estudiaron el efecto individual del tamaño, la liquidez y la capitalización de los EC sobre la transmisión de la TPM en los créditos de consumo, comercial, ordinario y preferencial (Cuadro R1.1)⁴. Los principales resultados son: 1) en el largo plazo, la transmisión sobre las tasas de interés de todas las modalidades es completa; 2) en los créditos de consumo el tamaño de los EC es el único factor que influye en la transmisión (entidades más grandes registran mayor transmisión); 3) en los créditos preferenciales los EC con mayor nivel de capitalización fueron los que más reaccionaron al cambio de la TPM, y 4) la liquidez no hace diferencia en la transmisión para ninguna de las modalidades de crédito. Las entidades más grandes tienen menores niveles de tasas para los créditos ordinarios y de consumo; para los créditos ordinarios la liquidez impacta de manera positiva el nivel de la tasa, mientras que para las otras modalidades esta característica no tiene un efecto significativo.

Los límites a las tasas de interés de crédito

En principio, los límites a las tasas de interés de crédito buscan proteger al consumidor del cobro de una tasa excesiva, o tasa de usura. Sin embargo, críticos a estos límites argumentan que, por no resultar de un equilibrio óptimo entre la oferta y la demanda de crédito, pueden generar diferentes efectos adversos, tales como menor profundización financiera, informalidad en el mercado de préstamos de alto riesgo⁵ y rigideces en la transmisión de la TPM hacia las tasas de crédito, entre otros. Un ejercicio estadístico para Colombia muestra el efecto que tienen las tasas límite y la TPM sobre la dinámica de las tasas de interés para los diferentes plazos y modalidades de crédito. El Gráfico R1.1 muestra el porcentaje de varianza de la respectiva tasa de mercado explicado por la TPM y por la tasa límite (R^2 parcial). Se encontró un efecto significativo de los movimientos de la tasa límite sobre las tasas de microcréditos, tarjetas de crédito, préstamos hipotecarios y de consumo (menor a tres años)⁶. Por el contrario, en los créditos comerciales la influencia de las tasas de usura es muy baja y bastante menor que el aporte de la TPM⁷.

b. Las expectativas y cambios no anticipados de la TPM

En teoría, las tasas de interés de largo plazo se pueden expresar como un promedio de las tasas esperadas de corto plazo que contiene el período total de vencimiento del crédito o del depósito. De esta forma, los agentes pueden modificar, a lo largo de todo el horizonte de plazos, el nivel es-

perado de una tasa de interés de mercado ante variaciones o expectativas de cambios en la TPM. Al respecto, Cristiano *et al.* (2017) realizaron varios ejercicios econométricos para incluir el efecto de las expectativas en la transmisión de la TPM. En el primer ejercicio evalúan el efecto que tiene el componente no anticipado de cambios en la TPM⁸ sobre la transmisión a las tasas de los depósitos a término fijo (DTF) y las comerciales (ordinario y preferencial). Para el período comprendido entre octubre de 2008 y diciembre de 2020, el efecto del choque no anticipado calculado por medio de una regla de Taylor (Ψ_t)⁹ solo es significativo para las tasas preferenciales. En el choque no anticipado usando las expectativas de los agentes (Ψ_t^e)¹⁰, una decisión inesperada se transmite en el 64,6% en la tasa DTF, 76,9% en las tasas preferenciales y 61,7% en las tasas de créditos ordinarios (Cuadro R1.2).

Otros dos ejercicios se enfocan en estudiar el efecto de los choques no anticipados en las tasas de interés de captación de corto plazo (DTF o CDT a noventa días). En el primero, las variaciones mensuales de la tasa DTF se expresan como un promedio simple de los cambios de las expectativas de los agentes mes a mes de la TPM, los errores de pronóstico y las correcciones de los pronósticos¹¹. Con datos a 2020 se actualiza la estimación de este modelo. Los resultados señalan que las tasas DTF se ajustan en un 41,4% ante el cambio total esperado en la tasa de referencia mes a mes hasta su duración (cambio esperado a tres meses); mientras que las sorpresas monetarias y las correcciones que hacen los EC de sus pronósticos no tienen un efecto estadísticamente significativo sobre el comportamiento de la DTF (Cuadro R1.3). En el segundo, usando datos diarios, los autores analizan el efecto de las decisiones de política monetaria sobre la variación de las tasas de captación a noventa días, descomponiéndola en tres momentos: anticipado a un mes, anticipado a un día e inmediato (al siguiente día). Los resultados sugieren que las tasas de los CDT a noventa días se ajustan en un 63,4% con un mes de anticipación al anuncio de la JDBR, mientras que el efecto de un día antes del cambio y un día después del cambio no son significativos (Cuadro R1.4).

2. ¿Cuánto demora la transmisión de la TPM?

Los distintos factores que afectan la transmisión de la TPM explican, en gran medida, la existencia de un rezago entre el momento en que se decide modificar la TPM y su traspaso a las tasas de interés de mercado. Esto ha sido analizado en varios estudios en Colombia, en donde encuentran que existe una relación de largo plazo entre la TPM y las tasas de interés de ahorro y crédito, pero su traspaso puede ser in-

4 Para detalles de la metodología véase Chavarro *et al.* (2015).

5 La demanda de crédito en los mercados de préstamos de alto riesgo, a tasas superiores a la usura, suele ser atendida por agentes no vigilados.

6 Solo para algunos plazos de tarjeta de crédito y microcréditos y algunos tipos de crédito en el caso de adquisición de vivienda se encontraron relaciones de cointegración entre la tasa de mercado, la TPM y la respectiva tasa límite. Para consumo y créditos comerciales ordinarios y preferenciales sí se encontraron relaciones de largo plazo entre estas tasas.

7 Para más detalles de la metodología véase Chavarro *et al.* (2015).

8 Estos choques no anticipados se definen como los errores de pronósticos que tuvieron los agentes al proyectar los cambios en la TPM y se calculan con dos metodologías: una regla de Taylor y usando las expectativas de los agentes.

9 La regla considera la brecha del producto, la desviación de la inflación respecto a la meta, la inflación de Estados Unidos, la depreciación nominal y el índice de confianza al consumidor: $TPM_t = f(GAP, (\pi - Meta), TPM, Inf_{usa}, \Delta TC, ICC)_{t-p} + \Psi_t$.

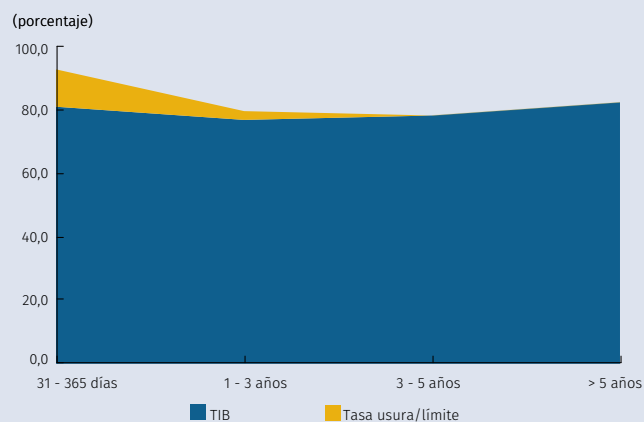
10 Utiliza los resultados de la encuesta mensual de expectativas de analistas económicos (EME), $\Psi_t^e = TPM - E_{t-1}(TPM)$.

11 Para detalles de la metodología véase Cristiano *et al.* (2017).

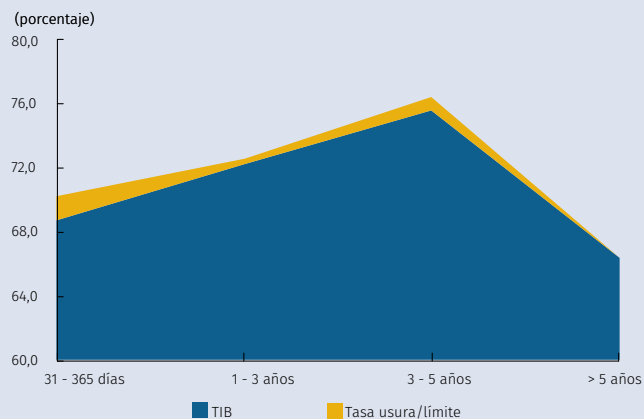
Gráfico R1.1

Contribución de la tasa de política y la tasa límite o de usura a la variación de las tasas de interés por modalidad de crédito, plazos y tipo

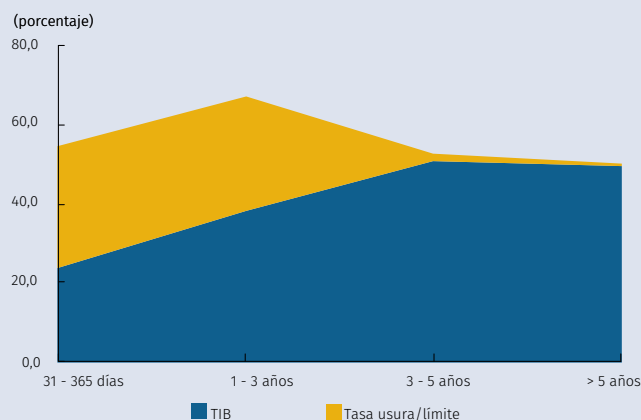
A. Preferencial



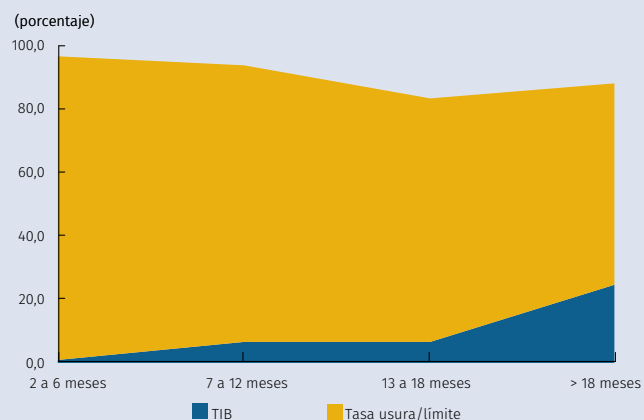
B. Ordinario



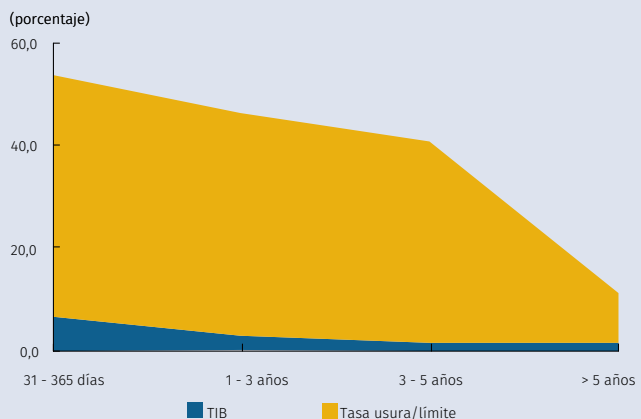
C. Consumo



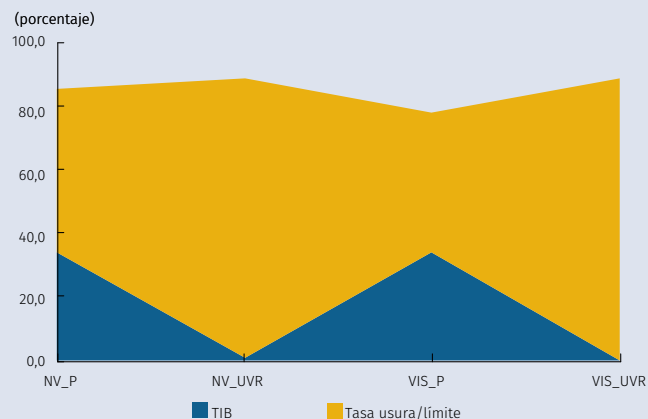
D. Tarjeta de crédito^{a/}



D. Microcrédito^{a/}



E. Adquisición de vivienda



NV_P: tasa de interés de adquisición de vivienda diferente de VIS en pesos.

NV_UVR: tasa de interés de adquisición de vivienda diferente de VIS en Unidades de Valor Real (UVR).

VIS_P: tasa de interés de adquisición de vivienda VIS en pesos.

VIS_UVR: tasa de interés de adquisición de vivienda VIS en UVR.

a/ No se encontró una relación estable de largo plazo entre las tasas de tarjeta de crédito y microcrédito con la tasa de política monetaria (TPM) y la respectiva tasa de usura. Por tanto hay que interpretar estos resultados con cautela.

Fuentes: Chavarro *et al.* (2015); Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República; cálculos de los autores; muestra mayo de 2002 a diciembre de 2020.

Cuadro R1.1
Coeficientes estimados y variables de control para la TIB según un modelo FGLS (2003-2020)

	Consumo	Ordinario	Preferencial
Interacciones			
TIB*Tamaño	1,896***		
TIB*Capitalización			1,532***
Efecto acumulado			
TIB	1,015***	1,120***	1,006***
Tamaño	-0,111***	-0,115***	0,040**
Capitalización	0,023**		-0,067
Liquidez		0,019**	0,002

Nota: * Significativo al 10%, ** significativo al 5%, *** significativo al 1%.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República; cálculos de los autores; período analizado 2003 a 2020.

Cuadro R1.2
Efecto del choque no anticipado en la TPM sobre el cambio en las tasas de mercado

	Modelo Ψ	Modelo Ψ'
DTF	0,146	0,646***
Preferencial	0,227*	0,769***
Ordinario	0,134	0,617***

Nota: * Significativo al 10%, ** significativo al 5%, *** significativo al 1%.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República; cálculos de los autores; período analizado octubre 2008 a diciembre de 2020.

Cuadro R1.3
DTF: efecto de choques no anticipados según las expectativas de corto plazo

	Coefficiente
Sorpesa	0,042
Corrección	0,197
Cambio esperado a 3 meses	0,414***

Nota: * Significativo al 10%, ** significativo al 5%, *** significativo al 1%.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República; cálculos de los autores; período analizado octubre 2008 a diciembre de 2020.

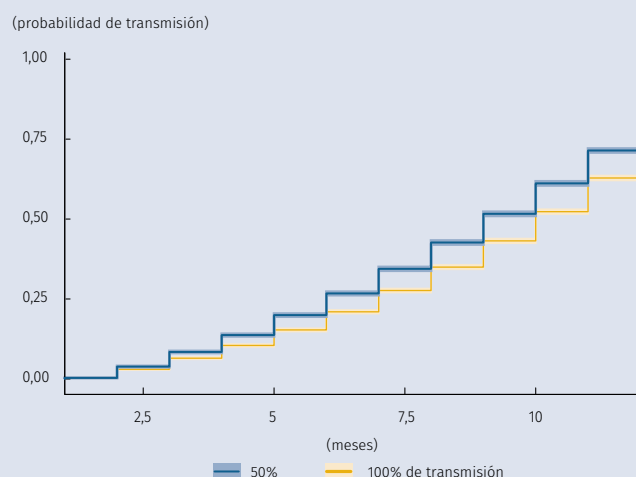
Cuadro R1.4
CDT 90 días: efectos de cambios anticipados (un mes antes), un día antes e inmediato

	Coefficiente
Anticipado	0,634***
Un día antes	-0,158*
Inmediato	0,142
Efecto total	0,619***

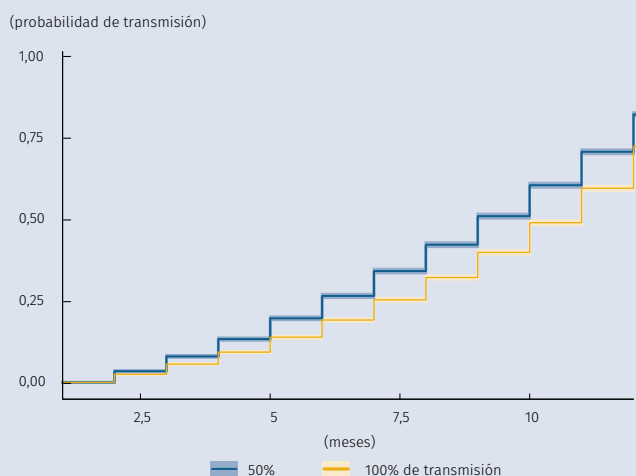
Nota: *Significativo al 10%, ** significativo al 5%, *** significativo al 1%.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República; cálculos de los autores; período analizado mayo de 2002 a diciembre de 2020.

Gráfico R1.2
Caracterización de la probabilidad de transmisión del 50% y del 100% del cambio de la TPM a las tasas de mercado

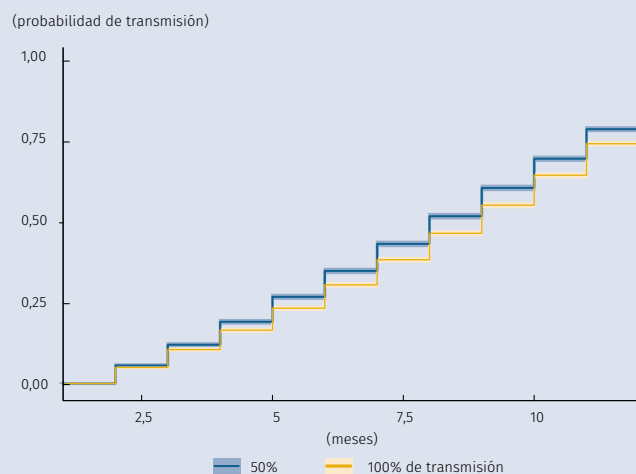
A. Consumo



B. Ordinario



C. Preferencial



Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República; cálculos de los autores; período analizado 2003 a 2020.

completo en el corto plazo¹². En términos generales, el tiempo estimado de una transmisión completa tiene bastante incertidumbre e involucra un rango amplio. Factores como la duración del período de subida o bajada, la magnitud de los cambios, y las metodologías de las estimaciones influyen en el tiempo que demora la transmisión. En el Gráfico R1.2 se muestra la probabilidad de que se presente una transmisión del 50 % o del 100 % del cambio de la TPM a las tasas de consumo, ordinario y preferencial. En ambos casos, exigiendo el 50 % o 100 % de transmisión, hay un comportamiento creciente en todas las modalidades, lo cual indica que las tasas de mercado requieren cierto tiempo para absorber los choques completos de la TPM. Se destaca la mayor probabilidad de transmisión en las tasas preferenciales, con probabilidad similar en los escenarios del 50 % y 100 % de absorción del choque.

Otra forma descriptiva de analizar la transmisión es mediante el *índice* de sensibilidad¹³, que contrasta, para cada período de aumento o reducción de la TPM, el cambio acumulado de una tasa de mercado frente al cambio acumulado de la TPM. Con esto se analiza el tiempo que han tardado las entidades financieras en transmitir la postura de la TPM en cada escenario completo de aumento o reducción de tasas; la magnitud de los ajustes en relación con los cambios en la TPM y las modalidades de crédito que presentan mayor y menor reacción¹⁴. Los resultados para el período 2003 y 2020 muestran que la transmisión toma tiempo y difiere según las distintas modalidades. En ese período, para alcanzar el 90 % de sensibilidad, las tasas de CDT requieren, en promedio, cerca de año y medio, y la transmisión es más rápida hacia las captaciones realizadas mediante tesorcerías que las obtenidas por oficinas (Cuadro R1.5). En las tasas de crédito, la media y la desviación estándar del indicador sugieren que las modalidades que primero alcanzan el 90 % de la transmisión y con menor incertidumbre son, en su orden, las tasas de interés de créditos preferenciales, ordinarios, de consumo, microcréditos y de vivienda. Los resultados también sugieren que, en la última fase de reducciones de la TPM, abril a diciembre de 2020, la transmisión hacia las tasas de interés de depósitos (siete meses) y créditos preferenciales (seis meses) ha sido más rápida que su promedio histórico. A finales de 2020 las otras modalidades también registraban un buen ritmo de sensibilidad: ordinario (84 %), consumo (67 %) e hipotecario (35 %) (Gráfico R1.3).

En el estudio econométrico más reciente, Galindo *et al.* (2020) evaluaron la relación de largo y corto plazos entre la TPM y las tasas de mercado, y encontraron que la transmisión hacia las tasas de depósitos puede durar alrededor de año y medio, y hacia las de crédito entre uno y algo más de dos años, dependiendo de la modalidad. Dentro de estas últimas, la transmisión hacia las tasas comerciales (preferencial y ordinarios) suelen estar en la parte inferior de ese rango, y las de consumo en la parte superior; las más lentas en reaccionar son las tasas de interés de microcréditos y de vivienda. Al analizar la duración en la transmisión de la TPM, encontraron que la transmisión del 90 % de un cambio en

la TPM: 1) es casi completa en las tasas de captación y tarda aproximadamente 11 meses; 2) es completa en la tasa total de crédito y requiere alrededor de 17 meses, y 3) presenta un traspaso más rápido hacia las tasas de interés de créditos comerciales preferenciales (14 meses) y comerciales ordinarios (23 meses) frente a las tasas de interés de préstamos de consumo (34 meses).

3. ¿La transmisión de la TPM es simétrica?

Varios estudios han encontrado diferencias en la transmisión y velocidad de ajuste de las tasas de mercado ante reducciones o incrementos en la TPM. Por ejemplo, Borio y Fritz (1995), al analizar datos de los países de la OCDE, encontraron que el ajuste de las tasas de mercado es más lento en respuesta a la reducción en la TPM si se compara con un aumento. Un argumento para que esto suceda es que durante las recesiones el riesgo y las exigencias para otorgar crédito aumentan, los solicitantes de préstamos acuden a oferentes con los cuales tienen relaciones más estrechas y, en este contexto, una reducción en la TPM lleva a un pequeño ajuste de equilibrio de las tasas de interés de mercado. La asimetría en la transmisión podría darse en la dirección opuesta debido a la presencia de problemas de selección adversa y asimetrías de información en el mercado de crédito. En tales casos, para evitar un aumento en el riesgo de crédito, los EC pueden decidir no transmitir completamente el alza en la TPM a sus clientes, puesto que esto podría elevar la probabilidad de impagos y deteriorar la calidad de su cartera. Este problema se materializaría cuando hay aumentos en las tasas, pero no cuando hay reducciones. Adicionalmente, De Bondt (2005) encontró que en mercados competitivos aumentar la tasa de mercado puede generar pérdidas de clientes a favor de los competidores y reflejarse en rigideces de la tasa de interés. En la práctica, ambos tipos de asimetría se pueden observar en una economía y puede ser diferente para las distintas tasas de interés de ahorro y de crédito.

Para Colombia, Galindo *et al.* (2020) utilizaron la metodología propuesta por Shin (2014) para estimar simultáneamente asimetrías de corto y largo plazos, basada en un esquema de cointegración, empleando modelos no lineales de rezagos distribuidos (NARDL, por su sigla en inglés). Los autores encuentran, para el período comprendido entre mayo de 2002 y agosto de 2020, algunas asimetrías en el largo plazo, pero no en el corto plazo. En particular, encontraron simetría en la respuesta de la tasa agregada de préstamos y la de créditos comerciales preferenciales. Por su parte, las tasas de créditos de consumo y ordinarios reaccionan más a reducciones en la TPM que a incrementos. Las tasas de interés de los depósitos responden más a las alzas que a las reducciones en la TPM. Así, estos resultados sugieren que la política monetaria puede ser más efectiva cuando es expansionista que cuando es contraccionista.

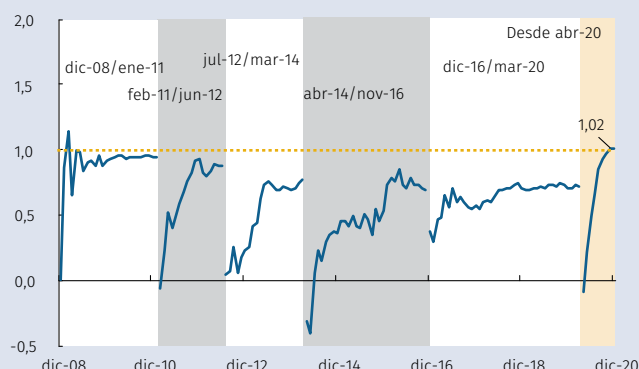
12 Véanse Julio (2001), Huertas *et al.* (2005), Betancourt *et al.* (2006), Vargas *et al.* (2010), Chavarro *et al.* (2015).

13 Véanse los detalles de la metodología en Chavarro *et al.* (2015)

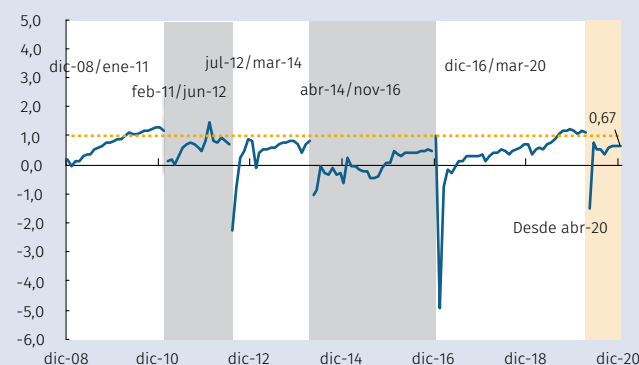
14 Valores negativos indican una sensibilidad contraria, entre 0 y 1 baja sensibilidad (menos que proporcional), igual a 1 transmisión completa y mayor que 1 sugiere una alta sensibilidad (más que proporcional).

Gráfico R1.3
Índice de sensibilidad de las tasas de interés de mercado frente a la TPM

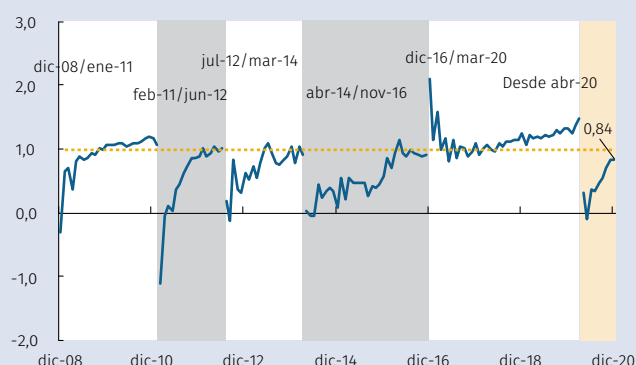
A. DTF



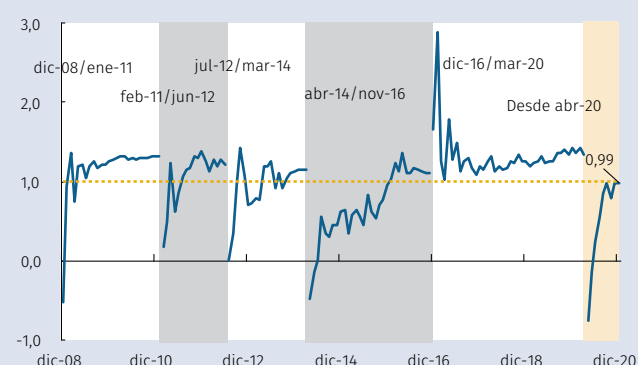
B. Consumo



C. Ordinario



D. Preferencial



Nota: Índice de sensibilidad (IS) corresponde al cambio acumulado de una tasa de mercado como proporción del cambio acumulado en la TPM, para cada periodo de subida o bajada de la TPM. Un IS<0 significa una reacción contraria a la TPM; 0<IS<1 baja sensibilidad a la TPM (menos que proporcional); IS=1 transmisión completa de la TPM; IS>1 alta sensibilidad a la TPM (más que proporcional). Las franjas blancas corresponden a periodos de reducciones en la TPM, las grises a incremento en la TPM, y la amarilla a la última fase de reducción de TPM (abril a diciembre de 2020).

Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República; cálculos de los autores.

Cuadro R1.5
Índice de sensibilidad de las tasas de ahorro y crédito a los cambios en la TPM

Tipo	Modalidad	Meses promedio para alcanzar el 90% del cambio		
		abr/2020 a dic/2020	ene/2003 a dic/2020 Promedio	Desviación estándar
Captación	CDT total	7	17	11
	CDT < 6 meses	5	19	11
	DTF (3 meses)	5	18	11
	CDT entre 6 y 12 meses	5	18	10
	CDT > 12 meses	4	8	8
	CDT tesorería	4	9	7
	CDT oficina	7	22	10
Colocación hogares	Consumo	*	17	10
	Hipotecario (No VIS)	*	20	12
	Tarjeta de crédito	1 **	15	8
Colocación empresas	Ordinario	*	13	9
	Preferenciales	6	8	7
	Microcrédito	1 **	17	11
	Construcción vivienda No VIS	*	16	9

* No se ha alcanzado el 90%

** En estos casos la reacción se explica por efectos de recomposición de tasas más que por una rápida transmisión de la TPM. En ese sentido debe considerarse como un hecho atípico.

Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República; cálculos de los autores; período analizado 2003 a 2020.

Referencias

- Betancourt, R.; Vargas, H.; Rodríguez, N. (2006). "Interest Rate Pass-Through In Colombia: A Micro-Banking Perspective", Borradores de Economía, núm. 407, Banco de la República.
- Borio, C.; Fritz, W. (1995). "The Response of Short-term Bank Lending Rates to Policy Rates: A Cross- Country Perspective", Working Paper, núm. 27, BIS, Monetary and Economic Department.
- Chavarro, X.; Cristiano, D.; Gómez, J.; González, E.; Huertas, C. (2015). "Evaluación de la transmisión de la tasa de interés de referencia a las tasas de interés del sistema financiero", Borradores de Economía, núm. 874, Banco de la República de Colombia.
- Cristiano, D.; González, E.; Huertas, C. (2017). "Evaluación de la transmisión de la tasa de interés de referencia a las tasas de interés del sistema financiero considerando las expectativas de los agentes", Borradores de Economía, núm. 988, Banco de la República de Colombia.
- De Bondt, G. (2005). "Interest Rate Pass-through: Empirical Results for the Euro Area", *German Economic Review*, vol. 6, pp. 37-78.
- Galindo, A.; Steiner, R. (2020). "Asymmetric Interest Rate Transmission in an Inflation Targeting Framework: The Case of Colombia", Borradores de Economía, núm. 1138, Banco de la República de Colombia.
- Huertas, C.; Jalil, M.; Olarte, S.; Romero, J. (2005). "Algunas consideraciones sobre el canal del crédito y la transmisión de tasas de interés en Colombia", Borradores de Economía, núm. 351, Banco de la República de Colombia.
- Julio, J. (2001). "Relación entre la tasa de intervención del Banco de la República y las tasas del mercado: una exploración empírica", Borradores de Economía, núm. 188, Banco de la República de Colombia.
- Vargas, H.; Hamann, F.; González, A. (2010). "Efectos de la política monetaria sobre las tasas de interés de los créditos hipotecarios en Colombia", Borradores de Economía, núm. 592, Banco de la República de Colombia.

Recuadro 2 Análisis de las expectativas macroeconómicas implícitas en los instrumentos del mercado financiero

Hernando Vargas
Alexander Guarín
Anderson Grajales-Olarte
Jonathan Muñoz*

En este recuadro se analizan las expectativas macroeconómicas subyacentes en la información del mercado financiero. Esta nota complementa el estudio presentado en el *Informe de Política Monetaria* de enero de 2021¹, el cual versó sobre las respuestas de la *Encuesta mensual de expectativas de analistas económicos*.

Como se indicó en el informe anterior, las expectativas de variables como la inflación y la tasa de interés de política no son observables y, por tanto, su seguimiento y análisis deben basarse en inferencias que se hagan a partir de variables observadas. Los ejercicios que faciliten dichas inferencias son muy importantes para el banco central, porque las expectativas mencionadas aportan señales sobre el comportamiento presente y futuro de los agentes, permitiendo juzgar el estado actual de la economía, así como sus perspectivas. También ofrecen un referente para contrastar los pronósticos del banco central, guiar su comunicación y enfocar sus acciones.

Las expectativas implícitas en la valoración de instrumentos financieros tienen varias características deseables. Por ejemplo, están disponibles con frecuencia diaria para múltiples horizontes, incluyendo el largo plazo (v. g.: cinco y diez años). Sin embargo, estas medidas son una estimación indirecta de las expectativas y, por ende, una aproximación, cuya verdadera señal podría estar afectada por factores como la liquidez del mercado.

Dada la importancia de las expectativas dentro del análisis económico, el Banco monitorea la tasa de interés de política esperada y las expectativas de inflación subyacentes en los

precios de los TES². Este Recuadro ofrece un análisis de estas expectativas, e investiga si existe una relación empírica de largo plazo entre ellas.

A continuación, se presenta una caracterización de estas variables con información histórica disponible entre enero de 2006 y marzo de 2021.

1. Expectativas de inflación

Las tasas *Break-Even Inflation (BEI)* son usadas como proxy de las expectativas de inflación implícitas en la valoración de instrumentos financieros. Estas tasas reflejan la inflación promedio esperada por los agentes del mercado que invierten sus recursos en estos títulos.

En términos intuitivos, la tasa *break even inflation (BEI)* se define como la diferencia entre el rendimiento de bonos con una tasa nominal y bonos con una tasa real (v. g.: bonos indexados a la inflación), con el mismo vencimiento y calidad crediticia. Por tanto, las tasas BEI son en realidad una medida de compensación por inflación, que además de las expectativas, incluye una prima por riesgo inflacionario, y otra por riesgo de liquidez asociada con las condiciones de mercado. No obstante, Espinosa *et al.* (2015) señalan que, en el caso colombiano, esta última es relativamente pequeña frente a la inflación esperada—el cálculo de la tasa BEI se precisa en el Anexo R2.1A—.

El Banco, en su ejercicio de diagnóstico y pronóstico macroeconómico, también hace seguimiento a las tasas *forward BEI (FBEI)*. Estas permiten analizar las expectativas de inflación del mercado financiero una vez se han diluido los efectos de corto plazo de choques transitorios. Por ejemplo, la tasa FBEI de 2-3 años refleja la inflación promedio esperada a lo largo de un período de tres años que inicia después de dos años, removiendo del análisis de mediano plazo las expectativas de inflación de los dos primeros años —en el Anexo R2.1B se detalla el cálculo de estas tasas—.

El panel A del Gráfico R2.1 ilustra las tasas BEI para horizontes a uno, dos, cinco y diez años. Estas tasas se construyen con información de la estructura a plazos de las tasas de rendimiento de los bonos TES Pesos y TES UVR emitidos por el gobierno colombiano.

Las expectativas de inflación siguen el nivel y la dinámica de la inflación observada, especialmente a uno y dos años. Su estructura a plazos aumenta con el horizonte de tiempo, mientras su volatilidad se reduce. No obstante, esta estructura se invirtió entre 2006 y 2008, y entre los años 2016 y 2017. El primer período, caracterizado por fuertes presiones de demanda, y el segundo, por choques de oferta asociados con el fenómeno de El Niño.

En 2009 la inflación esperada por el mercado financiero cayó de forma estructural, acorde con la reducción de la inflación observada en Colombia a partir de ese año. Entre 2006 y 2009 las expectativas de inflación para el conjunto de plazos analizados estuvieron alrededor del 4,8 %, mientras que para el período 2010-2019 ese promedio se redujo al 3,5 %.

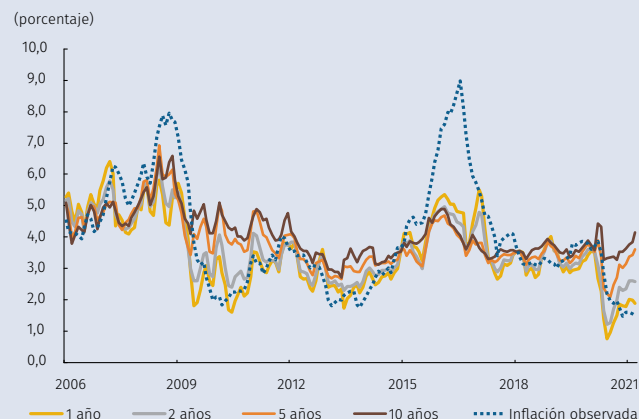
* Los autores pertenecen a la Gerencia Técnica y al Departamento de Modelos Macroeconómicos del Banco de la República; las opiniones son de su exclusiva responsabilidad y no reflejan necesariamente las del Banco de la República ni la de su Junta Directiva.

1 <https://www.banrep.gov.co/es/informe-politica-monetaria-enero-2021-0>

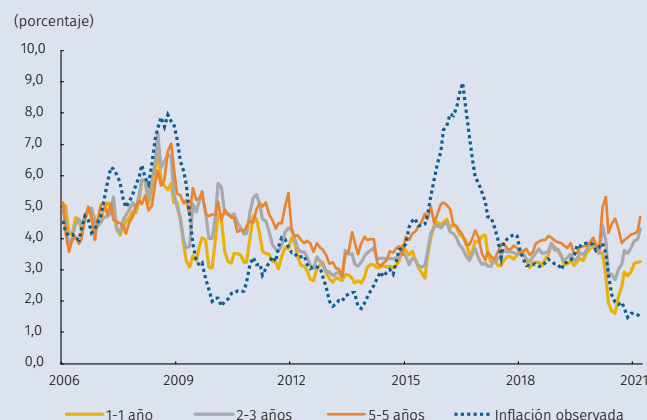
2 Los TES son instrumentos de deuda (v.g. bonos) emitidos por el gobierno colombiano.

Gráfico R2.1
Expectativas de la inflación anual
(enero de 2006 – marzo de 2021)

A. Tasas BEI



B. Tasas FBEI



Fuente: Banco de la República.

Sin embargo, las diferencias entre las tasas esperadas de corto y largo plazos aumentaron, siendo relativamente amplias en los periodos posteriores a la crisis financiera global (GFC), entre 2010 y 2011, y al *tapering* en 2013.

En el periodo Covid las expectativas de inflación cayeron a sus mínimos históricos, y las diferencias entre plazos se ampliaron. Los datos a marzo de 2021 ilustran un repunte de la inflación esperada, y para los horizontes a cinco y diez años se encuentra por encima de su nivel prepandemia.

El panel B del Gráfico R2.1 presenta la evolución de las tasas FBEI 1-1, 2-3 y 5-5 años. El nivel de las expectativas de mediano y largo plazos es más alto después de limpiar los efectos de choques transitorios en horizontes cercanos. Durante la pandemia la inflación esperada por el mercado financiero en el corto y mediano plazos cayeron, pero con datos recientes señalan aumentos rápidos de la inflación en los horizontes más largos.

2. Tasa de interés de política monetaria esperada

El Banco también extrae información de la reacción de política esperada por el mercado financiero que está implícita en el precio de los TES.

Siguiendo la teoría de las expectativas de la tasa de interés, la expectativa de la tasa de interés de política esperada (IPE) a un determinado plazo es aproximadamente la suma de la senda futura esperada de las tasas de política un período adelante en el mismo horizonte de tiempo. La tasa IPE también podría ser estimada como la diferencia entre la tasa de rendimiento de los TES y la prima por plazo. Esta última es la compensación requerida por los inversionistas por asumir el riesgo de colocar sus recursos en bonos a un vencimiento específico. La tasa de los TES es observada en el mercado, mientras que la prima es estimada siguiendo a Espinosa *et al.* (2014). La derivación de la tasa IPE se presenta en el Anexo R2.2A.

Como en el caso de las tasas FBEI en el contexto de las expectativas de inflación, es posible monitorear la tasa de interés de política esperada forward (IPEF) para estudiar la reacción de política esperada por el mercado financiero en el mediano y largo plazos, una vez se diluye el impacto de choques transitorios en la economía. Por ejemplo, la tasa IPEF 5-5 años es una *proxy* de la tasa de política promedio esperada a lo largo de un periodo de cinco años que inicia después de cinco años. El cálculo de las tasas IPEF se presenta en el Anexo R2.2B.

El panel A del Gráfico R2.2 muestra la estructura a plazos de las tasas IPE para los mismos horizontes y periodos definidos para las tasas BEI. La estructura no tiene una pendiente claramente definida. Su dirección dependió de los choques que afrontó la economía en cada periodo. Por ejemplo, entre 2006 y 2008, y entre finales de 2015 e inicios de 2017, la pendiente fue negativa, reflejando que el mercado financiero esperaba una tasa de interés de política más alta en el corto que en el largo plazo. En el primer periodo se presentaron fuertes presiones de demanda, y en el segundo se registraron choques de oferta sobre las distintas canastas del IPC, particularmente la de alimentos. Ambos periodos estuvieron caracterizados por el aumento de las expectativas de inflación, y de la tasa de política monetaria.

Como en el caso de las expectativas de inflación, la estructura a plazos de las tasas IPE registró un cambio de nivel en 2009, acorde con la reducción de la inflación observada. En el periodo 2006-2009 el promedio de las tasas IPE para los horizontes analizados estuvo alrededor del 7,3%, mientras que entre 2010 y 2019 osciló alrededor del 4,4%, y la volatilidad fue mucho menor.

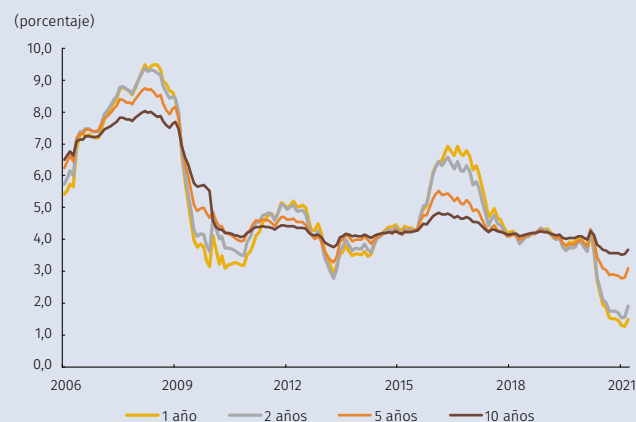
En el periodo Covid las expectativas del mercado financiero sobre la tasa de interés de política para los distintos plazos cayó rápidamente debido a los efectos esperados de la pandemia sobre la actividad económica y los precios. Los datos a marzo de 2021 evidencian un cambio de tendencia de las expectativas sobre esta tasa para los diferentes horizontes considerados.

El panel B del Gráfico R2.2 ilustra la dinámica de las tasas IPEF 1-1, 2-3 y 5-5 años adelante. Estas tasas son usadas como *proxy* de las expectativas de mediano y largo plazos de la reacción de política monetaria, una vez se retiran los movimientos esperados en el horizonte más cercano. La estructura a plazos de las tasas IPEF también ilustra la caída estructural en las expectativas de la tasa de interés de política en 2009, y su pendiente dependió de los choques que recibió la economía a lo largo del periodo considerado.

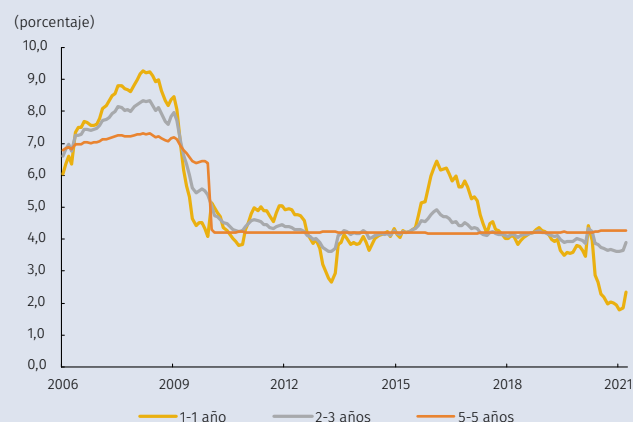
La tasa IPEF 5-5 años refleja la expectativa de largo plazo del mercado financiero sobre la tasa de política monetaria. En

Gráfico R2.2
Tasa de interés de política esperada
(enero de 2006 a marzo de 2021)

A. Tasa IPE



B. Tasa IPEF



Fuente: Banco de la República.

promedio, esta tasa se ubicó alrededor del 4,4% entre 2010 y 2019, y desde inicios de la pandemia se redujo al 4,2%.

3. Relación entre las tasas de interés de política esperadas y las expectativas de inflación

En esta sección se estudia la relación empírica de largo plazo entre las expectativas macroeconómicas subyacentes en la valoración de los TES efectuada por el mercado financiero.

Para desarrollar este análisis se plantea una regresión de cointegración definida por

$$i_t^{pe,m} = \mu + \gamma \pi_t^{e,m} + \varepsilon_t \quad (1)$$

donde $i_t^{pe,m}$ y $\pi_t^{e,m}$ representan la tasa de interés de política esperada y las expectativas de inflación anual para un horizonte m^3 ; ε_t corresponde al término de error; μ es una cons-

tante de la regresión, y γ denota la relación de equilibrio de largo plazo.

El Cuadro R2.1 presenta los resultados del análisis de cointegración entre las expectativas de la tasa de interés de política y de inflación definida por la ecuación (1). En cada panel se presentan los resultados de la prueba de Johansen, que evalúa estadísticamente la existencia de una relación de largo plazo entre dos variables, y el valor estimado de γ , el cual ofrece una cuantificación de esa relación. En el Cuadro R2.1, panel A, se estima la relación entre la tasa IPE y la tasa BEI para los plazos a dos, cinco y diez años, mientras que en el panel B se consideran las tasas IPEF y FBEI para los horizontes 1-1, 2-3 y 5-5 años. En ambos ejercicios se usan datos con frecuencia mensual entre enero de 2006 y marzo de 2021.

Los resultados de la prueba de Johansen, en los paneles A y B, no permiten rechazar la hipótesis nula, señalando estadísticamente la existencia de una relación sistemática entre movimientos de la tasa de interés de política esperada y las expectativas de inflación para los distintos horizontes y conjuntos de información considerados.

En cada uno de los ejercicios realizados el coeficiente estimado para γ es positivo, mayor que 1 y significativo estadísticamente. Estos resultados indican que cuando el mercado financiero tiene mayores expectativas de inflación, también espera que el Banco de la República aumente la tasa de interés de política, y que este aumento sea mayor que el de la inflación esperada. No obstante, los agentes del mercado financiero también esperan que esta reacción de política sea más fuerte en el corto plazo que en el largo plazo.

En conclusión, y de forma similar a lo encontrado con la información de la *Encuesta mensual de expectativas*⁴ en el *Informe de Política Monetaria* de enero de 2021, las tasas de interés de política esperadas que se derivan de los instrumentos del mercado financiero muestran una relación positiva y significativa frente a las expectativas de inflación a diferentes plazos.

Referencias

- Espinosa, J. A.; Melo, L. F.; Moreno, J. F. (2015). "Expectativas de inflación, prima de riesgo inflacionario y prima de liquidez: una descomposición del break-even inflation para los bonos del gobierno colombiano", Borradores de Economía, núm. 903, Banco de la República.
- Espinosa, J. A.; Melo, L. F.; Moreno, J. F. (2014). "Estimación de la prima por vencimiento de los TES en pesos del gobierno colombiano", Borradores de Economía, núm. 854, Banco de la República.

3 Para las tasas BEI y IPE es el plazo a n años en las definiciones presentadas en los Anexos R2.1A y R2.2A. En el caso de las tasas FBEI y IPEF, corresponde al plazo a-b años de las formulas de los Anexos R2.1B y R2.2B.

4 www.banrep.gov.co/es/resultados-mensuales-expectativas-analistas-economicos

Cuadro R2.1.

Estimación de la relación de largo plazo entre las expectativas de la tasa de interés de política y de inflación

A. Análisis de cointegración entre la tasa IPE y la BEI

Plazo	2 años	5 años	10 años
Test de Johansen †			
# Relaciones de largo plazo			
0	0,00	0,00	0,01
1	0,36	0,29	0,13
Regresión de Cointegración			
γ	1,896*** (0,11)	1,83*** (0,14)	1,645*** (0,18)
μ	-0,018*** (0,004)	-0,02*** (0,005)	-0,017** (0,007)

B. Análisis de cointegración entre la tasa IPEF y la FBEI

Plazo	1-1 año	2-3 años	5-5 años
Test de Johansen †			
# Relaciones de largo plazo			
0	0,00	0,00	0,03
1	0,48	0,16	0,25
Regresión de Cointegración			
γ	2,091*** (0,13)	1,467*** (0,17)	1,175*** (0,22)
μ	-0,027*** (0,005)	-0,008 (0,007)	-0,001 (0,009)

Nota: *, **, *** Significativo al 10%, 5% y 1%, respectivamente.

Valores en paréntesis corresponden a desviaciones estándar.

† Se muestran los *p-values* del Test de Johansen, cuya hipótesis nula contrasta la existencia de *N* ecuaciones de cointegración.

Fuente: Banco de la República.

Anexo R2.1

En este anexo se presentan los detalles técnicos del cálculo de la tasa BEI y FBEI:

A. Tasa *break-even inflation* (BEI)

La tasa BEI $\pi_t^{e,n}$ en el tiempo *t* al plazo *n* años, se define como:

$$\pi_t^{e,n} = \frac{(1 + i_t^n)}{(1 + r_t^n)} - 1$$

donde i_t^n y r_t^n corresponden a los rendimientos de un bono con tasa nominal (v. g.: TES pesos) y un bono con tasa real (v. g.: TES UVR), respectivamente. Los bonos tienen el mismo plazo a *n* años, y la misma calidad crediticia. La tasa BEI $\pi_t^{e,n}$ refleja la inflación promedio esperada a lo largo de los siguientes *n* años.

B. Tasa *forward break-even inflation* (FBEI)

La tasa FBEI $\pi_t^{e,a-b}$ en el tiempo *t* al plazo *a-b* años, representa la expectativa de inflación promedio a lo largo de un período de *b* años que inicia después de *a* años. La tasa FBEI $\pi_t^{e,a-b}$ está dada por:

$$\pi_t^{e,a-b} = \left[\frac{(1 + \pi_t^{e,n})^n}{(1 + \pi_t^{e,a})^a} \right]^{\frac{1}{b}} - 1$$

donde $\pi_t^{e,a}$ y $\pi_t^{e,n}$ corresponden a las tasas BEI a los plazos *a* y *n* años, donde $n = a + b$.

Anexo R2.2

En este anexo se presentan los detalles técnicos del cálculo de la tasa IPE y IPEF:

A. Tasa de interés de política esperada (IPE)

Bajo la teoría de las expectativas de la tasa de interés, la tasa de interés del mercado de un bono i_t^n al plazo n en el tiempo t es aproximada como:

$$i_t^n = \mathbb{E}_t \sum_{i=0}^{n-1} i_{t+i}^{pe} + \tau_t^n \quad (1)$$

donde $\mathbb{E}_t \sum_{i=0}^{n-1} i_{t+i}^{pe}$ es la suma de la senda futura esperada de las tasas de política un período adelante i_t^{pe} en el mismo horizonte de tiempo, y τ_t^n es la prima de plazo.

La tasa IPE $i_t^{pe,n}$ en el tiempo t al plazo n está dada por:

$$i_t^{pe,n} = \mathbb{E}_t \sum_{i=0}^{n-1} i_{t+i}^{pe} \quad (2)$$

Al sustituir la ecuación (2) en (1), la tasa IPE $i_t^{pe,n}$ también se puede escribir como:

$$i_t^{pe,n} = i_t^n - \tau_t^n$$

La tasa IPE $i_t^{pe,n}$ refleja la tasa de interés de política esperada a lo largo de los siguientes n años.

B. Tasa de interés de política esperada *Forward* (IPEF)

La tasa IPEF $i_t^{pe,a-b}$ en el tiempo t al plazo $a-b$ años representa la tasa de interés de política esperada a lo largo de un período de b años que inicia después de a años. La tasa IPEF $i_t^{pe,a-b}$ está dada por:

$$i_t^{pe,a-b} = \left[\frac{(1 + i_t^{pe,n})^n}{(1 + i_t^{pe,a})^a} \right]^{\frac{1}{b}} - 1$$

donde $i_t^{pe,a}$ y $i_t^{pe,n}$ son las tasas IPE a los plazos a y n años, donde $n = a + b$.

Anexo 1

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

	Unidades	Abr-21	Dic-21	Abr-22	Dic-22	Abr-23
IPC Total	Variación mensual (media)	0,34	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
IPC sin alimentos	Variación mensual (media)	0,22	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
IPC Total	Variación anual (media), fin de período	1.69 ^{c/}	2,84	2,92	3,12	3,12
IPC sin alimentos	Variación anual (media), fin de período	1.48 ^{c/}	2,53	2,70	2,90	2,89
Tasa de cambio nominal	Pesos por dólar, fin de período	3.650	3.517	3.500	3.456	3.450
Tasa de política	Porcentaje, fin del período	1,75	1,75	2,25	3,00	3,25

	Unidades	I-2021	II-2021	III-2021	IV-2021	2021	I-2022	II-2022	III-2022	IV-2022	2022	I-2023
PIB	Variación anual, serie original	-1,9	13,4	6,0	3,0	4,8	3,7	3,5	3,5	3,4	3,6	n. d.
Desempleo	13 ciudades, promedio del trimestre	16,6	15,0	15,1	14,0	n. d.	13,7	13,3	13,2	12,9	n. d.	n. d.
IBR (90 días)	Tasa efectiva anual, fin de período	n. a.	1,8	1,8	2,0	n. d.	2,3	2,5	2,8	3,0	n. d.	3,4
DTF	Tasa efectiva anual, fin de período	n. a.	1,8	1,8	2,0	n. d.	2,2	2,5	2,6	2,8	n. d.	3,0
Deficit Fiscal (GNC)	Proporción del PIB	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	-8,6	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	-6,1	n. d.
Deficit Cuenta Corriente	Proporción del PIB	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	-3,6	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	-3,7	n. d.

a/ A partir de Informe de Política Monetaria de julio de 2020 se suspendió 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: Encuesta Mensual de Expectativas de Analistas Económicos del Banco de la República (aplicada en abril de 2021)

Anexo 2

Principales variables del pronóstico macroeconómico

		Años										
		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Variables exógenas												
Externas ^{a/}												
PIB socios comerciales ^{b/}	Porcentaje, variación anual, corregido por estacionalidad	4,0	3,6	2,8	2,1	1,6	2,6	2,5	1,4	-6,7	5,2	3,4
Precio del petróleo (referencia Brent)	Dólares por barril, promedio del período	112	109	99	54	45	55	72	64	43	61	60
Tasa de interés efectiva de fondos federales (Fed)	Porcentaje, promedio del período	0,14	0,11	0,09	0,13	0,40	1,00	1,83	2,16	0,38	0,11	0,13
Credit default swaps a 5 años para Colombia	Puntos básicos, promedio del período	119	113	101	184	212	129	114	99	141	130	160
Internas												
Tasa de interés real neutral para Colombia	Porcentaje, promedio del período	1,6	1,5	1,4	1,5	1,6	1,3	1,3	1,2	1,3	1,5	1,6
PIB potencial para Colombia (tendencial)	Porcentaje, variación anual	4,5	4,3	3,9	3,3	2,7	2,5	2,5	2,8	-0,9	2,2	1,7
Variables endógenas												
Precios												
IPC total	Porcentaje, variación anual, fin del período	2,44	1,94	3,66	6,77	5,75	4,09	3,18	3,80	1,61	3,1	2,8
IPC sin alimentos ^{c/}	Porcentaje, variación anual, fin del período	2,67	2,46	3,28	5,25	5,51	5,03	3,51	3,45	1,03	.	.
IPC bienes (sin alimentos ni regulados)	Porcentaje, variación anual, fin del período	0,56	0,86	1,75	7,27	5,91	3,24	1,40	2,18	0,63	.	.
IPC servicios (sin alimentos ni regulados)	Porcentaje, variación anual, fin del período	3,92	3,67	3,34	4,64	5,26	5,38	3,13	3,45	1,29	.	.
IPC regulados	Porcentaje, variación anual, fin del período	2,33	1,56	4,89	4,43	5,63	6,26	6,65	4,81	0,73	4,8	3,3
IPC alimentos ^{d/}	Porcentaje, variación anual, fin del período	1,48	-0,23	5,24	13,08	6,65	0,48	1,87	5,80	4,80	4,2	2,5
IPC perecederos	Porcentaje, variación anual, fin del período	-3,90	-0,16	16,74	26,03	-6,63	5,84	8,88	8,66	2,49	.	.
IPC procesados	Porcentaje, variación anual, fin del período	2,83	-0,24	2,54	9,62	10,74	-0,91	-0,08	5,04	5,49	.	.
Indicadores de inflación básica ^{e/}												
IPC sin alimentos	Porcentaje, variación anual, fin del período	2,67	2,46	3,28	5,25	5,51	5,03	3,51	3,45	1,03	.	.
IPC núcleo 15	Porcentaje, variación anual, fin del período	2,67	2,47	3,19	5,59	5,98	4,21	3,22	3,78	1,88	.	.
IPC sin alimentos ni regulados	Porcentaje, variación anual, fin del período	2,77	2,73	2,82	5,50	5,48	4,67	2,57	3,10	1,11	2,3	2,8
Promedio de todos los indicadores de inflación básica	Porcentaje, variación anual, fin del período	2,70	2,55	3,10	5,45	5,66	4,64	3,10	3,44	1,34	.	.
TRM	Pesos por dólar, promedio del período	1.798	1.869	2.001	2.742	3.055	2.951	2.956	3.281	3.693	.	.
Brecha inflacionaria de la tasa de cambio real	Porcentaje, promedio del período	-3,4	-1,0	-0,3	9,5	2,5	-1,7	-0,7	3,7	5,9	0,7	0,3
Actividad económica												
Producto interno bruto	Porcentaje, variación anual, daec	3,9	5,1	4,5	3,0	2,1	1,4	2,6	3,3	-6,8	6,0	3,0
Gasto de consumo final	Porcentaje, variación anual, daec	5,5	5,4	4,3	3,4	1,6	2,3	4,0	4,2	-4,1	.	.
Gasto de consumo final de los hogares	Porcentaje, variación anual, daec	5,6	4,6	4,2	3,1	1,6	2,1	3,2	3,9	-5,8	.	.
Gasto de consumo final del Gobierno General	Porcentaje, variación anual, daec	4,8	8,9	4,7	4,9	1,8	3,6	7,4	5,3	3,7	.	.
Formación bruta de capital	Porcentaje, variación anual, daec	2,9	7,8	12,0	-1,2	-0,2	1,5	2,2	1,5	-21,2	.	.
Formación bruta de capital fijo	Porcentaje, variación anual, daec	3,3	8,5	9,2	2,8	-2,9	1,9	1,0	3,1	-21,1	.	.
Vivienda	Porcentaje, variación anual, daec	-0,7	6,4	10,4	9,5	-0,2	-1,9	-0,4	-8,4	-28,2	.	.
Otros edificios y estructuras	Porcentaje, variación anual, daec	4,4	12,3	9,6	10,2	0,0	4,6	-3,5	2,9	-29,1	.	.
Maquinaria y equipo	Porcentaje, variación anual, daec	4,0	4,8	9,2	-9,3	-7,9	1,4	8,6	12,3	-10,5	.	.
Recursos biológicos cultivados	Porcentaje, variación anual, daec	-5,7	6,6	-1,3	2,3	13,1	0,3	-3,1	4,9	0,1	.	.
Productos de propiedad intelectual	Porcentaje, variación anual, daec	8,0	19,6	5,1	1,3	-12,0	1,2	1,5	1,6	-8,6	.	.
Demanda interna	Porcentaje, variación anual, daec	4,9	5,9	6,0	2,4	1,2	1,1	3,5	4,1	-7,6	.	.
Exportaciones	Porcentaje, variación anual, daec	4,5	4,7	-0,3	1,7	-0,2	2,6	0,6	3,1	-17,4	.	.
Importaciones	Porcentaje, variación anual, daec	9,4	8,5	7,8	-1,1	-3,5	1,0	5,8	7,3	-18,0	.	.
Brecha del producto ^{f/}	Porcentaje	0,0	0,8	1,4	1,0	0,4	-0,7	-0,6	-0,1	-6,3	-2,8	-1,5
Indicadores coyunturales												
Producción real de la industria manufacturera	Porcentaje, variación anual, corregido por estacionalidad	-0,3	-1,3	1,6	2,0	3,7	0,0	2,7	1,4	-8,0	.	.
Ventas del comercio al por menor, sin combustibles ni vehículos	Porcentaje, variación anual, corregido por estacionalidad	4,2	5,5	8,4	6,3	2,0	-0,1	5,4	8,1	-1,7	.	.
Producción de café	Porcentaje, variación anual producción acumulada del período	-0,8	40,6	11,5	16,8	0,4	-0,3	-4,5	8,8	-5,8	.	.
Producción de petróleo	Porcentaje, variación anual, promedio del período	3,2	6,6	-1,9	1,6	-11,7	-3,7	1,4	2,4	-11,8	.	.
Mercado laboral ^{g/}												
Total nacional												
Tasa de desempleo	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período	10,4	9,6	9,1	8,9	9,2	9,4	9,7	10,5	15,9	13,9	.
Tasa de ocupación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período	57,8	58,0	58,4	59,0	58,5	58,4	57,8	56,6	49,8	.	.
Tasa global de participación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período	64,5	64,2	64,2	64,7	64,5	64,4	64,0	63,3	59,2	.	.
Trece ciudades y áreas metropolitanas												
Tasa de desempleo	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período	11,2	10,6	9,9	9,8	10,0	10,6	10,8	11,2	18,2	15,6	.
Tasa de ocupación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período	60,1	60,3	61,2	61,4	60,7	59,9	59,2	58,6	50,8	.	.
Tasa global de participación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período	67,6	67,5	67,9	68,0	67,5	67,0	66,4	66,0	62,1	.	.
Balanza de pagos ^{h/i/}												
Cuenta corriente (A + B + C)												
Porcentaje del PIB	Millones de dólares	-11.641	-12.587	-20.233	-19.302	-12.782	-10.742	-13.634	-14.285	-9.083	-11.448	.
A. Bienes y servicios	Porcentaje, términos nominales	3,1	-3,3	-5,3	-6,6	-4,5	-3,4	-4,1	-4,4	-3,3	-3,8	.
B. Ingreso primario (renta de los factores)	Millones de dólares	-14.65	-3.250	-12.332	-19.005	-13.452	-8.946	-9.501	-12.876	-12.421	-13.433	.
C. Ingresos secundarios (transferencias corrientes)	Millones de dólares	-15.008	-14.223	-12.522	-5.727	-5.228	-8.407	-11.776	-10.114	-5.386	-7.906	.
Cuenta financiera (A + B + C + D)												
Porcentaje del PIB	Millones de dólares	4.833	4.887	4.622	5.430	5.898	6.611	7.643	8.704	8.724	9.891	.
A. Inversión extranjera (ii - i)	Millones de dólares	-11.553	-11.739	-19.292	-18.244	-12.273	-9.696	-12.559	-13.240	-8.092	.	.
i. Extranjera en Colombia (IED)	Porcentaje, términos nominales	-3,1	-3,1	-5,1	-6,2	-4,3	-3,1	-3,8	-4,1	-3,0	.	.
ii. Colombiana en el exterior	Millones de dólares	-15.646	-8.558	-12.269	-7.506	-9.331	-10.147	-6.409	-11.095	-5.724	.	.
B. Inversión de cartera	Millones de dólares	15.040	16.210	16.169	11.724	13.848	13.837	11.535	14.314	7.690	.	.
C. Otra inversión (préstamos, otros créditos y derivados)	Millones de dólares	-606	7.652	3.899	4.218	4.517	3.690	5.126	3.219	1.966	.	.
D. Activos de reserva	Millones de dólares	-4.769	-7.438	-11.565	-9.166	-4.839	-1.613	1.297	250	-1.346	.	.
Errores y omisiones (EyO)	Millones de dólares	3.457	-2.690	106	-1.987	1.731	1.518	-8.635	-5.728	-3.500	.	.
Tasas de interés	Millones de dólares	5.406	6.946	4.437	415	165	545	1.187	3.333	4.328	.	.
	Millones de dólares	88	847	941	1.058	509	1.046	1.075	1.045	992	.	.
Tasas de interés												
Tasa de política	Porcentaje, promedio del período	5,0	3,4	3,9	4,7	7,1	6,1	4,4	4,3	2,9	.	.
Tasa de política esperada por analistas ^{j/}	Porcentaje, promedio del período	.	.	.	.	.	.	.	.	.	1,75	2,44
IBR overnight	Porcentaje, promedio del período	5,0	3,4	3,8	4,7	7,1	6,1	4,3	4,3	2,9	.	.
Tasa de interés comercial ^{k/}	Porcentaje, promedio del período	10,3	8,7	8,7	9,4	12,8	11,1	9,3	8,8	7,4	.	.
Tasa de interés de consumo ^{l/}	Porcentaje, promedio del período	19,2	17,9	17,3	17,2	19,2	19,4	17,9	16,5	15,0	.	.
Tasa hipotecaria ^{m/}	Porcentaje, promedio del período	13,2	11,1	11,1	11,0	12,4	11,6	10,6	10,4	10,1	.	.

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 principales socios comerciales (sin Venezuela) ponderados por su participación en el comercio no alcohólico.

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. 1122, 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. 1122, 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. 1122, 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/ Se calculan las tasas con base en las poblaciones anuales 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 2019 y 2020 son preliminares.

j/ Corresponde a la mediana de las proyecciones de los analistas. Estas proyecciones son calculadas tomando el promedio anual de las respuestas mensuales de la *Encuesta de expectativas de analistas económicos* realizada por el Banco de la República en abril de 2021.

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

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

m/ Corresponde al promedio ponderado por monto de las tasas de los créditos para adquisición de vivienda diferente a VIS (vivienda de interés social) en pesos y UVR.

Anexo 2 (continuación)

Principales variables del pronóstico macroeconómico

			2017				2018							
			T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Variables exógenas														
Externas ^{a/}														
PIB socios comerciales ^{b/}			Porcentaje, variación trimestral anualizada, corregido por estacionalidad				2,6	3,0	3,0	2,5	3,3	3,0	0,8	0,1
Precio del petróleo (referencia Brent)			Dólares por barril, promedio del periodo				55	51	52	61	67	75	76	69
Tasa de interés efectiva de fondos federales (Fed)			Porcentaje, promedio del periodo				0,70	0,95	1,15	1,20	1,45	1,74	1,92	2,22
Credit default swaps a 5 años para Colombia			Puntos básicos, promedio del periodo				144	130	127	113	99	113	110	132
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				4,69	3,99	3,97	4,09	314	3,20	3,23	318
IPC sin alimentos ^{c/}			Porcentaje, var. anual, fin del periodo				5,55	5,40	4,86	5,03	3,97	3,73	3,67	3,51
IPC bienes (sin alimentos ni regulados)			Porcentaje, var. anual, fin del periodo				5,69	4,28	3,46	3,24	1,67	1,39	1,39	1,40
IPC servicios (sin alimentos ni regulados)			Porcentaje, var. anual, fin del periodo				5,87	5,55	5,02	5,38	4,09	3,79	3,60	3,13
IPC regulados			Porcentaje, var. anual, fin del periodo				4,71	6,33	6,10	6,26	6,28	6,21	6,35	6,65
IPC alimentos ^{d/}			Porcentaje, var. anual, fin del periodo				1,46	-1,21	5,59	0,48	-0,06	1,11	1,47	1,87
IPC perecederos			Porcentaje, var. anual, fin del periodo				-13,09	-14,72	-0,32	5,84	7,13	8,47	9,51	8,88
IPC procesados			Porcentaje, var. anual, fin del periodo				6,28	3,29	0,84	-0,91	-2,01	-0,91	-0,72	-0,08
Indicadores de inflación básica ^{e/}														
IPC sin alimentos			Porcentaje, var. anual, fin del periodo				5,55	5,40	4,86	5,03	3,97	3,73	3,67	3,51
IPC núcleo 15			Porcentaje, var. anual, fin del periodo				5,63	5,16	4,49	4,21	3,45	3,24	3,19	3,22
IPC sin alimentos ni regulados			Porcentaje, var. anual, fin del periodo				5,81	5,13	4,50	4,67	3,28	2,99	2,87	2,57
Promedio de todos los indicadores de inflación básica			Porcentaje, var. anual, fin del periodo				5,66	5,23	4,62	4,64	3,57	3,32	3,24	3,10
TRM			Pesos por dólar, promedio del periodo				2,923	2,919	2,977	2,987	2,860	2,841	2,961	3,164
Brecha inflacionaria de la tasa de cambio real			Porcentaje, promedio del periodo				-2,9	-3,1	-0,6	-0,1	-3,3	-3,7	-0,3	4,6
Actividad económica														
Producto interno bruto			Porcentaje, var. anual, daec				1,3	1,5	1,2	1,3	2,2	2,2	2,9	3,0
Gasto de consumo final			Porcentaje, var. anual, daec				1,9	2,2	2,8	2,5	3,5	4,1	4,0	4,3
Gasto de consumo final de los hogares			Porcentaje, var. anual, daec				1,0	2,6	2,6	2,0	3,2	3,3	3,2	3,3
Gasto de consumo final del Gobierno General			Porcentaje, var. anual, daec				3,1	3,1	3,5	4,9	7,5	6,4	7,7	7,7
Formación bruta de capital			Porcentaje, var. anual, daec				-1,4	-2,3	-6,0	-3,3	-3,0	1,6	3,6	4,0
Formación bruta de capital fijo			Porcentaje, var. anual, daec				-0,4	1,7	5,9	0,3	-0,5	1,9	1,4	1,3
Vivienda			Porcentaje, var. anual, daec				5,2	1,4	-2,1	-11,6	-7,9	-1,4	5,7	3,2
Otros edificios y estructuras			Porcentaje, var. anual, daec				-2,6	5,7	10,7	5,0	-6,3	-0,9	-6,3	-0,5
Maquinaria y equipo			Porcentaje, var. anual, daec				-5,0	-1,8	8,2	4,4	12,4	13,5	7,5	2,0
Recursos biológicos cultivados			Porcentaje, var. anual, daec				18,4	1,3	-10,9	-5,1	-8,0	-8,4	4,0	0,9
Productos de propiedad intelectual			Porcentaje, var. anual, daec				-3,3	1,9	3,8	2,5	2,6	2,4	0,7	0,4
Demanda interna			Porcentaje, var. anual, daec				0,8	1,3	0,7	1,7	2,1	3,4	4,1	4,2
Exportaciones			Porcentaje, var. anual, daec				1,6	2,2	0,8	-2,0	-1,9	-1,2	-1,1	6,8
Importaciones			Porcentaje, var. anual, daec				2,4	2,2	0,1	0,5	1,1	5,6	6,4	10,2
Brecha del producto ^{f/}			Porcentaje				0,1	-0,1	-0,4	-0,7	-0,7	-0,8	-0,7	-0,6
Indicadores coyunturales														
Producción real de la industria manufacturera			Porcentaje, var. anual, corregido por estacionalidad				-0,7	-0,6	1,0	0,1	2,0	2,9	3,4	2,6
Ventas del comercio al por menor, sin combustibles ni vehículos			Porcentaje, var. anual, corregido por estacionalidad				0,1	-0,2	-0,3	-0,1	4,6	5,5	5,4	6,3
Producción de café			Porcentaje, var. anual, producción acumulada del periodo				13,0	-17,2	17,1	-10,1	-5,8	13,1	-13,8	-6,6
Producción de petróleo			Porcentaje, var. anual, promedio del periodo				-11,6	-5,2	1,5	1,9	0,7	1,2	1,1	2,6
Mercado laboral ^{g/}														
Total nacional														
Tasa de desempleo			Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del periodo				9,4	9,2	9,4	9,5	9,4	9,6	9,5	10,2
Tasa de ocupación			Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del periodo				58,4	58,8	58,3	57,9	57,8	58,0	58,2	57,1
Tasa global de participación			Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del periodo				64,5	64,7	64,4	64,0	63,8	64,2	64,3	63,6
Trece ciudades y áreas metropolitanas														
Tasa de desempleo			Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del periodo				10,4	10,6	10,8	10,6	10,7	10,6	10,5	11,3
Tasa de ocupación			Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del periodo				60,3	60,2	59,7	59,3	59,3	59,6	59,6	58,4
Tasa global de participación			Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del periodo				67,4	67,3	67,0	66,3	66,4	66,7	66,6	65,9
Balanza de pagos ^{h/i/}														
Cuenta corriente (A + B + C)			Millones de dólares				-3.628	-2.596	-2.830	-1.688	-2.976	-3.437	-3.352	-3.870
Porcentaje del PIB			Porcentaje, términos nominales				-4,9	-3,4	-3,6	-2,0	-3,7	-4,1	-3,9	-4,6
A. Bienes y servicios			Millones de dólares				-2.706	-2.596	-2.387	-1.257	-1.621	-2.349	-2.427	-3.105
B. Ingreso primario (renta de los factores)			Millones de dólares				-2.343	-1.632	-2.128	-2.304	-2.979	-2.900	-2.882	-3.015
C. Ingresos secundarios (transferencias corrientes)			Millones de dólares				1.421	1.632	1.685	1.873	1.623	1.812	1.957	2.250
Cuenta financiera (A + B + C + D)			Millones de dólares				-2.953	-2.413	-2.698	-1.633	-2.784	-2.783	-3.513	-3.479
Porcentaje del PIB			Porcentaje, términos nominales				-4,0	-3,2	-3,4	-2,0	-3,4	-3,2	-4,1	-4,1
A. Inversión extranjera (i - ii)			Millones de dólares				-1.797	-1.252	-4.148	-2.951	-935	-2.345	-2.469	-659
i. Extranjera en Colombia (IED)			Millones de dólares				2.513	2.526	4.992	3.805	2.007	3.846	2.799	2.883
ii. Colombiana en el exterior			Millones de dólares				716	1.275	845	854	1.072	1.500	330	2.224
B. Inversión de cartera			Millones de dólares				265	-1.983	-514	620	1.750	334	536	-1.323
C. Otra inversión (préstamos, otros créditos y derivados)			Millones de dólares				-1.513	668	1.838	526	-3.737	-921	-1.749	-2.228
D. Activos de reserva			Millones de dólares				93	154	126	173	137	150	169	732
Errores y omisiones (Eyo)			Millones de dólares				675	183	132	56	192	653	-161	391
Tasas de interés														
Tasa de política			Porcentaje, promedio del periodo				7,4	6,6	5,5	5,0	4,6	4,3	4,3	4,3
Tasa de política esperada por analistas ^{j/}			Porcentaje, promedio del periodo											
IBR overnight			Porcentaje, promedio del periodo				7,4	6,6	5,5	5,0	4,6	4,3	4,3	4,3
Tasa de interés comercial ^{k/}			Porcentaje, promedio del periodo				12,8	11,6	10,6	10,0	9,4	9,4	9,3	9,0
Tasa de interés de consumo ^{l/}			Porcentaje, promedio del periodo				20,1	19,7	19,0	18,7	18,7	17,9	18,0	17,3
Tasa hipotecaria ^{m/}			Porcentaje, promedio del periodo				12,5	12,3	11,3	10,9	10,8	10,6	10,5	10,4

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 cálcula con los principales socios comerciales (sin Venezuela) ponderados por su participación en el comercio no tradicional.
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. 1122, 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. 1122, 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. 1122, 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 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 2019 y 2020 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 abril de 2021.
k/ Promedio ponderado por monto de las tasas de los créditos ordinarios, de tesorería y preferenciales.
l/ No incluye los créditos otorgados mediante tarjetas de crédito.
m/ Corresponde al promedio ponderado por monto de las tasas de los créditos para adquisición de vivienda diferente a VIS (vivienda de interés social) en pesos y UVR.

2019				2020				2021				2022				2023
T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
2,7	2,4	1,3	-3,3	-5,7	-43,8	47,4	9,9	1,0	4,1	6,8	6,2	1,9	1,9	1,9	1,9	2,7
64	68	62	62	51	33	43	45	61	63	61	60	60	60	60	60	60
2,40	2,40	2,19	1,64	1,26	0,06	0,09	0,09	0,13	0,13	0,13	0,13	0,13	0,13	0,13	0,13	0,38
121	104	90	83	125	206	132	104	110	129	136	143	150	156	163	170	170
3,21	3,43	3,82	3,80	3,86	2,19	1,97	1,61	1,51	2,8	2,9	3,1	3,1	2,9	2,9	2,8	2,8
-3,27	3,22	3,37	3,45	3,26	1,40	1,57	1,03	1,06	-	-	-	-	-	-	-	-
1,09	1,60	1,83	2,18	2,41	0,73	1,15	0,63	1,05	-	-	-	-	-	-	-	-
3,01	3,10	3,37	3,45	3,22	2,00	1,86	1,29	0,89	-	-	-	-	-	-	-	-
6,33	5,24	5,03	4,81	4,27	0,44	1,19	0,73	1,52	6,0	5,0	4,8	4,1	2,7	3,1	3,3	3,3
3,24	4,96	6,49	5,80	7,19	6,55	4,13	4,80	3,92	3,1	4,7	4,2	3,5	3,7	2,9	2,5	2,3
9,98	15,46	17,50	8,66	9,79	2,52	-3,42	2,49	1,58	-	-	-	-	-	-	-	-
1,43	2,18	3,57	5,04	6,46	7,75	6,40	5,43	4,60	-	-	-	-	-	-	-	-
3,27	3,22	3,37	3,45	3,26	1,40	1,57	1,03	1,06	-	-	-	-	-	-	-	-
3,24	3,34	3,66	3,78	3,64	2,17	2,33	1,88	1,67	-	-	-	-	-	-	-	-
2,41	2,65	2,92	3,10	2,99	1,65	1,67	1,11	0,94	1,9	1,9	2,3	2,7	2,7	2,8	2,8	2,8
2,97	3,07	3,32	3,44	3,30	1,74	1,86	1,34	1,22	-	-	-	-	-	-	-	-
3,134	3,241	3,340	3,411	3,532	3,848	3,733	3,661	3,558	-	-	-	-	-	-	-	-
2,3	3,3	4,1	5,0	4,9	10,5	5,6	2,4	-0,9	2,0	1,1	0,7	0,4	0,4	0,1	0,1	-0,2
3,1	3,5	3,2	3,3	0,1	-15,6	-8,3	-3,5	-0,3	15,8	7,2	2,3	1,7	3,6	3,4	3,3	4,4
4,0	4,2	4,4	4,2	3,2	-11,9	-6,7	-0,8	0,7	-	-	-	-	-	-	-	-
3,2	4,3	4,3	4,1	3,2	-15,4	-9,0	-2,1	-0,1	-	-	-	-	-	-	-	-
5,1	6,2	5,1	4,7	3,3	3,6	3,8	4,0	4,3	-	-	-	-	-	-	-	-
5,6	2,1	5,1	2,5	-6,8	-39,3	-20,6	-18,4	-10,8	-	-	-	-	-	-	-	-
9,3	3,7	2,4	-2,8	-5,5	-40,2	-21,7	-17,3	-16,5	-	-	-	-	-	-	-	-
-4,9	-9,0	-8,7	-10,9	-11,2	-41,5	-32,7	-27,5	-19,2	-	-	-	-	-	-	-	-
15,2	1,3	0,9	-4,5	-6,7	-43,6	-35,5	-31,1	-26,5	-	-	-	-	-	-	-	-
14,3	20,5	10,4	3,9	-2,2	-37,7	-1,6	2,1	-0,6	-	-	-	-	-	-	-	-
2,5	9,0	8,0	0,5	1,6	0,7	-4,3	2,4	2,7	-	-	-	-	-	-	-	-
0,4	0,3	1,4	4,3	0,2	-16,8	-10,5	-7,4	-3,9	-	-	-	-	-	-	-	-
5,9	3,5	4,8	4,3	0,1	-17,0	-9,2	-4,1	-0,8	-	-	-	-	-	-	-	-
3,1	-4,2	-2,0	-2,0	-2,0	-24,6	-21,4	-21,6	-17,0	-	-	-	-	-	-	-	-
8,5	8,4	9,5	3,0	0,7	-30,9	-23,9	-17,2	-10,6	-	-	-	-	-	-	-	-
-0,5	-0,3	-0,2	-0,1	-0,5	-3,6	-5,4	-6,3	-6,5	-4,4	-3,3	-2,8	-2,5	-2,0	-1,7	-1,5	-1,2
1,2	2,4	0,9	1,3	-0,8	-23,5	-7,5	-0,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-
6,2	7,5	8,9	6,0	3,9	-14,8	-3,7	5,6	5,6	-	-	-	-	-	-	-	-
6,6	6,6	4,9	24,1	-13,8	-1,9	-3,6	-4,6	13,3	-	-	-	-	-	-	-	-
5,3	3,2	1,4	-0,2	-2,1	-15,7	-15,4	-14,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-
10,5	10,3	10,7	10,6	11,2	20,6	17,5	15,0	14,6	14,1	13,5	13,4	-	-	-	-	-
57,4	56,4	56,5	56,3	55,2	48,6	43,5	51,9	51,9	-	-	-	-	-	-	-	-
64,1	62,8	63,2	63,0	62,2	54,8	58,9	61,0	61,0	-	-	-	-	-	-	-	-
11,4	11,0	10,9	11,4	11,2	24,0	21,2	17,2	16,4	15,8	15,1	15,0	-	-	-	-	-
58,6	58,6	58,7	58,5	57,1	44,0	48,8	53,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-
66,2	65,9	65,9	66,0	64,4	57,9	61,9	64,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-3,694	-2,945	-4,368	-3,279	-2,505	-1,713	-1,752	-3,114	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-4,7	-3,7	-5,4	-3,9	-3,4	-3,1	-2,6	-4,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-2,816	-2,612	-4,225	-3,224	-2,935	-2,448	-3,072	-3,966	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-2,676	-2,545	-2,455	-2,383	-1,708	-980	-1,100	-1,598	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1,798	2,211	2,312	2,248	2,138	1,716	2,420	2,450	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-3,287	-3,287	-3,656	-2,845	-2,107	-1,860	-1,815	-2,509	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-4,4	-4,2	-4,5	-3,4	-2,9	-3,3	-2,4	-3,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-2,632	-3,668	-1,802	-2,993	-2,173	-1,677	20	-1,894	-	-	-	-	-	-	-	-	-
3,390	4,148	3,303	3,472	3,466	1,398	615	2,211	-	-	-	-	-	-	-	-	-
758	481	1,502	478	1,294	-279	634	317	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-1,307	-178	268	1,466	265	-3,142	489	1,573	-	-	-	-	-	-	-	-	-
-1,863	31	-2,376	-1,520	502	369	-2,329	-3,893	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2,351	526	254	202	-171	2,590	205	1,705	-	-	-	-	-	-	-	-	-
242	-342	711	434	398	-147	136	605	-	-	-	-	-	-	-	-	-
4,3	4,3	4,3	4,25	4,23	3,26	2,24	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	2,00	2,33	2,58	2,83	3,08
4,3	4,3	4,3	4,3	4,2	3,2	2,2	1,8	1,7	-	-	-	-	-	-	-	-
9,1	9,0	8,9	8,5	8,4	8,3	7,0	6,2	6,0	-	-	-	-	-	-	-	-
18,0	17,2	16,0	15,5	15,8	15,5	14,8	14,2	14,0	-	-	-	-	-	-	-	-
10,4	10,5	10,4	10,4	10,4	10,4	10,2	9,6	9,2	-	-	-	-	-	-	-	-