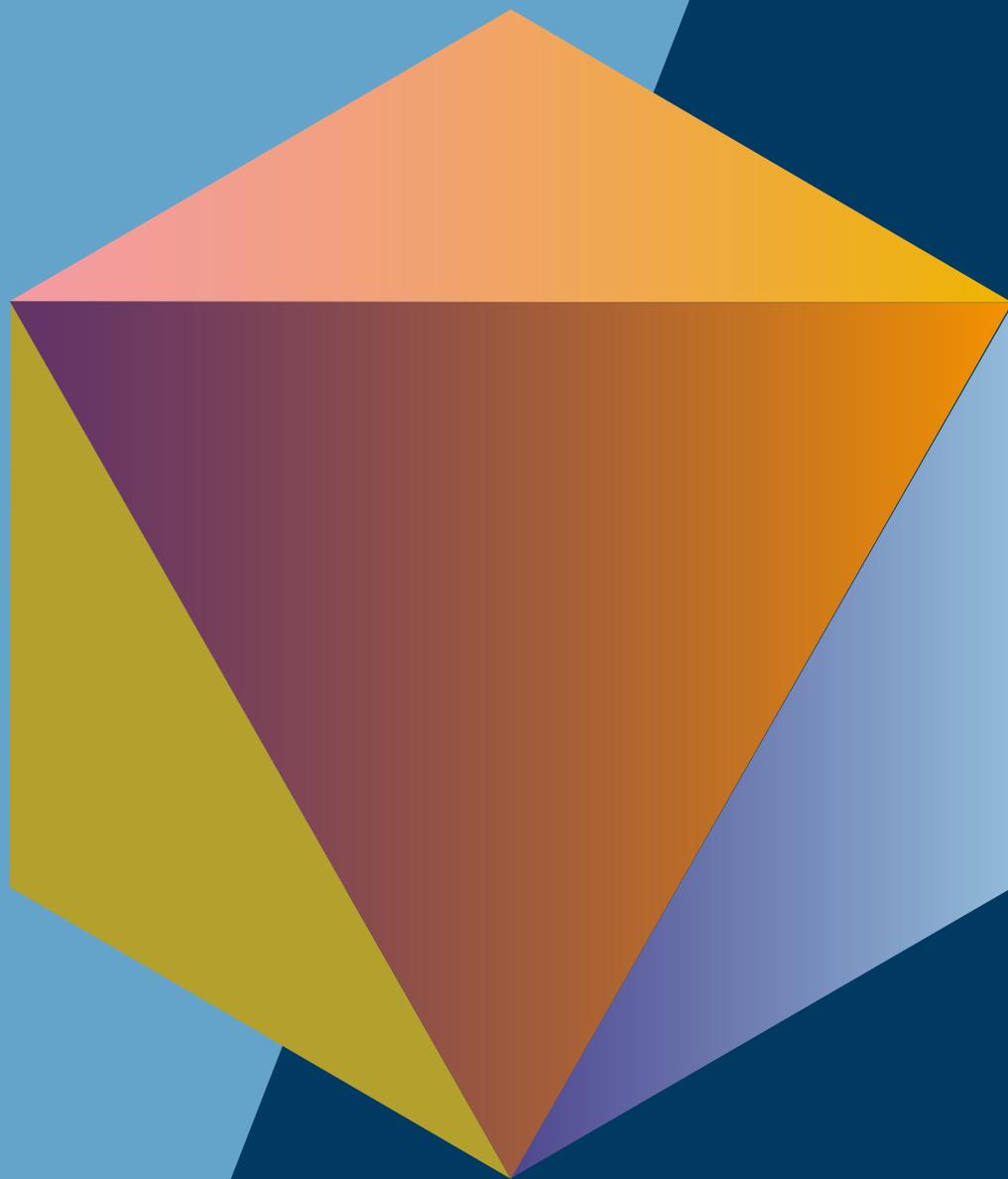


---

# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

ISSN - 2711 - 1164



**04/**  
2022



Abril de 2022

# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

\* Presentado por el equipo técnico a la Junta Directiva, para su reunión del 29 de abril de 2022.

---

## Actualización 6 de mayo de 2022

Esta nueva versión incorpora los siguientes recuadros:

Recuadro 1: Comportamiento reciente del mercado de vivienda

Recuadro 2: Actualización metodológica de la Gran encuesta integrada de hogares (GEIH) y sus principales cambios

Recuadro 3: Difusión de la inflación en Colombia

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  
Sergio Restrepo

#### Sección de Programación Macroeconómica

Aarón Garavito  
**Jefe**

Luis Hernán Calderón  
Camilo González  
Franky Galeano  
Viviana Alfonso  
Edward Gómez

#### Sección de Gestión del Proceso de Pronóstico

Celina Gaitán  
**Jefe**

Andrea Salazar  
Juan Camilo Vergara  
Tatiana Mora

#### Departamento de Modelos Macroeconómicos

Franz Hamann  
**Director**

#### Sección de Pronóstico

Julián Pérez  
**Jefe**

Jose Vicente Romero  
Marcela De Castro  
Sara Naranjo  
Juan Andrés Rincón  
Jonathan Alexander Muñoz

#### Sección de Desarrollo de Modelos y Capacidades

Alexander Guarín  
**Jefe**

Juan Camilo Méndez  
Nicolás Moreno  
Santiago Forero  
Anderson Grajales

(\*) 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; Steven Zapata, David López y Manuela Quintero, profesionales de la Sección de Sector Público; Nicole Rodríguez, Juan Felipe Salamanca, Santiago Dorado, Juan Sebastián Fagua y Luisa Fernanda Moreno, estudiantes en práctica.

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

Sugerencias y comentarios: +57 (1) 343 1011 / [atencionalciudadano@banrep.gov.co](mailto: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”<sup>1</sup>. 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  $\pm 1$  punto porcentual ( $3 \pm 1$  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 inflación<sup>2</sup>, 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 tipo<sup>3</sup>. 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 segundo día hábil siguiente a la reunión se publican las minutas de la Junta, donde se describen las posturas que llevaron a adoptar la decisión. Adicionalmente, el día hábil siguiente a la Junta, en enero, abril, julio y octubre, se publica el Informe de Política Monetaria (IPM)<sup>4</sup> 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 economía<sup>5</sup>.

---

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

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

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

4 Antes conocido como *Informe sobre Inflación*.

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



# Contenido

---

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

---

  2. Pronósticos macroeconómicos y análisis de riesgos **13**
    - 2.1 Contexto externo **13**
    - 2.2 Proyecciones macroeconómicas **19**
    - 2.3 Balance de riesgos del pronóstico macroeconómico **29**

---

  3. Situación económica actual **32**
    - 3.1 Comportamiento de la inflación y precios **32**
    - 3.2 Crecimiento y demanda interna **36**
    - 3.3 Mercado laboral **39**
    - 3.4 Mercado financiero y monetario **40**
- 

**Recuadro 1:** Comportamiento reciente del mercado de vivienda **43**

**Recuadro 2:** Actualización metodológica de la Gran encuesta integrada de hogares (GEIH) y sus principales cambios **49**

**Recuadro 3:** Difusión de la inflación en Colombia **54**

---

**Anexo 1:** Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros **56**

**Anexo 2:** Principales variables del pronóstico macroeconómico **57**

**Anexo 3:** Densidades predictivas para otras variables relevantes del pronóstico macroeconómico **60**



# Índice de gráficos

---

- Gráfico 1.1** Índice de precios al consumidor **9**
- Gráfico 1.2** IPC sin alimentos ni regulados **9**
- Gráfico 1.3** Producto interno bruto, acumulado 4 trimestres **10**
- Gráfico 1.4** Brecha del producto **10**
- Gráfico 1.5** Tasa de interés de política, TIB e IBR **12**
  
- Gráfico 2.1** PIB real trimestral de los socios comerciales **13**
- Gráfico 2.2** Indicadores de incertidumbre y riesgo geopolítico **13**
- Gráfico 2.3** Índice de presiones sobre las cadenas globales de suministro **14**
- Gráfico 2.4** Precios internacionales de algunas materias primas exportadas por Rusia y Ucrania **14**
- Gráfico 2.5** Supuesto trimestral del precio del petróleo **15**
- Gráfico 2.6** Índice de términos de intercambio de Colombia, metodología de comercio exterior **16**
- Gráfico 2.7** Supuesto trimestral de la tasa de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos **17**
- Gráfico 2.8** Curva diaria de los bonos del tesoro de los Estados Unidos **18**
- Gráfico 2.9** Supuesto trimestral de la prima de riesgo de Colombia (CDS) **18**
- Gráfico 2.10** *Credit default swap* a cinco años para algunos países de América Latina **19**
- Gráfico 2.11** Brecha inflacionaria del TCR trimestral **20**
- Gráfico 2.12** Índice de precios al consumidor **20**
- Gráfico 2.13** IPC sin alimentos ni regulados **20**
- Gráfico 2.14** IPC alimentos **22**
- Gráfico 2.15** IPC de regulados **22**
- Gráfico 2.16** Pronósticos de inflación de bancos y comisionistas de bolsa **22**
- Gráfico 2.17** ISE total y por sectores de actividad **23**
- Gráfico 2.18** PIB trimestral **23**
- Gráfico 2.19** Exportaciones totales de bienes (FOB) **24**
- Gráfico 2.20** Importaciones totales de bienes (CIF) **24**
- Gráfico 2.21** PIB, acumulado 4 trimestres **25**
- Gráfico 2.22** Brecha del producto **27**
- Gráfico 2.23** Cuenta corriente anual **27**
- Gráfico 2.24** Tasa de interés de política promedio trimestral observada y esperada por los analistas **28**
- Gráfico 2.25** Índice de precios al consumidor, densidad predictiva **30**
- Gráfico 2.26** IPC sin alimentos ni regulados, densidad predictiva **30**
- Gráfico 2.27** PIB, acumulado 4 trimestres, densidad predictiva **31**
- Gráfico 2.28** Brecha del producto, densidad predictiva **31**
  
- Gráfico 3.1** IPC e indicadores de inflación básica **32**
- Gráfico 3.2** IPC de bienes y servicios, sin alimentos ni regulados **33**
- Gráfico 3.3** IPC de servicios, sin alimentos ni regulados y sus componentes **34**
- Gráfico 3.4** IPC de regulados y sus componentes **34**
- Gráfico 3.5** IPC de alimentos y sus componentes **35**
- Gráfico 3.6** IPP por procedencia **35**
- Gráfico 3.7** Producto interno bruto trimestral **36**
- Gráfico 3.8** Producto interno bruto y demanda interna trimestral **36**
- Gráfico 3.9** Niveles de los grandes componentes del gasto relativos al cuarto trimestre de 2019 **37**

- Gráfico 3.10** Gasto de consumo final de los hogares y del Gobierno General **37**
- Gráfico 3.11** Formación bruta de capital fijo trimestral **37**
- Gráfico 3.12** Exportaciones, importaciones y balanza comercial **38**
- Gráfico 3.13** Niveles sectoriales de valor agregado del cuarto trimestre de 2021 relativos al cuarto trimestre de 2019 **38**
- Gráfico 3.14** Población ocupada por dominio geográfico **39**
- Gráfico 3.15** Contribución a la variación anual de los ocupados por posición ocupacional nacional **39**
- Gráfico 3.16** Tasa de desempleo por dominios geográficos **40**
- Gráfico 3.17** Curva de Beveridge para las 7 ciudades principales **40**
- Gráfico 3.18** Tasas reales de interés de créditos comerciales **41**
- Gráfico 3.19** Cartera bruta en moneda nacional **42**
- Gráfico 3.20** Utilidades de las entidades de crédito **42**

# Índice de cuadros

---

- Cuadro 2.1** Crecimiento económico de los principales socios comerciales **14**
- Cuadro 3.1** Tasas de interés promedio mensual **41**

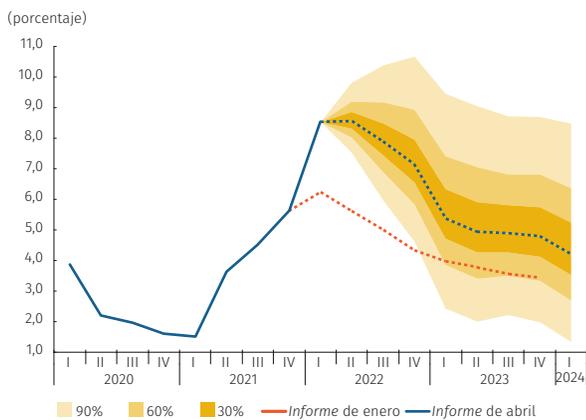
# 1. Resumen

## 1.1 Resumen macroeconómico

**En el primer trimestre la inflación anual (8,5%) continuó aumentando y superó de nuevo los pronósticos del promedio del mercado y del equipo técnico del Banco.** En lo corrido del año todas las grandes canastas del índice de precios al consumidor (IPC) se aceleraron, y a marzo sus variaciones anuales se sitúan por encima del 3%. El grupo de alimentos (25,4%) continuó siendo el que más contribuyó al incremento de la inflación, afectado, en gran parte, por deterioros en la oferta externa y por costos crecientes de los insumos agrícolas. El aumento en los precios de algunos servicios públicos (energía y gas) y del transporte explicaron la aceleración en la canasta de regulados (8,3%). Por su parte, la mayor persistencia de los choques de oferta y de costos externos, los efectos de la indexación, las presiones inflacionarias acumuladas provenientes de la tasa de cambio y un cierre de los excesos de capacidad productiva más rápido de lo previsto explicarían el aumento en la inflación sin alimentos ni regulados (4,5%). Dentro de esta última canasta, las presiones externas alcistas han impactado de forma importante el grupo de bienes (6,4%), el cual se viene acelerando desde el último trimestre de 2021. En el caso de los servicios (3,8%), su variación anual por encima de la meta obedece principalmente al comportamiento de las comidas fuera del hogar (14,1%), afectadas por el fuerte incremento en los precios de los alimentos, de los servicios públicos y del salario mínimo mensual legal vigente (SMMLV). Los precios de los arrendamientos y el resto de servicios registran aumentos crecientes, si bien aún inferiores al 3%.

**El pronóstico y las expectativas de inflación aumentaron y se mantienen por encima de la meta como consecuencia, en parte, de unas presiones externas (precios y costos) más persistentes de lo estimado en el Informe de enero (gráficos 1.1 y 1.2).** La invasión de Rusia a Ucrania ha intensificado estas presiones alcistas, en particular sobre los precios internacionales de algunos bienes e insumos agrícolas, la energía y el petróleo. Así, la nueva proyección de la inflación supone unos precios internacionales de alimentos que aumentarían hasta mediados de año y que se mantendrían altos y relativamente estables en el resto de 2022. Supone, asimismo, una recuperación menos dinámica de la oferta de alimentos percederos como resultado de los altos precios de los insumos agrícolas. También, que los precios del petróleo empiecen a ceder desde el segundo semestre del presente año, pero desde valores superiores a los considerados en el Informe anterior. Frente al mismo, una senda proyectada de inflación más alta podría acentuar la indexación y elevar las expectativas de inflación. Adicionalmente, la reversión de la rebaja del impuesto al valor agregado (IVA) aplicada a productos de aseo e higiene por cuenta del vencimiento de la emergencia sanitaria generaría aumentos en los precios de estos bienes. A todo esto se suma la ausencia de excesos de capacidad productiva en el horizon-

**Gráfico 1.1**  
Índice de precios al consumidor <sup>a/, b/</sup>  
(variación anual, fin de período)

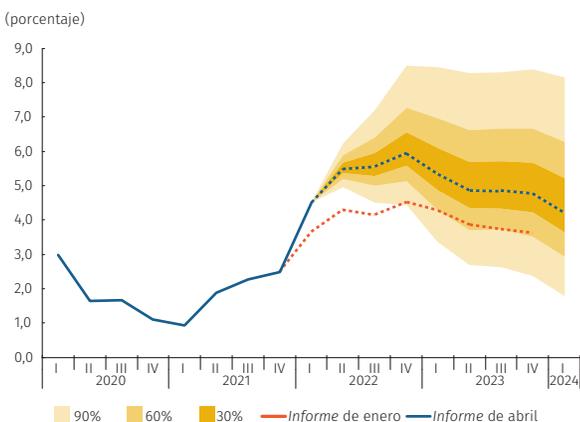


a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las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

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

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

**Gráfico 1.2**  
IPC sin alimentos ni regulados <sup>a/, b/</sup>  
(variación anual, fin de período)

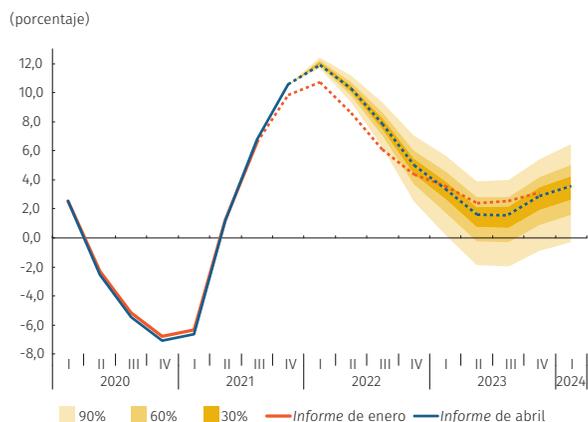


a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las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

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

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

**Gráfico 1.3**  
Producto interno bruto, acumulado 4 trimestres<sup>a/, b/, c/</sup>  
(variación anual)



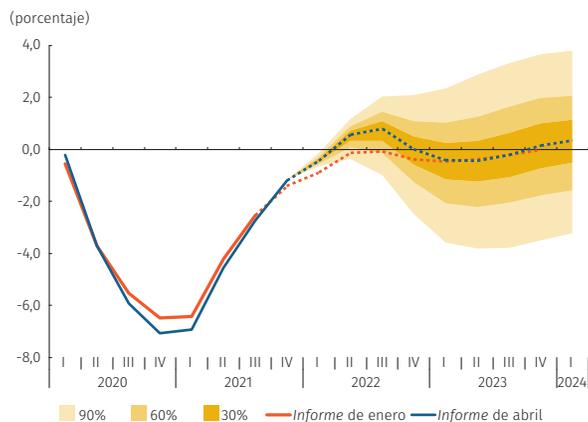
a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las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

b/ Series desestacionalizadas y ajustadas por efectos calendario.

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

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

**Gráfico 1.4**  
Brecha del producto<sup>a/, b/, c/</sup>  
(acumulado 4 trimestres)



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

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

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

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

te de pronóstico, con niveles de brecha de producto cercanos a cero y algo más altos de lo proyectado en enero pasado. Así, hasta junio la inflación anual continuaría en niveles altos similares a los actuales, para luego descender, aunque de una forma más lenta que la proyectada en el informe anterior. El proceso de ajuste de la tasa de interés de política monetaria contribuiría a que la inflación y sus expectativas retomen su convergencia a la meta en el horizonte de pronóstico. Así, al finalizar 2022 la inflación terminaría alrededor del 7,1% para luego descender al 4,8% en 2023.

**La actividad económica volvió a sorprender al alza y el pronóstico de crecimiento económico para 2022 aumentó desde el 4,3% al 5% (Gráfico 1.3).**

En el cuarto trimestre de 2021 el aumento anual del producto (10,7%), superior al estimado, estuvo impulsado por la dinámica de la demanda interna, principalmente por el significativo desempeño del consumo privado, con niveles muy superiores a los registrados antes de la pandemia. La inversión también registró una recuperación importante, pero sin alcanzar los niveles de 2019 y con comportamientos mixtos en sus componentes. El déficit de la balanza comercial se amplió, con un notable crecimiento de las importaciones similar al de las exportaciones. Frente al Informe de enero, el índice de seguimiento a la economía (ISE) de enero y febrero sugiere que el nivel del producto del primer trimestre alcanzaría registros superiores a los estimados y que el choque de demanda positivo observado al final de 2021 podría estar desvaneciéndose más lentamente de lo anticipado. En el caso particular del consumo, las importaciones de bienes de este tipo, las cifras de comercio al por menor, los ingresos reales de restaurantes y hoteles, y las compras con tarjeta de crédito indican que el gasto de los hogares sigue dinámico, con niveles similares a los registrados a finales de 2021. Las cifras de lanzamientos e iniciaciones de obras y las importaciones de bienes de capital sugieren que la inversión se seguiría recuperando, pero mantendría valores inferiores a los de prepandemia. Para lo que resta del año se espera que el consumo se desacelere desde los altos niveles alcanzados en los últimos dos trimestres en el entorno de unas condiciones financieras internas y externas menos holgadas, agotamiento del efecto de demanda represada y deterioro del ingreso disponible debido al aumento de la inflación. La inversión continuaría recuperándose, mientras que el déficit comercial se reduciría, favorecido por los altos precios del petróleo y de otros bienes básicos que exporta el país. Con todo esto, se proyecta un crecimiento económico del 7,2% (antes 5,2%) para el primer trimestre y del 5,0% (antes 4,3%) para todo 2022. En 2023 el crecimiento del producto continuaría moderándose (2,9%, antes 3,1%), convergiendo a tasas cercanas a las de largo plazo. Las nuevas estimaciones sugieren que, en el horizonte de pronóstico, la brecha del producto se mantendría en niveles cercanos a cero, pero más cerrada que lo proyectado en enero (Gráfico 1.4). Estos pronósticos de actividad económica continúan enfrentando niveles altos de incertidumbre asociados con las tensiones geopolíticas y las condiciones del financiamiento externo, la incertidumbre propia del ciclo electoral y la evolución de la pandemia.

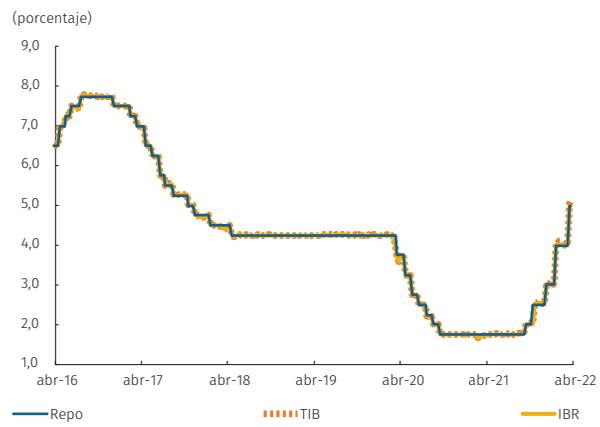
**La proyección del crecimiento de la demanda externa se redujo, en un contexto de mayores presiones sobre la inflación global, de altos precios del petróleo y de condiciones financieras internacionales menos holgadas que las estimadas en enero.** La invasión de Rusia a Ucrania y sus efectos alcistas sobre los precios de algunos bienes e insumos agrícolas y las cotizaciones del petróleo acentuaron las presiones inflacionarias globales originadas por restricciones de oferta y aumento de costos internacionales. La caída en la oferta de crudo desde Rusia, los niveles bajos de inventarios y la persistencia de recortes de producción por parte de la Organización de Países Productores de Petróleo y sus aliados (OPEP+) explican el alza en el supuesto del precio del petróleo para 2022 (USD 100,8 por barril, antes USD 75,3 por barril) y 2023 (USD 86,8 por barril, antes USD 71,2 por barril). En los Estados Unidos el aumento de la inflación y de sus expectativas, junto con el buen desempeño del mercado laboral y de la actividad económica, incrementaron la senda esperada de la tasa de interés de la Reserva Federal (Fed) para el presente y el siguiente año. La normalización de la política monetaria en varias economías desarrolladas y emergentes, los choques más persistentes de oferta y de costos, y los rebotes del Covid-19 en algunos países de Asia contribuyeron a reducir el pronóstico promedio de crecimiento de los socios comerciales del país para 2022 (2,8%, antes 3,3%) y 2023 (2,4%, antes 2,6%). En este contexto, la senda proyectada de la prima de riesgo para el país aumentó, en parte como reflejo de las mayores tensiones geopolíticas globales, una política monetaria menos expansiva en los Estados Unidos, el incremento en la percepción de riesgo para los mercados emergentes y por factores internos, como los desbalances macroeconómicos acumulados y la incertidumbre política. Todo esto se resume en unas condiciones de financiamiento externo menos holgadas que las estimadas en enero. No obstante, los niveles de incertidumbre de los pronósticos externos y su impacto sobre el escenario macroeconómico del país se mantienen elevados, dada la imprevisible evolución del conflicto entre Rusia y Ucrania, así como de la pandemia.

**Este escenario macroeconómico, caracterizado por una alta inflación, pronósticos y expectativas de inflación superiores al 3%, además de una brecha de producto cercana a cero, implica un mayor riesgo de desanclaje de las expectativas de inflación y un espacio muy limitado para una política monetaria expansiva.** Frente a los pronósticos del *Informe* de enero, el desempeño de la demanda interna ha sido más dinámico y los excesos de capacidad productiva se habrían cerrado más rápido. Además de este factor, las sorpresas al alza de la inflación total y básica son el reflejo de unos choques externos más fuertes y persistentes de oferta y costos. La invasión de Rusia a Ucrania hizo más agudas y persistentes las restricciones de oferta y las presiones de costos internacionales, y explicó, en parte, el incremento en la senda de pronóstico de la inflación, a niveles que superan la meta en los siguientes dos años. Las expectativas de inflación volvieron a incrementarse y superan el 3%. Todo lo anterior aumentó el riesgo de desanclaje de las expectativas de inflación y podría generar procesos de indexación generalizados que alejen aún más la inflación de la meta. Este nuevo contexto macroeconómico sugiere que habría un espacio muy reducido para una política monetaria expansiva.

## 1.2 Decisión de política monetaria

La Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) decidió continuar con el proceso de ajuste de la política monetaria y en sus reuniones de marzo y abril de 2022 decidió, por mayoría, incrementar la tasa de política monetaria en 100 puntos básicos (pb) en cada una, llevándola al 6,0% (Gráfico 1.5).

**Gráfico 1.5**  
**Tasa de interés de política, TIB e IBR<sup>a/</sup>**  
**(datos semanales)**

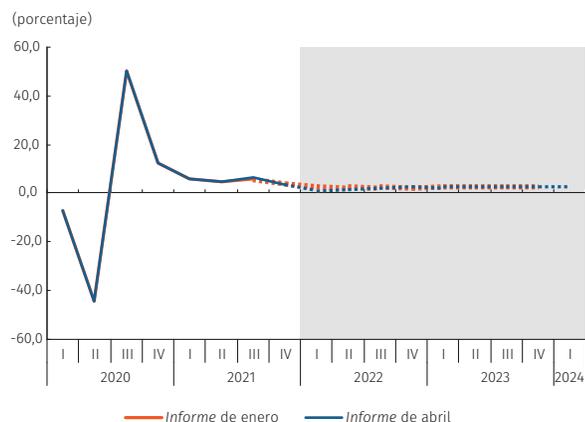


a/ TIB: tasa interbancaria; IBR: Indicador bancario de referencia; Repo: tasa de política.

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

## 2. Pronósticos macroeconómicos y análisis de riesgos

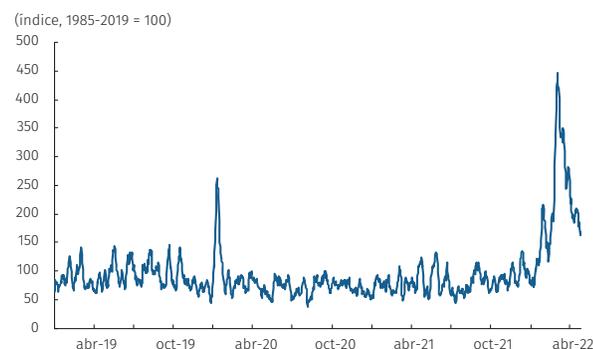
Gráfico 2.1  
PIB real trimestral de los socios comerciales  
(variación trimestral anualizada; proyecciones según el supuesto para todo el año)



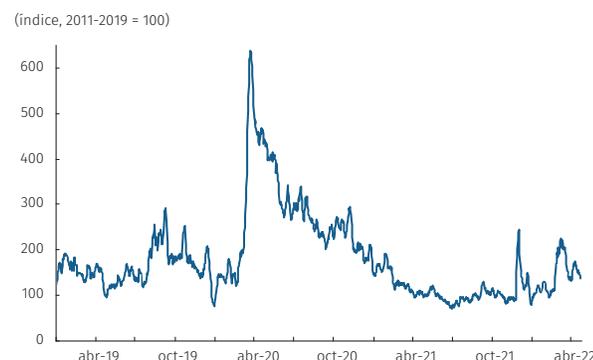
Fuentes: Bloomberg, oficinas de estadísticas y bancos centrales; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Gráfico 2.2  
Indicadores de incertidumbre y riesgo geopolítico

### A. Índice de riesgo geopolítico (promedio móvil de 7 días)



### B. Indicador de incertidumbre mundial (promedio móvil de 7 días)



Fuentes: Baker, Scott; Bloom; Davis, Steven y Renault, Thomas. "Twitter-Derived Measures of Economic Uncertainty", Mayo 2021. Caldara, Dario y Matteo Iacoviello, "Measuring Geopolitical Risk," working paper, Board of Governors of the Federal Reserve, Noviembre 2021 (próxima publicación en the American Economic Review).

## 2.1 Contexto externo

### 2.1.1 Demanda externa

**El supuesto de crecimiento de la demanda externa relevante para Colombia se revisó a la baja en el horizonte de pronóstico (Gráfico 2.1).** Para el cuarto trimestre de 2021, el producto interno bruto (PIB) real promedio de los socios comerciales fue similar al estimado en el *Informe* de enero, lo cual sugiere que este habría continuado recuperándose, aunque a un ritmo inferior al del trimestre anterior. En el primer trimestre de 2022 se produjo la invasión de Rusia a Ucrania, lo cual ha aumentado la incertidumbre global (Gráfico 2.2) y, según diferentes organismos internacionales, generaría mayor inflación y reduciría el crecimiento mundial<sup>1</sup>. Por su parte, en lo corrido del año varios países presentaron rebrotes del virus que derivaron en afectaciones económicas, entre los que se destaca el caso de China, debido a que su política de cero tolerancia al Covid-19 estaría exacerbando los efectos negativos de la pandemia sobre las cadenas globales de suministro (Gráfico 2.3). Las mayores presiones inflacionarias han producido expectativas de ajustes más rápidos de la política monetaria en varias economías avanzadas y emergentes. Con todo lo anterior, para 2022 se revisó a la baja el supuesto de crecimiento promedio de los principales socios comerciales del país (2,8%) con respecto al informe anterior (3,3%). Para 2023 se espera un crecimiento algo inferior (2,4%) al proyectado en enero (2,6%) (Cuadro 2.1). Estas proyecciones suponen que el conflicto bélico no se escalaría a nuevos países y que, dentro de los principales socios comerciales, la zona del euro sería la región más afectada.

**Las perspectivas de crecimiento económico de los Estados Unidos y la zona del euro se han deteriorado frente al informe anterior.** En el primer trimestre del año se observó en estos países una nueva oleada de contagios por Covid-19, lo que habría tenido un impacto relativamente moderado sobre la actividad económica<sup>2</sup>. Hacia adelante, el desempeño del mercado

1 De esta forma para 2022 y 2023 el Fondo Monetario Internacional (FMI) en su informe de abril redujo su pronóstico de crecimiento mundial al 3,6%, esto con impactos diferenciados entre regiones y países. A su vez, revisó al alza la inflación para economías avanzadas y emergentes. La invasión de Rusia a Ucrania llevaría a estas dos economías a una fuerte contracción del PIB, afectando países con vínculos comerciales y de remesas. Por ser Rusia y Ucrania importantes exportadores de materias primas, se ha afectado el suministro de insumos, lo que profundizaría los choques de oferta global y sumaría presiones sobre la inflación mundial. Además, este conflicto ha aumentado la volatilidad en los mercados financieros, la incertidumbre mundial y tendría impactos sobre la confianza de empresarios e inversionistas.

2 Al cierre de este informe se conoció que, según cifras preliminares, en el primer trimestre del año el PIB de los Estados Unidos tuvo una caída del 1,4% trimestral anualizado (t. a). Por su parte, la zona del euro se habría desacelerado al 0,8% t. a.

**Cuadro 2.1**  
Crecimiento económico de los principales socios comerciales<sup>a/</sup>

Principales socios	2020 (pr)	2021 (pr)	2022 (proy)	2023 (proy)
Estados Unidos	-3,4	5,7	3,1	2,3
Zona del euro	-6,5	5,3	2,6	2,4
China <sup>b/</sup>	2,3	8,1	4,6	5,1
Ecuador	-7,8	4,2	2,8	2,3
Brasil	-3,9	4,6	0,3	1,4
Perú	-11,0	13,3	3,0	3,1
México	-8,2	4,8	1,9	2,2
Chile	-6,0	11,7	2,2	1,7
Total socios comerciales <sup>a/</sup>	-6,7	7,0	2,8	2,4

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

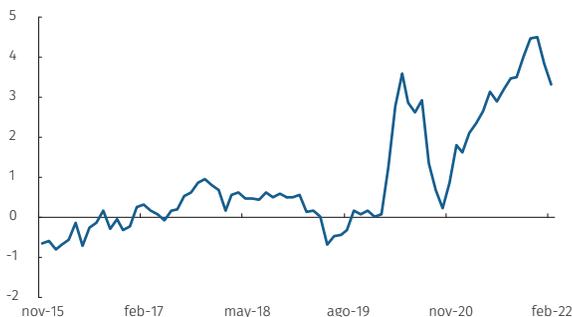
a/ Para el cálculo de las ponderaciones se hace uso de la participación en el comercio de bienes no tradicional.

b/ El dato de crecimiento del PIB del primer trimestre de 2022 fue publicado el 17 de abril. Este dato hizo parte del conjunto de información utilizado por la Junta Directiva del Banco de la República para su decisión del 29 de abril. Sin embargo, los pronósticos aquí presentados no incorporaron esta nueva información.

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

**Gráfico 2.3**  
Índice de presiones sobre las cadenas globales de suministro<sup>a/</sup>

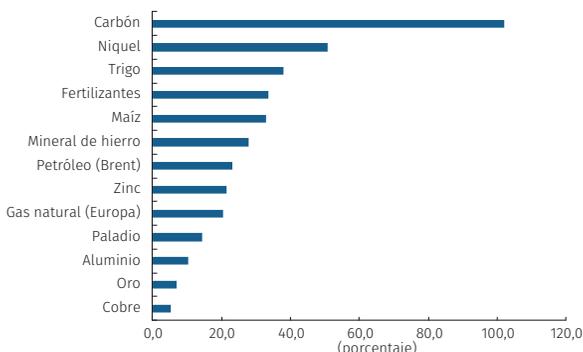
(desviaciones estándar con respecto a la media)



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

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

**Gráfico 2.4**  
Precios internacionales de algunas materias primas exportadas por Rusia y Ucrania (porcentaje, diferencia entre el precio promedio de enero y lo corrido de abril del 2022)



a/ Se presenta el cambio porcentual entre el precio promedio de enero y lo corrido entre el 1 y el 26 de abril. Para los fertilizantes se toma el índice de precios de fertilizantes de Norteamérica de Green Markets.

Fuente: Bloomberg.

laboral<sup>3</sup> y los ahorros acumulados por los hogares durante la pandemia favorecerían la demanda privada. No obstante, la alta inflación observada y esperada, producto del alza en las cotizaciones internacionales de los combustibles, las materias primas y de los alimentos, resultante de la invasión de Rusia a Ucrania<sup>4</sup> (Gráfico 2.4), junto con el deterioro de la confianza del consumidor, son factores que afectarían la dinámica del consumo privado. En el caso de Europa, el impacto de este conflicto sobre la actividad económica sería mayor<sup>5</sup>, pese a los esfuerzos de los gobiernos del continente por subsidiar a los hogares con el fin de atenuar el aumento de la inflación. Adicionalmente, las condiciones financieras de los Estados Unidos y la zona del euro se han deteriorado<sup>6</sup> y la política monetaria sería más restrictiva en el horizonte de pronóstico. Por último, aunque la producción industrial ha repuntado, estas economías enfrentan nuevos choques de oferta mundiales asociados con la invasión de Rusia a Ucrania y con la imposición de restricciones sanitarias en China. Con todo lo anterior, para 2022 se revisó a la baja el crecimiento económico de estos países y de forma más acentuada en la zona del euro (Cuadro 2.1).

**Para 2022 el supuesto de crecimiento económico de China se revisó a la baja en un entorno de nuevos brotes de contagio del virus y deterioros en el mercado inmobiliario.** En el primer trimestre del año la economía china registró una expansión anual del 4,8%, inferior al objetivo de crecimiento del gobierno (5,5%). En parte de este período y para lo corrido del segundo trimestre se ha registrado el mayor aumento de contagios por Covid-19 desde el comienzo de la pandemia, lo que ha derivado en la imposición de fuertes medidas de aislamiento social, intensificando las afectaciones sobre las cadenas de suministro y las restricciones de oferta mundial. Lo anterior, junto con el aumento del desempleo y los bajos niveles de confianza de los consumidores, impactaría el consumo de los hogares. Por su parte, algunos indicadores en el sector de vivienda sugieren mayores deterioros de esa actividad<sup>7</sup>, y en marzo las condiciones empresariales de la manufactura y los servicios señalan contracciones en el corto plazo. Asimismo, sus ventas externas estarían enfrentado un menor crecimiento económico mundial. En este contexto, se han desplegado

3 En marzo la tasa de desempleo en los Estados Unidos se redujo al 3,6% y en febrero la tasa de desempleo de la zona del euro disminuyó al 6,8%.

4 Véase el Recuadro 1 del Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República de marzo del 2022: "Invasión de Rusia a Ucrania: consideraciones sobre el contexto económico internacional".

5 Según el Banco Central Europeo (BCE), el crecimiento económico de la zona del euro se vería afectado por medio del canal comercial, de las materias primas y de la confianza. Algunos elementos que hacen prever un mayor impacto son la alta participación de las ventas externas en el producto, los vínculos comerciales con países afectados de Europa Central y Oriental y que Rusia es un proveedor importante de petróleo y gas.

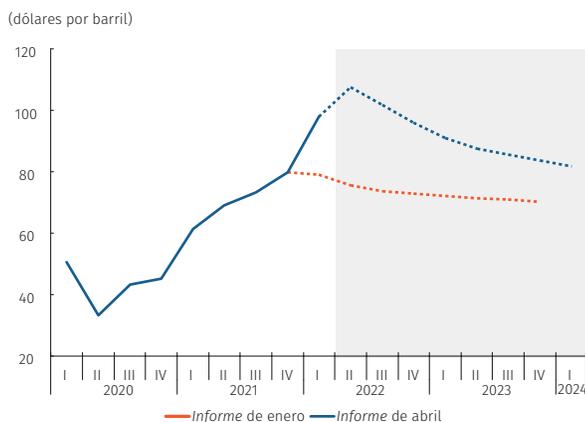
6 Para los Estados Unidos el índice de condiciones financieras nacionales de la Reserva Federal de Chicago pasó del -0,6 el 31 de diciembre de 2021 al -0,38 el 15 de abril de 2022.

7 En marzo las nuevas construcciones residenciales tuvieron una caída anual acumulada del 20,3% y la encuesta de condiciones actuales señala deterioros en el sector.

y se esperan más medidas de estímulo<sup>8</sup> gubernamental. Así, para 2022 se revisó a la baja el supuesto de crecimiento económico de ese país.

**El crecimiento promedio de los principales socios comerciales de la región fue revisado a la baja de forma moderada<sup>9</sup>.** Durante el primer trimestre del año, a pesar del mayor contagio del virus, el impacto de la pandemia en la región fue relativamente bajo frente a lo observado en oleadas anteriores, en medio de coberturas importantes de la vacunación. Por su parte, como resultado de la invasión de Rusia a Ucrania, algunos de los precios de los bienes básicos exportados por los países de la región han aumentado y permitirían una mejora del ingreso nacional. Esto, sumado a los bajos vínculos comerciales y financieros directos con Rusia y Ucrania, limitaría el impacto negativo de la guerra sobre las principales economías de la región. No obstante, los altos precios de los bienes importados restringirían la mejora de los términos de intercambio y, en particular, afectarían a los países que son importadores netos de hidrocarburos, como los de Centroamérica. Lo anterior estaría agregando presiones adicionales sobre la inflación<sup>10</sup> y estaría llevando a que aumenten las expectativas de la tasa de interés de política frente a lo contemplado a comienzos del año. A su vez, la demanda de exportaciones de los países de la región se vería afectada por el menor crecimiento esperado de las principales economías del mundo, como los Estados Unidos y China. Por último, factores como el aumento en los costos de financiamiento externo, que se suman a un espacio fiscal limitado y una alta incertidumbre global, estarían restringiendo el desempeño de la actividad económica. Teniendo en cuenta lo anterior, se revisó a la baja la proyección de crecimiento económico de Perú y Chile, y en mayor medida de México y Brasil. En el caso de Ecuador, que es uno de nuestros principales socios comerciales, las perspectivas han tenido alguna mejora por cuenta de una inflación moderada y el mayor precio del petróleo (Cuadro 2.1).

**Gráfico 2.5**  
Supuesto trimestral del precio del petróleo  
(referencia Brent)



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

## 2.1.2 Desarrollos de precios en el extranjero

**El supuesto del precio del petróleo se revisó al alza en todo el horizonte de pronóstico, en el contexto de la invasión de Rusia a Ucrania, inventarios mundiales relativamente bajos y rezagos en el repunte de la producción global (Gráfico 2.5).**

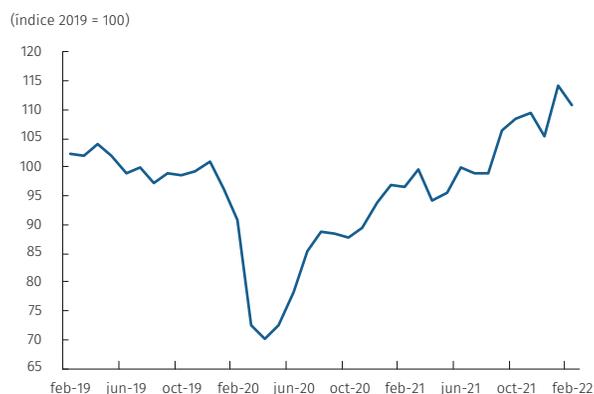
En los últimos meses el precio del petróleo ha mostrado alta volatilidad y ha sorprendido fuertemente al alza frente a lo esperado en el *Informe* de enero (Gráfico 2.4). Lo anterior, como consecuencia de la invasión rusa a Ucrania y su impacto sobre la oferta de petróleo, dado que Rusia es un productor impor-

8 Los planes de inversión en infraestructura para este año podrían sumar USD 2,3 miles de millones. A su vez, el Banco Popular de China el 15 de abril redujo la tasa de requerimientos de reservas de los bancos comerciales en 25 pb.

9 Corresponde al crecimiento ponderado por el comercio de bienes no tradicionales de Ecuador, Brasil, Chile, México y Perú, el cual para 2022 pasó del 2,5% en el *Informe* de enero al 2,2% en el reporte actual.

10 En marzo la inflación total al consumidor fue del 11,3% en Brasil, del 9,4% en Chile, del 7,5% en México, del 6,8% en Perú y del 2,6% en Ecuador.

Gráfico 2.6  
Índice de términos de intercambio de Colombia,  
metodología de comercio exterior



Fuente: Banco de la República.

tante de crudo, gas natural y carbón en el mundo<sup>11</sup>. Además, la OPEP+ ha presentado dificultades para incrementar su extracción y cumplir con sus cuotas, y mantendría recortes en su producción durante buena parte del año. Por su parte, a pesar de los altos precios, otros países como los Estados Unidos presentan rezagos en las inversiones y en el aumento de la producción. Por el lado de la demanda, en 2022 el PIB mundial seguiría expandiéndose en un entorno de bajos inventarios<sup>12</sup>, generando presiones adicionales sobre los precios. No obstante, las revisiones a la baja del crecimiento global, los confinamientos de parte de la población en China por los rebotes del virus y los altos precios del crudo moderarían su demanda, lo cual, sumado al aumento esperado de la producción en países diferentes a Rusia y los compromisos de liberación de reservas estratégicas por parte de los Estados Unidos y otros miembros de la Agencia Internacional de Energía, contribuiría a mitigar parcialmente las presiones sobre los precios a lo largo del horizonte de pronóstico. Con todo lo anterior, se supone que la cotización del petróleo Brent se ubicaría en promedio cerca de USD 101 por barril (bl) en 2022 y de USD 87 bl en 2023. Esto representa una fuerte revisión al alza frente a lo presentado en el *Informe* anterior (USD 75 bl para 2022 y USD 71 bl para 2023).

**Para 2022 se espera que el aumento en los precios de los principales bienes exportados contribuya a un mayor nivel de los términos de intercambio (TI).** En el promedio de los dos primeros meses de 2022 los TI se incrementaron anualmente en 16,3% (Gráfico 2.6). Esta dinámica se ha visto favorecida por los mayores precios internacionales de los bienes exportados por el país, dentro de los que se destacan petróleo, carbón, café, entre otros. Hacia adelante se esperan elevadas cotizaciones internacionales de estos productos, así como altos precios de las importaciones, en particular de bienes agrícolas, insumos y combustibles, debido al impacto asociado con la invasión de Rusia a Ucrania. A lo anterior se suma la persistencia de los altos costos de transporte internacional y las disrupciones en las cadenas globales de suministro. En neto, se prevé una mejora en los TI del país y su impacto sobre la actividad económica dependerá, en parte, de la recuperación que se observe en la oferta de petróleo, carbón y café, la cual se encuentra por debajo de los niveles previos a la pandemia.

**En los últimos meses la inflación ha continuado aumentando en varias economías avanzadas y las perspectivas sugieren desviaciones más persistentes respecto a sus metas.** De acuerdo con el FMI, las presiones inflacionarias en el mundo han sido más amplias, más persistentes y se han incrementa-

11 Debido a la invasión de Rusia a Ucrania, los Estados Unidos prohibió la importación de petróleo, gas natural y carbón ruso, y el Reino Unido espera reducir sus compras de petróleo ruso para finales de 2022. Por su parte, grandes empresas del sector estarían buscando interrumpir sus operaciones en Rusia. Lo anterior, según la Administración de Información Energética de Estados Unidos (EIA) y la Agencia Internacional de la Energía (AIE), se traduciría en una disminución de la producción de petróleo y otros combustibles líquidos en Rusia.

12 En el primer trimestre del año los inventarios comerciales de los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) se redujeron a mínimos desde 2014.

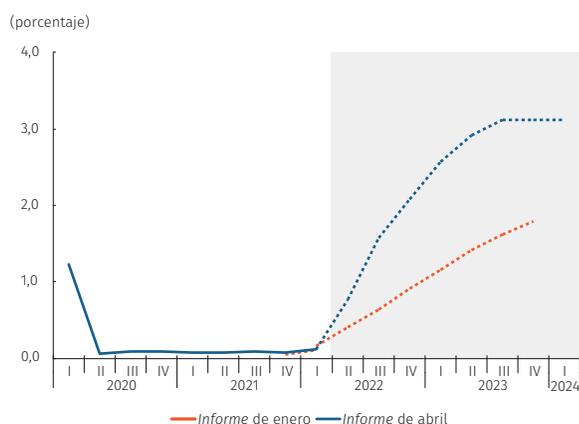
do por cuenta de la invasión de Rusia a Ucrania, resultando en una proyección de inflación anual para el cuarto trimestre de 2022 del 4,8% para las economías avanzadas y del 8,8% para los países emergentes y en desarrollo. En los Estados Unidos la inflación total de marzo fue del 8,5%<sup>13</sup>, registro no observado desde diciembre de 1981, y la inflación básica anual aumentó al 6,5%. Hacia adelante, el FMI sitúa la inflación total por encima de lo esperado meses atrás y sugieren que las presiones sobre los precios serían más persistentes<sup>14</sup>, de tal manera que la inflación convergería a valores superiores al 5% a finales de 2022 y a valores superiores al 2,0% a finales de 2023. Asimismo, algunas medidas de expectativas de inflación a más largo plazo se ubican por encima del 2,0%<sup>15</sup>. Por su parte, en la zona del euro la inflación básica anual fue del 2,9% en marzo, mientras que la inflación total anual llegó al 7,4%<sup>16</sup>. Para finales de 2022 la mediana de la encuesta a analistas realizada por el BCE en abril aumentó frente a lo esperado a inicios de año y se ubica cerca del 5,5%.

### 2.1.3 Desarrollos financieros externos

#### Para los Estados Unidos se revisó al alza la senda de la tasa de política monetaria frente al Informe anterior (Gráfico 2.7).

En su reunión de marzo el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por su sigla en inglés) incrementó en 25 pb la tasa de interés, acorde con lo esperado por el equipo técnico en el Informe de enero. Adicionalmente, desde marzo la Reserva Federal no estaría efectuando nuevas compras netas de activos y anunció que en su reunión de mayo daría inicio al proceso de reducción de su hoja de balance<sup>17</sup>. La información proveniente de las proyecciones del FOMC, de los futuros y de las encuestas de analistas muestran una senda de tasas de interés más alta frente a lo contemplado a comienzos del año. Lo anterior, en un contexto de inflación alta y persistente, mayores expectativas de inflación y bajas tasas de desempleo. Además, se han dado anuncios por parte de miembros del

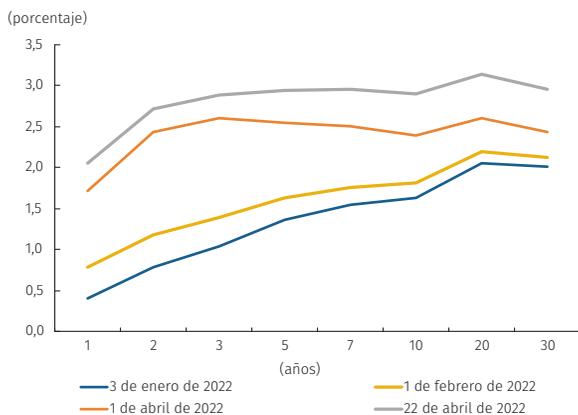
Gráfico 2.7  
Supuesto trimestral de la tasa de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos



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

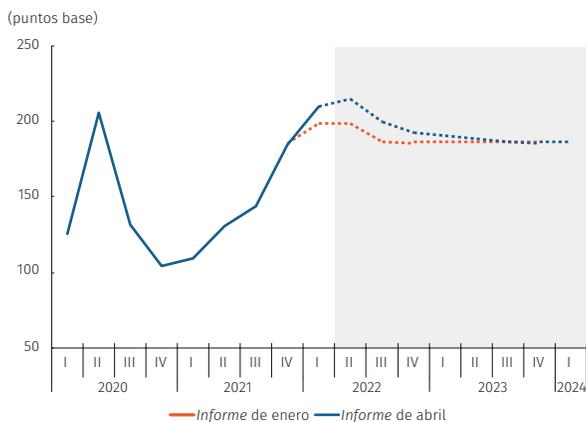
- 13 Se observaron presiones inflacionarias en los componentes de la energía y de los alimentos originados por la invasión de Rusia a Ucrania. Resaltan los mayores costos laborales, el incremento en los precios de la vivienda y de los servicios asociados (por ejemplo, el alquiler) y las presiones sobre las cadenas globales de suministro, con persistencia en los altos costos de transporte internacional de mercancías.
- 14 Uno de los factores que estarían detrás de una mayor persistencia sería el efecto del aumento de los precios de la vivienda en esta economía. Un análisis del comportamiento reciente de este mercado se encuentra en el Recuadro 1 de este informe.
- 15 Las tasas *breakeven inflation* a cinco años y diez años, consultadas el 21 de abril de 2022, son del 3,7% y 3,0%, respectivamente. Por su parte, las tasas *forward inflation expectation* a cinco años se sitúan en el 2,7%.
- 16 El componente de la energía se incrementó, impulsado por los precios del gas (50,1%), los combustibles líquidos (89,1%) y la electricidad (41,2%). También se incrementaron los precios de los alimentos (5,8%) y las categorías asociadas con la flexibilización de las medidas de aislamiento de los países, al tiempo que persisten los problemas en las cadenas globales de suministro.
- 17 Las minutas sugieren que podría reducirse la hoja de balance hasta USD 95 mil millones de dólares mensuales, comenzado de forma gradual en los primeros tres meses.

Gráfico 2.8  
Curva diaria de los bonos del tesoro de los Estados Unidos



Fuente: US Department of the Treasury.

Gráfico 2.9  
Supuesto trimestral de la prima de riesgo de Colombia (CDS)<sup>a/</sup>



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

FOMC sobre posibles aumentos más pronunciados en la tasa de interés de política monetaria frente a lo presentado en la mediana de las proyecciones de su reunión de marzo. De esta forma, frente al *Informe* de enero se elevó el supuesto para la tasa de interés de política monetaria en los Estados Unidos, la cual se ubicaría un rango entre el 2,25% y 2,5% al final de 2022 y entre el 3,0% y 3,25% al final de 2023<sup>18</sup>. Por su parte, el BCE, en su reunión de abril, no cambió sus tasas de interés de referencia, entró en la fase de reinversión de los valores adquiridos en el marco del Programa de Compras de Emergencia frente a la Pandemia (PEPP, por su sigla en inglés) y anunció que espera que las compras netas de activos en el marco del Programa de Compras de Activos (APP, por su sigla en inglés) concluyan en el tercer trimestre del año. La mediana de la encuesta a analistas realizada por el BCE en abril contempla una política monetaria menos expansiva frente a los resultados de enero.

**En el primer trimestre de 2022 las condiciones financieras externas de Colombia presentaron comportamientos mixtos.** Por un lado, en lo corrido del año las tasas de interés los títulos de deuda en los Estados Unidos se han venido incrementando (Gráfico 2.8). Esto ocurrió en un entorno de presiones inflacionarias más persistentes, deterioro de las proyecciones de crecimiento económico y una perspectiva de ajustes más rápidos de la política monetaria por parte de la Reserva Federal. Por su parte, según el IIF<sup>19</sup>, en el primer trimestre de 2022 los flujos de inversión extranjera de portafolio hacia América Latina alcanzaron valores cercanos a los USD 26 m y superaron el valor promedio de los dos trimestres anteriores. Para Colombia, los datos de la balanza cambiaria local indican entradas netas de capitales por inversión extranjera de portafolio por valor de USD 843 m durante el primer trimestre de 2022, y de USD 459 m en lo corrido del mes hasta el 8 de abril, cifra que contrasta con lo observado durante el cuarto trimestre del año anterior, cuando se registraron salidas netas por USD 1.356 m<sup>20</sup>.

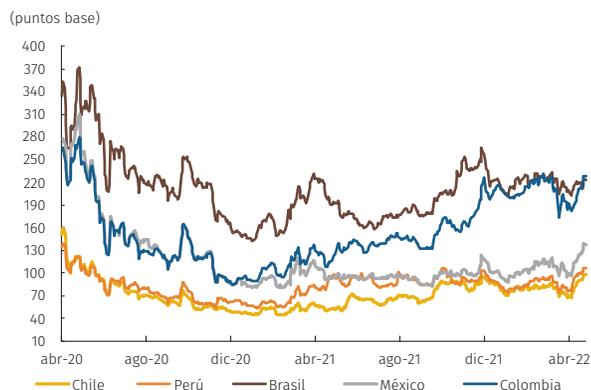
**Para 2022 se supone una prima de riesgo mayor frente a la del Informe de enero (Gráfico 2.9).** En el contexto de la invasión de Rusia a Ucrania, los principales indicadores de riesgo en economías avanzadas (*Vix* y *Vstox*) aumentaron con respecto al cuarto trimestre de 2021, así como las medidas de riesgo geopolítico y de incertidumbre económica global. No obstante, estos últimos indicadores se han moderado durante las últimas semanas, en la medida en que el conflicto no se ha escalado a otros países (Gráfico 2.2). Por su parte, las primas de riesgo y las tasas de cambio en varios países de América Latina se vieron menos afectadas que las de otros

18 Para el resto de 2022 se supone incrementos de 50 pb en mayo y junio, y además cuatro incrementos más de 25 pb en el segundo semestre (uno por cada reunión). Para 2023 se esperan tres ajustes adicionales en la primera mitad del año.

19 Instituto de Finanzas Internacionales, por su sigla en inglés.

20 La participación de Colombia en uno de los principales índices de renta fija (GBI-EM Global Diversified de JP Morgan) aumentó entre enero y marzo de 2022 como resultado de la reducción de la participación rusa y su posterior exclusión en este índice.

Gráfico 2.10  
Credit default swap a cinco años para algunos países de América Latina



Nota: cifras hasta el 25 de abril de 2022.

Fuente: Bloomberg; cálculos del Banco de la República.

países emergentes<sup>21</sup>. En el caso de Colombia, el *credit default swap* (CDS) a cinco años aumentó trimestralmente en 24 pb en el primer trimestre del año, alcanzando un valor promedio de 209 pb (Gráfico 2.10), superior al observado en el cuarto trimestre de 2021 (185 pb) y al supuesto del equipo técnico en el *Informe* de enero (198 pb)<sup>22</sup>. A su vez, en el primer trimestre de 2022 el peso colombiano (TRM) se depreció 0,9%<sup>23</sup>. La mayor prima de riesgo para Colombia se ha dado a pesar de los aumentos en el precio del petróleo, y en medio de factores globales, como las perspectivas de una política monetaria menos expansiva en países avanzados, la mayor incertidumbre global por la invasión de Rusia a Ucrania y los mayores riesgos sobre el crecimiento económico mundial derivados de nuevos brotes de contagio de Covid-19 en China, entre otros. A esto se le suman factores locales como los desbalances macroeconómicos, la incertidumbre política y una calificación crediticia por debajo del grado de inversión para la deuda en moneda extranjera. Teniendo en cuenta lo anterior, se supone una prima de riesgo más alta respecto al *Informe* de enero, que en 2022 alcanzaría 204 pb en promedio y convergería a 186 pb al final del horizonte de pronóstico.

## 2.2 Proyecciones macroeconómicas<sup>24</sup>

### 2.2.1 Inflación

**Las presiones alcistas originadas en el exterior están siendo más fuertes y duraderas que las previstas en el *Informe anterior*, con lo cual la indexación de algunos precios se daría a tasas más altas y conduciría a una inflación más elevada y persistente en el horizonte de pronóstico.** El conflicto bélico en Ucrania, la política de cero tolerancia al Covid en China y la alta inflación externa estarían llevando a que los precios internacionales de las materias primas y de los bienes en general mantengan altos niveles, y a que continúen los problemas globales logísticos y de transporte. Asimismo, se ha registrado un fuerte aumento de los precios internacionales de los alimentos y de algunos insumos necesarios para la producción interna de los mismos. Esto ha generado presiones alcistas más acentuadas y persistentes sobre los precios al consumidor en Colombia que las proyectadas anteriormente, por lo cual se considera el principal factor detrás del incremento importante en la senda esperada para la inflación total de este

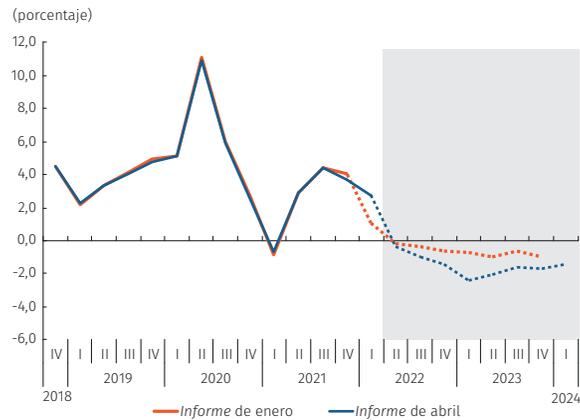
21 Para el promedio del primer trimestre de 2022 el *credit default swap* (CDS) a cinco años de México creció levemente, y los de Brasil, Perú y Chile se redujeron marginalmente. En ese período las tasas de cambio se apreciaron en promedio trimestral en Brasil (6,5%), Chile (2,3%), México (1,2%) y Perú (5,5%).

22 En el promedio de marzo la prima de riesgo fue de 206 pb. En lo corrido de abril al 22, alcanzó 201 pb. Para el mismo período, la tasa de cambio promedio pasó de COP3.799 a COP3.748 por dólar y el precio del petróleo de USD112 bl a USD106 bl.

23 En el presente mes hasta el 22 de abril se ha apreciado un 4,3% frente al valor promedio registrado en el primer trimestre del año.

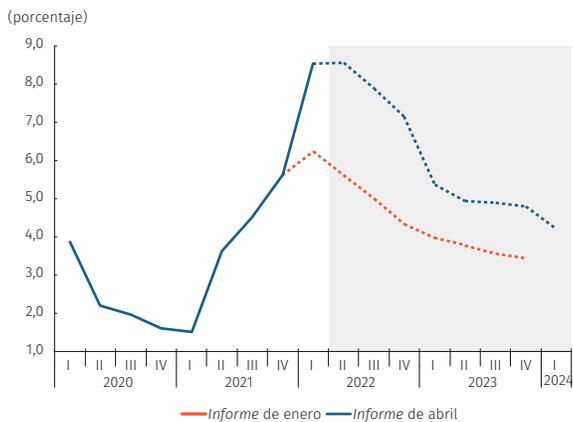
24 Suponen una política monetaria activa en la cual la tasa de referencia del Banco de la República se ajusta para garantizar el cumplimiento de la meta de inflación.

**Gráfico 2.11**  
Brecha inflacionaria de la TCR trimestral<sup>a/</sup>  
(variación anual, fin de período)



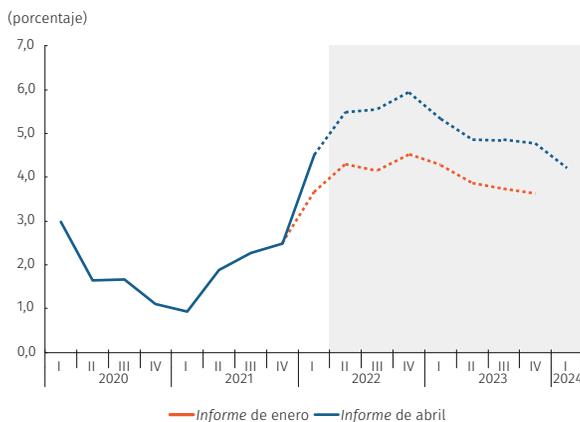
a/ La brecha inflacionaria de la tasa de cambio real (TCR) captura las presiones inflacionarias provenientes de la tasa de cambio. Valores positivos de esta brecha implican presiones alcistas sobre la inflación provenientes del tipo de cambio. Esta brecha se calcula como la desviación de la tasa de cambio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

**Gráfico 2.12**  
Índice de precios al consumidor  
(variación anual, fin de período)



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

**Gráfico 2.13**  
IPC sin alimentos ni regulados  
(variación anual, fin de período)



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

*Informe.* A estos choques externos se suman una oferta agropecuaria interna reducida y una indexación a tasas más altas a partir de 2023, que tendría efectos al alza sobre el IPC. No obstante, en esta oportunidad se prevé una mejora de los TI, lo que contribuiría a un comportamiento de la tasa de cambio real que ejercería algunas presiones a la baja sobre la inflación en el horizonte de pronóstico (Gráfico 2.11). El pronóstico actual también considera una demanda que pierde dinamismo en lo que resta de año desde los altos niveles alcanzados a finales de 2021 y que lleva a una estimación de la brecha del producto en niveles cercanos a cero en el horizonte de pronóstico. Todo lo anterior sucedería bajo una política monetaria que se seguiría ajustando de manera activa para impedir que las expectativas de inflación se desanclen y garantizar así la convergencia de la inflación a su meta. Este último objetivo se alcanzaría más allá del horizonte de pronóstico de este *Informe*, cuando se habrán diluido las presiones de origen externo, las cuales deberían empezar a ceder gradualmente a partir del segundo y tercer trimestre del presente año, y en la medida en que la indexación se registre a tasas más cercanas a la meta. El pronóstico también supone que los ajustes de los precios de los combustibles se presentarían desde el segundo semestre de 2022 y que desde comienzos de 2024 desaparecerían los efectos de los alivios de impuestos que aún están vigentes. Tomando todo esto en cuenta, se sigue esperando que la inflación total anual alcance un punto máximo en el segundo trimestre de este año (8,5%) y que a partir de allí empiece a reducirse paulatinamente, cerrando 2022 en 7,1% y 2023 en 4,8% (Gráfico 2.12). Este pronóstico contempla la reversión de alivios que aún permanecen activos y que se darían entre 2022 y 2023, así como los días sin IVA programados para 2022. Sin embargo, no contempla los posibles efectos de las recientes rebajas de aranceles en buena parte de los renglones económicos, como tampoco las jornadas del día sin IVA que se realizarían en 2023. Estas estimaciones mantienen un amplio margen de incertidumbre, asociado principalmente con la evolución de las condiciones externas y su traspaso a los precios internos, así como con la alta volatilidad que le imprime a la inflación las jornadas del día sin IVA, el fin de la emergencia sanitaria y otros alivios en impuestos.

**La mayor persistencia de los choques externos y la indexación a tasas de inflación más altas para 2023 también llevaron a una importante revisión al alza del pronóstico de la inflación básica para los próximos dos años.** En este *Informe* se espera que la inflación básica anual, medida con la variación anual del IPC sin alimentos ni regulados (SAR), continúe aumentando en lo que resta del año, alcanzando un máximo del 5,9% en el cuarto trimestre, para luego descender gradualmente hasta el 4,8% al cierre de 2023 y convergiendo a la meta más allá del horizonte de pronóstico (Gráfico 2.13). Las presiones externas más fuertes y duraderas desempeñaron un papel muy importante en la revisión de la senda de pronóstico, la cual también estaría afectada por la indexación a tasas de inflación mayores para 2023 y 2024. La proyección contempla una brecha del producto cerrada, en la medida en que el crecimiento de la demanda interna se modera a lo largo del año, lo que evitaría que por este concepto se generen presiones alcistas sobre los precios, las cuales refuerzan las presiones externas y de

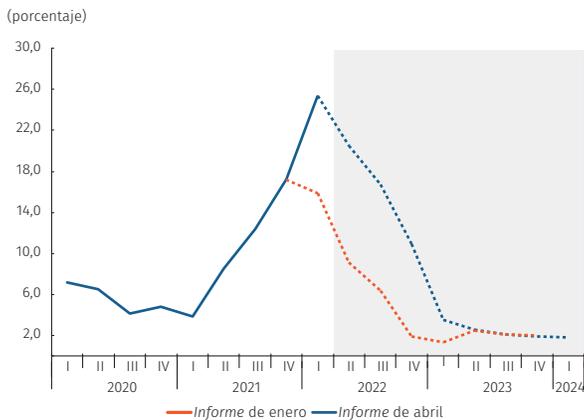
costos. Adicionalmente, frente al *Informe* anterior la senda supone un comportamiento de la tasa de cambio real que favorecería en mayor medida la reducción de la inflación. Esta proyección también incorpora la dinámica de los alivios vigentes en impuestos indirectos.

**Además de las presiones externas, el IPC de bienes SAR y el de servicios SAR seguirían afectados por varios factores, incluidos la indexación y los distintos alivios en impuestos indirectos.** El IPC de bienes SAR seguiría afectado principalmente por las presiones de origen externo, las cuales empezarían a ceder en los próximos meses, aunque solo desaparecerían plenamente en el mediano plazo. Esto permitiría una moderación en el ritmo de crecimiento trimestral del IPC de esta subcanasta a partir del segundo trimestre de este año, aunque desde niveles mucho más altos que los esperados anteriormente. Sin embargo, en variaciones anuales se observarían incrementos hasta el tercer trimestre de 2022, período a partir del cual este indicador descendería y se ubicaría un poco por debajo del 3,0% al final del horizonte de pronóstico. Esta proyección también contempla la dinámica de las jornadas del día sin IVA de 2022 (programadas para marzo, junio y diciembre) y la restitución del IVA a los bienes de aseo e higiene personal, dispuesta, en el momento de producción de este informe, para el 30 de abril del presente año según el anuncio del fin de la emergencia sanitaria<sup>25</sup>. El IPC de servicios SAR también seguiría estando afectado por: 1) las presiones de costos de alimentos, principalmente a través del grupo de las comidas fuera del hogar (CFH), cuya participación en la subcanasta es alta (18%); 2) por una indexación a partir de 2023 a tasas más altas de inflación, y su efecto sobre rubros importantes del IPC de servicios, tales como los arriendos (véase Recuadro 1); 3) por la restitución del IVA del 19% a la hotelería, turismo y pasajes aéreos y por el regreso del impuesto al consumo a las CFH para los establecimientos de régimen de tributación simple, todos ellos en enero de 2023, afectando las cifras de ajuste anual durante un año. En este *Informe* se redujo el impacto esperado para 2023 de la restitución de este último impuesto, dado que a comienzos de 2022 un número importante de restaurantes que están bajo el régimen común ya lo implementaron. Con todo lo anterior, la variación anual del IPC de servicios SAR continuaría creciendo hasta finales de 2022, aunque a un ritmo mucho menor al registrado durante el último año, y se mantendría relativamente estable en 2023, descendiendo solo a partir de 2024 a niveles algo por encima del 4,0%.

**Las presiones internas y externas que afectaron más de lo previsto a los precios de los alimentos en los anteriores trimestres empezarían a ceder entre el segundo y tercer trimestres del año.** En este *Informe* se revisó significativamente al alza la senda proyectada de la variación anual de los precios de los alimentos para lo que resta del año. Se espera que el ajuste anual de esta subcanasta haya alcanzado niveles máximos en el primer trimestre y que empiece a descender a partir del segundo, a la par con la estabilización o descenso de los precios y costos externos y con la recuperación de la oferta agropecuaria interna. Esto último debería ser posible gracias a unas condiciones climáticas que se prevén favorables y a que los precios actuales de los productos perecederos son altos y deberían estimular una mayor producción, a pesar de los mayores costos. De esta manera, para el segundo semestre se anticipan caídas en el nivel de precios de varios productos perecederos, lo que, sumado a una desaceleración del IPC de alimentos procesados, contribuiría al descenso en la variación anual de alimentos y a frenar el aumento de la inflación total. Así, para finales de 2022 la variación anual del IPC de alimentos se situaría en el 10,9% y hacia 2023 se estabilizaría en tasas más compatibles con la meta, cerrando el año en niveles cercanos al 1,9% (Gráfico 2.14).

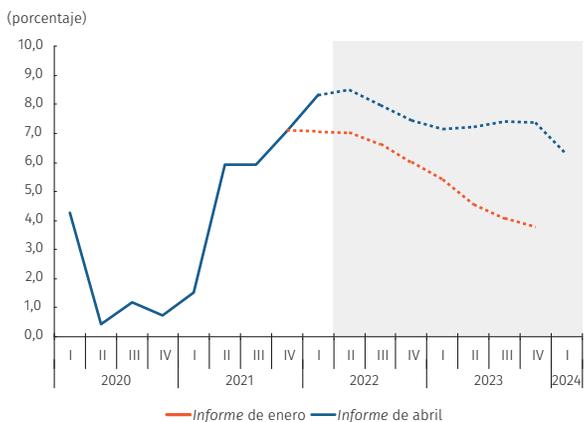
25 En este informe no se alcanzó a incorporar el anuncio de la extensión de la emergencia sanitaria hasta el 30 de junio del presente año, realizado por la Presidencia el 25 de abril de 2022.

**Gráfico 2.14**  
IPC de alimentos  
(variación anual; fin de período)



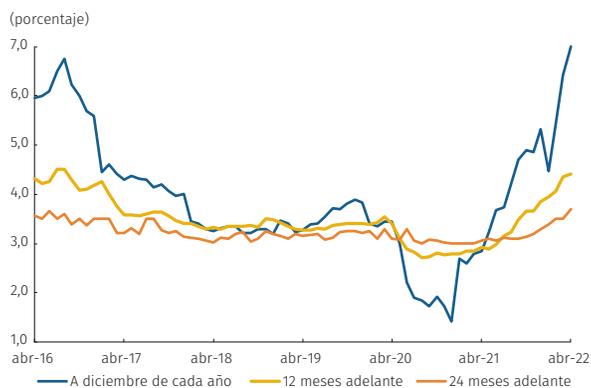
Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

**Gráfico 2.15**  
IPC de regulados  
(variación anual; fin de período)



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

**Gráfico 2.16**  
Pronósticos de inflación de bancos y comisionistas de bolsa<sup>a/</sup>



a/ Corresponde a la mediana de las respuestas.  
Fuente: Banco de la República (Encuesta mensual a analistas).

**El IPC de regulados continuaría mostrando variaciones anuales importantes a lo largo de todo el horizonte de pronóstico.**

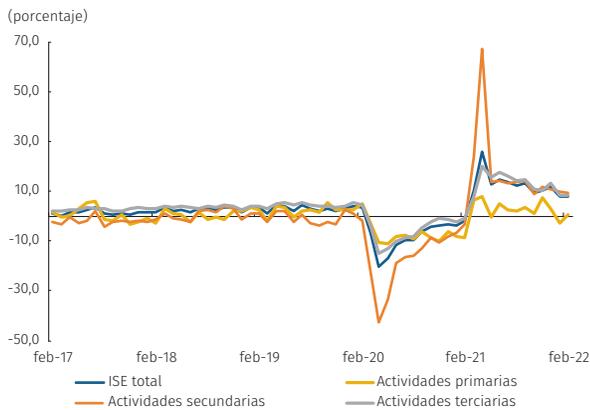
La variación anual del IPC de regulados seguiría sometida a presiones alcistas provenientes de los altos niveles recientes del IPC, del índice de precios al productor (IPP) y de los precios internacionales de algunas materias primas, los cuales inciden en las fórmulas tarifarias de los servicios públicos y otros regulados. También enfrentaría presiones por la reposición de pérdidas y la transmisión al consumidor de costos asociados a la inversión de algunas empresas prestadoras de servicios públicos, especialmente de energía eléctrica. Como ya se ha señalado, algunas de estas presiones han sido mayores y más persistentes que lo anticipado. Varias de ellas cederían a partir del segundo y tercer trimestres del año, sin embargo, las originadas en la inflación pasada lo harían más lentamente y con rezago, por lo que continuarían ejerciendo presiones alcistas relevantes sobre esta subcanasta. Por su parte, en el actual pronóstico no se suponen ajustes en el precio de los combustibles durante el primer semestre de 2022, a diferencia de lo contemplado anteriormente. Estos ajustes retornarían a partir de la segunda mitad del año y continuarían en 2023 y 2024, pero suponen una transmisión incompleta del precio internacional del petróleo a los precios internos de los combustibles en el horizonte de pronóstico. Con todo esto, se revisó al alza la senda proyectada para la variación anual del IPC de regulados. Este indicador alcanzaría su punto máximo hacia mediados de 2022 (8,5%) y luego descendería, registrando un 7,5% en diciembre de 2022 y 7,4% al cierre de 2023 (Gráfico 2.15).

**Las expectativas de inflación del mercado para finales de este año aumentaron de manera considerable y continúan por encima de la meta en el horizonte de pronóstico.**

Las expectativas de los analistas económicos, obtenidas a partir de la encuesta mensual del Banco aplicada entre el 6 y el 8 de abril (Gráfico 2.16), sugieren una inflación total para finales de 2022 del 7,0% en la mediana de las respuestas (4,5% en la encuesta de enero) y del 5,6% para la inflación sin alimentos (3,8% en la encuesta de enero). Para finales de 2023, según los resultados de la encuesta, estas medidas se reducirían al 4,1% y al 3,9%, respectivamente. Por su parte, con información al 22 de abril, las expectativas estimadas con base en los bonos de deuda pública (*breakeven inflation*, BEI), ajustados por las primas de riesgo inflacionario y de liquidez<sup>26</sup>, también aumentaron y se ubican a dos, tres y cinco años en 4,57%, 4,32% y 4,01%, respectivamente.

26 Las expectativas de inflación netas de primas se calculan como el diferencial de las tasas nominales y reales libres de riesgo extraídas de los mercados de deuda pública local a diferentes plazos (Abrahams *et al.*, 2015; Espinosa *et al.*, 2015). En este sentido, la denominada “prima por riesgo inflacionario” surge de restar la prima por término de la curva de TES en UVR a la prima a término de la curva de TES en pesos. Los diferenciales en estas primas a término pueden estar reflejando incertidumbre sobre la inflación a futuro, sin embargo, también pueden estar influenciados por fricciones particulares de cada mercado, como las preferencias de algunos agentes en invertir en cierto tipo de títulos. Finalmente, el componente de liquidez se calcula como el diferencial entre la prima por liquidez extraída de los TES en pesos y de los TES en UVR. Así, el BEI total calculado con esta metodología se puede descomponer entre las expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionario y un componente de liquidez.

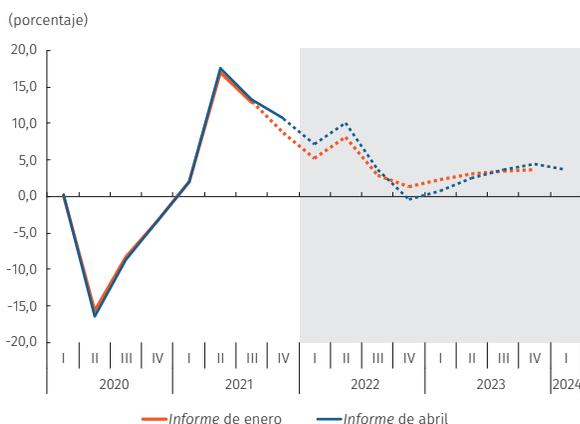
**Gráfico 2.17**  
ISE total y por sectores de actividad<sup>a/, b/</sup>  
(variación anual)



a/ Actividades primarias: agricultura, caza, silvicultura y pesca; y explotación de minas y canteras. Actividades secundarias: industrias manufactureras y construcción. Actividades terciarias: suministro de electricidad, gas y agua; comercio, reparación, transporte y alojamiento; información y comunicaciones; actividades financieras y de seguros; actividades inmobiliarias; actividades profesionales, científicas y técnicas; actividades de servicios administrativos y de apoyo; administración pública y defensa, educación y salud; actividades artísticas y de entretenimiento.

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

**Gráfico 2.18**  
PIB trimestral<sup>a/</sup>  
(variación anual)



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

## 2.2.2 Actividad económica

**En el primer trimestre de 2022 el PIB habría registrado niveles ligeramente superiores a aquellos históricamente altos observados a finales del año pasado.** Después del fuerte crecimiento que se observó en el cuarto trimestre de 2021, la economía colombiana habría moderado su crecimiento en los primeros meses de 2022, aunque sosteniendo niveles superiores a los previstos en el *Informe* de enero. Para el primer trimestre de este año, los indicadores sectoriales disponibles, en particular el ISE (Gráfico 2.17), sugieren que el PIB habría registrado un leve incremento frente al alto nivel del cuarto trimestre de 2021 (0,7% trimestre anualizado); no obstante, dada la base baja de comparación del primer trimestre de 2021, el producto se habría expandido anualmente a un ritmo del 7,2% (antes 5,2%) (Gráfico 2.18). En este período los sectores de información y comunicaciones, la rama de actividades artísticas y de recreación, el comercio, reparación, transporte y alojamiento, y la industria manufacturera habrían sido los más dinámicos; por el contrario, las actividades financieras y de seguros sería la única gran rama que se contraería anualmente debido al último pago asociado con la contingencia de Hidroituango. Los sectores de construcción y minería, aunque con variaciones anuales positivas, se mantendrían rezagados.

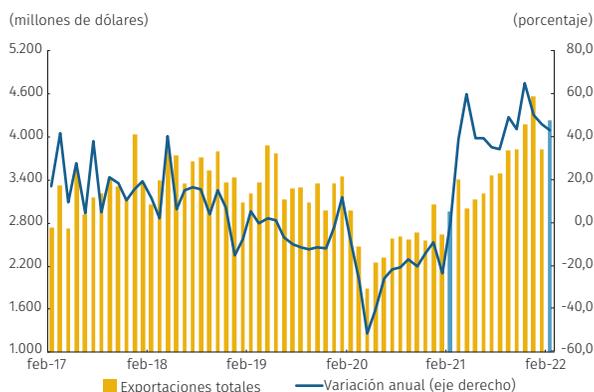
**La demanda interna habría seguido registrando una buena dinámica, de la mano de un consumo privado robusto.** En el primer trimestre la absorción habría continuado expandiéndose a una tasa anual superior a la del PIB, registrando un nuevo aumento frente al trimestre anterior. Este comportamiento se explicaría principalmente por el desempeño del consumo privado, para el cual se espera un crecimiento intertrimestral adicional, aunque más moderado que el observado en 2021. El consumo de servicios volvería a ser dinámico, como lo sugieren el ISE del sector terciario y las cifras de transacciones de algunos bancos comerciales. Adicionalmente, la jornada sin IVA del primer trimestre habría favorecido la dinámica del consumo de bienes durables y, en menor medida, el de semidurables. No obstante, la moderación en el aumento del consumo de los hogares obedecería a factores como el agotamiento del excedente de ahorro generado durante la pandemia, a una menor demanda insatisfecha, al posible impacto que los altos precios de los alimentos tendrían sobre el gasto de las familias (principalmente de ingresos bajos) y al deterioro reciente en la confianza de los consumidores, entre otros factores. Además, se espera que el crecimiento anual del componente público del consumo se haya desacelerado y registre una leve caída trimestral, explicada principalmente por una disminución en los gastos de personal relacionada con las restricciones que impone la ley de garantías y una menor ejecución de recursos asociados con el proceso de vacunación. Con todo ello, el consumo total habría crecido un poco entre trimestres, con una expansión anual aún alta como consecuencia de una base baja de comparación y unos niveles históricamente altos que superarían a los observados antes de la pandemia.

**En el primer trimestre la inversión habría continuado recuperándose, aunque sin alcanzar los niveles prepandemia, dado el rezago que se observa en el segmento de construcción.** Este

pronóstico tiene en cuenta un nivel importante para las importaciones de bienes de capital a marzo (con avances de la DIAN), lo que sugiere que la inversión en maquinaria y equipo habría crecido frente a los altos niveles alcanzados a finales del año pasado, con un dinamismo que seguiría estando asociado al buen desempeño del sector manufacturero y a unas compras de equipo de transporte elevadas. Por otro lado, las cifras de iniciaciones de obras residenciales y ventas permiten prever que la inversión en vivienda habría seguido recuperándose durante el primer trimestre. De modo similar, también se anticipa un aumento en la inversión en otros edificios y estructuras (incluida la de obras civiles), en parte gracias al avance en la ejecución de planes de inversión local y regional. Pese a lo anterior, la inversión en construcción permanecería cerca de un 20% por debajo de sus niveles prevalecientes antes del choque de la pandemia. El agregado de la formación bruta de capital fijo habría aumentado trimestralmente, pero sin superar todavía los niveles previos al choque del Covid-19.

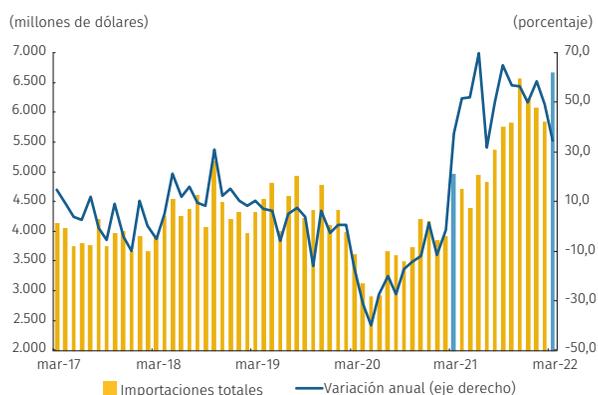
**El déficit comercial se habría sostenido en niveles históricamente altos en el primer trimestre.** Luego de los buenos resultados de finales del año pasado, no se espera una expansión adicional de las exportaciones en el primer trimestre. Este agregado seguiría siendo impulsado por las ventas de bienes no tradicionales y de servicios. Sin embargo, los indicadores disponibles a febrero (Gráfico 2.19) apuntan a una caída de las exportaciones tradicionales en términos trimestrales, principalmente de carbón, y de petróleo y sus derivados. Pese a lo anterior, dada la base baja de comparación, las exportaciones totales mostrarían una tasa anual de expansión significativa. Por otra parte, la información preliminar a marzo (Gráfico 2.20) apunta a un aumento trimestral de las importaciones, con las compras de bienes de capital destinadas a la industria como el componente más dinámico. Dado lo anterior, en el primer trimestre el déficit externo en pesos constantes habría aumentado un poco frente al del trimestre anterior, y la contribución de la demanda externa neta a la variación anual del PIB de ese período habría seguido siendo negativa.

Gráfico 2.19  
Exportaciones totales de bienes (FOB)  
(mensual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

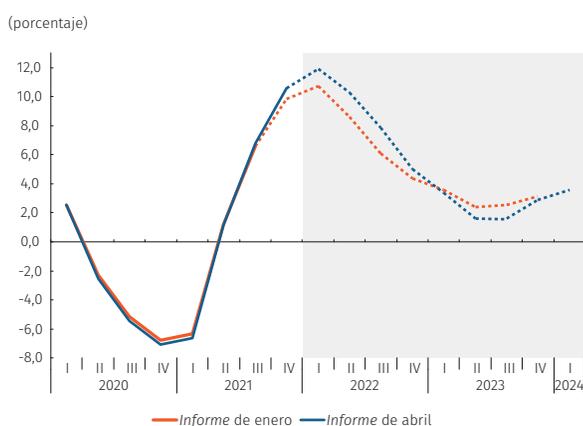
Gráfico 2.20  
Importaciones totales de bienes (CIF)  
(mensual)



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

**La mejor dinámica esperada del producto para el primer trimestre condujo a un aumento del pronóstico de crecimiento para todo 2022 al 5,0% (antes 4,3%).** Este pronóstico incluye una moderación en el crecimiento del consumo, tanto privado como público, en parte compensados con una mejora en los niveles de inversión, con lo cual el crecimiento promedio entre trimestres en lo que resta de 2022 sería cercano a cero. Por un lado, la disminución en los contagios y las muertes asociadas con el Covid-19, la recuperación gradual del empleo y el subsidio al precio de los combustibles continuarían favoreciendo el desempeño del consumo de los hogares. Sin embargo, factores como el agotamiento paulatino de los excedentes de ahorro, el deterioro de la confianza de los consumidores debido al aumento de la inflación, la incertidumbre política y unas condiciones financieras menos holgadas, asociadas con el ajuste esperado de la política monetaria interna y externa, empezarán a atenuar el desempeño de este agregado. Con respecto al consumo público, acorde con lo estipulado en el Plan Financiero, se prevé una moderación en su crecimiento para todo el año. En materia de inversión, en este Informe se sigue esperando

Gráfico 2.21  
PIB, acumulado 4 trimestres<sup>a/</sup>  
(variación anual)



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

que la formación bruta de capital fijo sea el componente de la demanda interna más dinámico en 2022, explicado por una construcción que seguiría recuperándose y acercándose a los niveles prepandemia. Esto último sustentado en un crecimiento esperado importante en la construcción de vivienda, dada la evolución de los programas de subsidio a la vivienda de interés social (VIS) por parte del gobierno y a los altos volúmenes de ventas registradas en 2021 (véase Recuadro 1). Además, porque se espera una recuperación en el sector de obras civiles de la mano de los proyectos del Gobierno Nacional y, en especial, de las administraciones locales y regionales, todos los cuales ya están financiados y cuya ejecución avanzaría durante este año. Respecto a la inversión en maquinaria y equipo, se prevén niveles altos y similares a los alcanzados en 2021, en parte gracias a una mayor inversión en el sector mineroenergético. En el frente externo se espera que, aunque las condiciones financieras internacionales sean menos holgadas, los términos de intercambio mejoren, lo que ayudaría a impulsar las exportaciones mineras. Esto compensaría, en parte, una desaceleración en el crecimiento de los socios comerciales debido a los efectos globales del conflicto en Ucrania. Con todo lo anterior, y teniendo en cuenta los altos niveles alcanzados a finales de 2021, en este *Informe* se estima que el crecimiento para 2022 sería del 5,0% (Gráfico 2.21), superior a lo que se contemplaba en el *Informe* de enero (4,3%). La base baja de comparación del primer semestre de 2021, originada por los efectos de uno de los picos de contagio del Covid-19 y los bloqueos de abril y mayo del año pasado, contribuirían a explicar los altos crecimientos anuales que se esperan en la primera mitad de 2022.

**Con las mejores previsiones de actividad económica contempladas en este *Informe* y el mayor ritmo de recuperación del mercado laboral, se estima que la tasa de desempleo nacional continúe descendiendo y que en 2022 se ubique, en promedio, entre el 10,0% y el 11,9%**<sup>27</sup>. En los últimos meses la ocupación ha tenido un ritmo de recuperación mayor del considerado en informes pasados, dada la mejor dinámica en la creación de empleo tanto de las zonas urbanas como de las otras cabeceras y áreas rurales, así como por un mayor protagonismo del empleo asalariado. Por el lado de la oferta, los resultados de la *Gran encuesta integrada de hogares* (GEIH), Marco 2018 del DANE, muestra un crecimiento moderado de la población por fuera de la fuerza laboral (inactividad) en las ciudades y reducciones en los municipios intermedios y el área rural, lo que indica una mayor recuperación de la participación laboral en los últimos meses. A pesar del crecimiento de la participación laboral, el mayor dinamismo en la creación de empleo permitió una caída importante en la tasa de desempleo desestacionalizada (TD), principalmente en el agregado urbano (véase el capítulo 3). A partir de la dinámica reciente y del escenario macroeconómico contemplado en este *Informe*, el equipo técnico estima que la TD nacional continuaría disminuyendo lentamen-

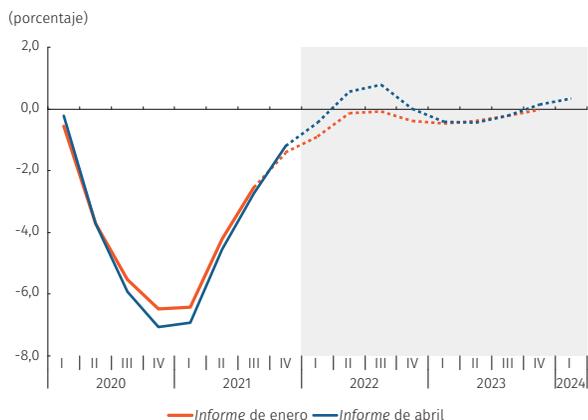
27 Estas estimaciones se realizaron con los resultados de la GEIH Marco 2018 e incluyen una metodología de empalme y desestacionalización propuesta por el equipo técnico del Banco de la República que puede diferir de las nuevas cifras publicadas por el DANE al momento de redactar este informe. Para más información sobre los cambios implementados ver Recuadro 2 de este *Informe*.

te y su nivel promedio para todo 2022 se ubicaría entre el 10,0% y el 11,9%, con valor más probable del 10,9% (estimaciones inferiores a las presentadas en el *Informe* de enero: 11,7%). En el caso de las zonas urbanas se estima que la TD se ubicaría en promedio en 11,2%, dentro de un rango del 10,2% y 12,2%. Lo anterior sugeriría una brecha de desempleo urbana que sería menor frente a la estimada en el reporte anterior (véase el *Reporte de Mercado Laboral* de abril de 2022), lo que implicaría un mercado laboral que en 2022 estaría menos holgado.

**Una vez se estabilice el PIB en niveles históricamente altos en 2022, la economía debería empezar a retomar gradualmente su senda de crecimiento de largo plazo en lo que resta del horizonte de pronóstico.** Para 2023 y hacia adelante el escenario central de pronóstico supone que, en el frente externo, los choques de los precios internacionales de materias primas y los problemas globales en las cadenas de suministro se superarían plenamente, al igual que las consecuencias del conflicto bélico en Ucrania, el cual se supone que tiene impactos en especial en el corto plazo. Así las cosas, para el próximo año los términos de intercambio se desacelerarían desde los altos niveles de hoy en día, pero serían superiores a los observados en años anteriores, lo que favorecería las decisiones de inversión en el sector. La economía global, por su parte, debería recuperar su ritmo de expansión de largo plazo. En el frente interno, la confianza empresarial y de los consumidores se recuperaría luego de la incertidumbre asociada con el proceso electoral, y se adelantarían proyectos de infraestructura en el último año de los gobiernos locales y regionales. Con todo ello, se proyecta que la economía crezca un 2,9% en 2023. Cabe señalar que, de cumplirse los pronósticos de crecimiento de 2022 y 2023 contemplados en este *Informe*, la expansión anual implícita de la economía desde 2019 hasta 2023 sería del 2,6%, inferior a la tendencia del largo plazo estimada antes de la pandemia. Es importante resaltar la gran incertidumbre que rodea a los factores fundamentales internos y externos que explican este pronóstico, los cuales se detallan en la sección 2.3 de este *Informe*.

**Los excesos de capacidad productiva de la economía se habrían reducido más rápido de lo previsto y serían cercanos a cero en 2022 y 2023.** La información más reciente continúa confirmando la rápida recuperación de la actividad económica, con un crecimiento del PIB en 2021 que fue superior al proyectado en el *Informe* anterior y que estuvo jalonado en mayor medida por el consumo privado. En la misma dirección apunta la información disponible de actividad económica en 2022 y la del mercado laboral, que sugiere un mayor ritmo de recuperación en la creación de empleo y reducciones de la tasa de desempleo. Por su parte, la información de precios a marzo de este año sigue mostrando aumentos importantes tanto de la inflación total y sus expectativas, como de la inflación básica. Estas tendencias al alza en los precios se han dado, principalmente, como consecuencia de los choques de costos, lo cual dificulta identificar el peso que tienen las presiones de demanda en el comportamiento de la inflación. No obstante, es indicativo el hecho de que no se observe una desaceleración en el ritmo de ajuste de los precios de ninguno de los principales grupos de la canasta del IPC, lo que sugiere una baja probabilidad de que existan excesos de capacidad productiva relevantes a comienzos del presente año. A partir de lo anterior, en este *Informe* se estima que la brecha del producto anual para 2021 se habría situado en -1,2%, valor ligeramente superior al calculado en el *Informe* de enero (-1,4%) (Gráfico 2.22), con un producto potencial que a esa fecha habría recuperado sus niveles prepandemia y crecido un 4,2% en 2021. Para 2022 y en adelante se estima que la brecha anual del producto se mantenga en valores cercanos a cero, acorde con el crecimiento económico proyectado (5,0%) y con un producto potencial que crecería un 3,8%. Cabe señalar que estas estimaciones están rodeadas de una gran incertidumbre por cuenta de los riesgos internos y externos señalados en la sección 2.3 de este *Informe*. Se destacan, en particular, los asociados con choques de oferta más fuertes, persistentes y difundidos en varios sectores de la economía que puedan tener efectos sobre el producto potencial en el corto plazo.

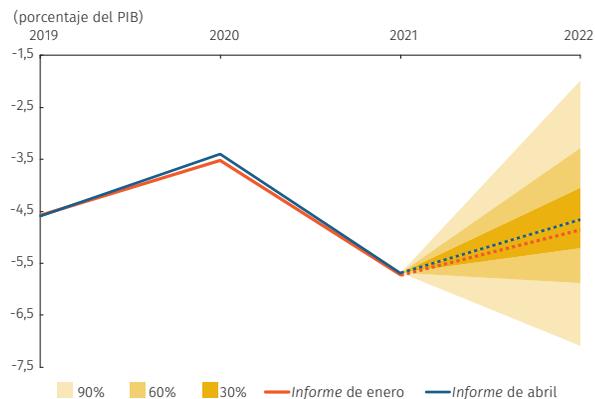
**Gráfico 2.22**  
Brecha del producto <sup>a/</sup>  
(acumulado 4 trimestres)



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

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

**Gráfico 2.23**  
Cuenta corriente anual <sup>a/, b/</sup>  
(acumulado 4 trimestres)



a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para 2022. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), usando como referencia, principalmente, las densidades del Patacon.

b/ La distribución de probabilidad corresponde al ejercicio de pronóstico del Informe de abril de 2021.

Fuente: Banco de la República.

### 2.2.3 Balanza de pagos

**Para 2022 se proyecta una reducción del déficit de la cuenta corriente al -4,7% del PIB, resultado, entre otros factores, de unos términos de intercambio más favorables para el país (Gráfico 2.23)<sup>28</sup>.** Los altos precios internacionales de las materias primas elevarían el valor de las exportaciones de los principales productos, en particular de las de petróleo, carbón y café. Además, se espera que se inicie la recuperación de la producción petrolera<sup>29</sup> y minera, aunque no se alcanzarían los volúmenes observados antes del choque generado por la pandemia. Asimismo, la reducción del déficit estaría respaldada por el crecimiento económico esperado para los socios comerciales y por la normalización paulatina en la balanza de servicios asociados con el turismo. Por su parte, los ingresos por transferencias continuarían siendo históricamente altos, a pesar de una leve moderación de las remesas. El menor déficit corriente proyectado se daría en un año en el que también se espera una moderación del déficit del Gobierno Nacional Central. En 2022 se prevén algunas dinámicas que limitarían una corrección mayor del déficit externo. Primero, las importaciones de bienes y servicios aumentarían durante el año, aunque moderarían su crecimiento debido a la desaceleración proyectada de la demanda interna y a costos de financiamiento más altos. El mayor valor de las compras externas también reflejaría los elevados precios internacionales de los combustibles, fertilizantes y otros insumos para la industria y la agricultura. Segundo, las utilidades de las empresas con capital extranjero que exportan carbón y petróleo repuntarían significativamente debido a las altas cotizaciones previstas de esos productos, contrarrestando parcialmente el aumento de las exportaciones. Tercero, los pagos por transporte de mercancías serían elevados, derivados del mayor volumen del comercio internacional y de tarifas internacionales elevadas, resultantes de los altos costos de los combustibles y las disrupciones globales en las cadenas de suministro. Cuarto, los incrementos de las tasas de interés internacionales y del saldo de la deuda externa implicarían mayores pagos por intereses. Finalmente, se resalta que el cambiante entorno global y local genera alta incertidumbre sobre estas estimaciones y que la proyección del déficit corriente fue revisada a la baja en relación con el Informe de enero (-4,9% del PIB).

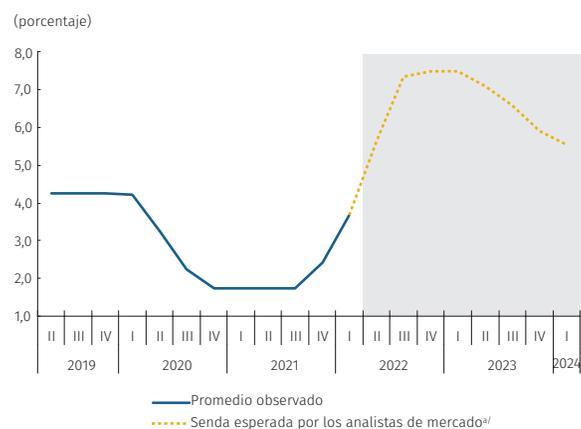
**Durante 2022 se mantendría el acceso al financiamiento externo, aunque con unas condiciones financieras menos favorables que en 2021 y una alta incertidumbre en los mercados internacionales de capitales.** Se espera que el crecimiento económico, las perspectivas de alta rentabilidad para los sec-

28 En el primer trimestre de 2022 el déficit de la cuenta corriente habría representado el 6,7% del PIB trimestral. El nivel del déficit externo habría respondido, principalmente, a un desbalance comercial de bienes y servicios que se habría mantenido elevado y al incremento de la rentabilidad de la inversión extranjera directa en los sectores de minería y petróleo.

29 El supuesto de producción nacional de petróleo usado en la proyección del déficit de la cuenta corriente es de 777.000 barriles diarios (bd) en promedio para 2022, nivel superior al registro de 2021 (736.000 bd) pero inferior a la producción de 2019 y 2020 (886.000 bd y 781.000 bd, respectivamente).

tores de las industrias extractivas y de una recuperación gradual de la producción nacional de petróleo y carbón se reflejen en mayores flujos por inversión extranjera directa (IED) al país. De esta manera, la IED seguiría recuperándose en 2022, convergiendo paulatinamente a los niveles observados antes de la pandemia y financiando una proporción significativa del déficit corriente. En 2022 los capitales relacionados con las ofertas públicas de adquisición (OPA) para la compra de parte de Nutresa y Grupo Sura contribuirían a las entradas de capital al país, en especial por concepto de IED y deuda externa. Esto último, junto con un repunte del endeudamiento externo de otras empresas, compensaría de manera parcial la adquisición de activos externos, con lo cual se prevé que la constitución neta de activos del sector privado en el exterior se modere en relación con lo observado en 2021. Al financiamiento externo también aportarían los capitales hacia el sector público, principalmente por las operaciones del Gobierno Nacional Central, que incrementaría sus pasivos externos. No obstante, y de acuerdo con el menor déficit fiscal previsto para el año, estas entradas se moderarían en relación con 2020 y 2021. Respecto al costo de financiamiento externo, las condiciones para el país se han ido ajustando recientemente, como lo evidencian las mayores tasas de interés internacionales de referencia, la prima de riesgo local y el costo de la deuda pública denominada en pesos. Finalmente, persiste alta incertidumbre en los supuestos del financiamiento externo y su costo, derivada, entre otros, de la situación geopolítica mundial, el contexto político nacional, y la volatilidad en los mercados de capitales.

Gráfico 2.24  
Tasa de interés de política promedio trimestral observada y esperada por los analistas<sup>a/</sup>



a/ Estas proyecciones son calculadas como el promedio de la tasa que estaría vigente en cada trimestre de acuerdo con la mediana de las respuestas mensuales de la Encuesta de expectativas de analistas económicos realizada por el Banco de la República en abril de 2022.  
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 esperada por los analistas a finales de 2022 y 2023 se ubica en 7,5% y 5,9%, respectivamente (Gráfico 2.24).** En la encuesta mensual de expectativas realizada por el Banco de la República y aplicada a los analistas en abril, la mediana de las respuestas ubica la tasa de interés de intervención en 7,5% y 5,9% para el cuarto trimestre de 2022 y 2023, respectivamente<sup>30</sup>. En el horizonte de pronóstico, la materialización de choques de costos externos que han afectado la inflación, las proyecciones de actividad económica y condiciones externas financieras más apretadas que lo esperado anteriormente son compatibles con incrementos de la tasa de interés de política. En el pronóstico macroeconómico la tasa de interés de política implícita para los ocho trimestres es, en promedio, similar a lo esperado por el mercado en la encuesta de abril de 2022; no obstante, en promedio, en lo que resta de 2022 la proyección de los analistas es algo más alta y después es levemente inferior. En estas proyecciones persiste un alto nivel de incertidumbre sobre las tensiones geopolíticas, la invasión de Rusia a Ucrania y sus implicaciones sobre los precios de las materias primas, el manejo de la pandemia en China, la evolución de los cuellos de

30 Para estas comparaciones se toman las medianas reportadas en la encuesta mensual de analistas del Banco de la República y se calcula el promedio de la tasa que estaría vigente para cada trimestre.

botella en las cadenas globales de valor y suministro, las condiciones financieras internacionales y la evolución de la actividad económica local. Dichas consideraciones deben ser evaluadas cuidadosamente en cada momento a la luz de la información disponible.

### 2.3 Balance de riesgos del pronóstico macroeconómico

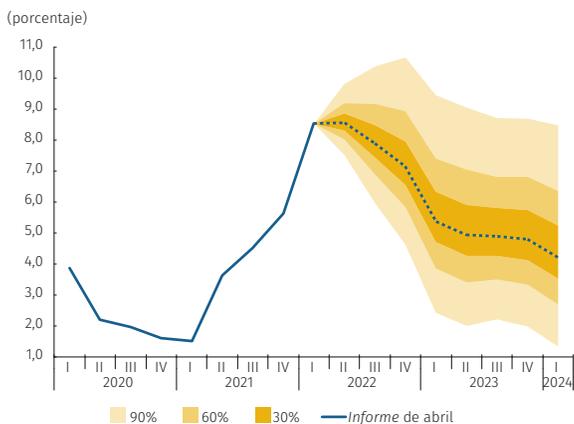
**En este Informe los principales riesgos sobre el escenario macroeconómico están asociados con la evolución del contexto externo.** En esta sección se señalan los factores de riesgo al escenario macroeconómico propuesto por el equipo técnico y contemplados en los ejercicios de densidades predictivas (DP)<sup>31</sup>. Dentro de los principales riesgos considerados en el horizonte de política se incluyen: unas condiciones financieras internacionales menos favorables; mayores impactos en los precios de materias primas originados por la invasión de Rusia a Ucrania; cuellos de botella en las cadenas globales de producción y distribución más acentuados y persistentes; la incertidumbre sobre la evolución de la pandemia y sus efectos económicos sobre el proceso de recuperación económica global y local, y la evolución de la política fiscal en el país.

**Los riesgos provenientes de los cuellos de botella en las cadenas globales de producción y distribución, junto con las tensiones geopolíticas y el manejo de la pandemia en China, generan sesgos al alza en la inflación y mayores niveles de incertidumbre.** El riesgo de presiones de costos mayores y más persistentes de lo contemplado en el escenario central se ha acentuado recientemente. Lo anterior ha sido consecuencia de un panorama externo menos favorable en términos de costos de transporte, presiones en los precios de las materias primas, la invasión de Rusia a Ucrania, el manejo de la pandemia en China y condiciones de financiamiento externo que podrían presentar un deterioro más fuerte en el horizonte de pronóstico. En este contexto, el ejercicio de DP incluye niveles más altos de incertidumbre y un sesgo al alza en la inflación básica, particularmente en la canasta de bienes. Otros factores de riesgo que continúan presentes en la senda proyectada y que generarían sesgos al alza frente a lo esperado en la inflación SAR están relacionados con unos efectos más acentuados de la indexación sobre los precios, con impactos importantes en rubros como comidas fuera del hogar y arriendos. Por su parte, la canasta de alimentos estaría enfrentando una incertidumbre inusualmente alta, pero con un balance de riesgos relativamente balanceado debido a la materialización de los riesgos al alza en los datos recientes, los cuales se han incorporado en la senda central de pronóstico. En relación con la canasta de regulados, se considera la posibilidad de un ajuste mayor que el esperado en el precio de los combustibles, dadas las proyecciones del precio del petróleo y de las tarifas energéticas. Además, se mantiene el riesgo de incrementos más altos en las tarifas de los servicios públicos que lo considerado en el escenario central, dados los procesos de indexación propios de esta canasta. Con todo lo anterior, la senda proyectada de inflación presenta un sesgo al alza en el horizonte de pronóstico y un mayor nivel de incertidumbre (amplitud de las bandas de las DP) que el incorporado en el Informe de enero.

**A pesar de la revisión al alza en la proyección de crecimiento del PIB para 2022, en el ejercicio de DP se incluyen sesgos a la baja en el crecimiento por factores internos y externos.** Dentro de los factores externos sobresalen aquellos asociados con mayores costos de financiamiento, las tensiones geopolíticas y los cuellos de botella que siguen afectando a las cadenas globales de producción y distribución. Estos factores están presentes en el horizonte de pronóstico (ocho trimestres) y

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

**Gráfico 2.25**  
Índice de precios al consumidor, densidad predictiva <sup>a/</sup>  
(variación anual, fin de período)



	IV trim. 2022	IV trim. 2023
<b>Moda</b>	7,14%	4,79%
<b>&lt; Moda</b>	41,2%	39,8%
<b>Intervalos</b>		
<b>&lt; 2</b>	0,0%	5,1%
<b>2 -- 4</b>	2,3%	21,0%
<b>&gt; 4</b>	97,5%	73,8%

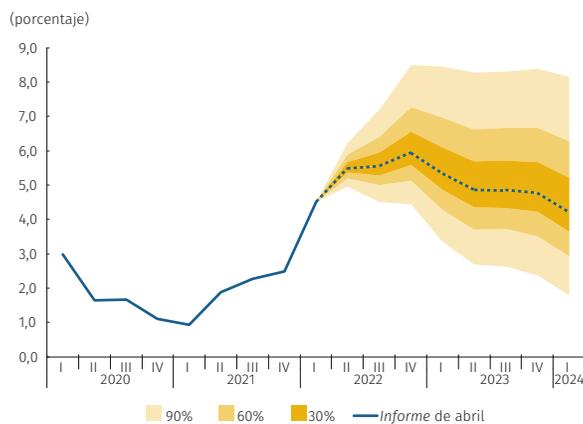
a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las densidades del Patacon y 4GM.  
Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

generan sesgos a la baja para la proyección del crecimiento económico. Dentro de los factores internos se mantiene el riesgo a la baja asociado con la evolución de la pandemia y su impacto en la actividad económica. Adicionalmente, factores de riesgo sobre la política fiscal en el horizonte de pronóstico pueden implicar un sesgo a la baja en las proyecciones.

**En síntesis, el ejercicio de DP se caracteriza por unos intervalos de pronóstico más amplios para las variables del escenario central, por un sesgo al alza en la inflación y un sesgo a la baja en el crecimiento del PIB (gráficos 2.25, 2.26, 2.27 y 2.28).**

Considerando los factores de riesgo y los sesgos ya expuestos, con un 90% de probabilidad la inflación se situaría en un rango entre el 4,6% y el 10,7% al final de 2022 y entre el 2,0% y el 8,7% al cierre de 2023, mientras la inflación básica, con la misma probabilidad, se ubicaría al final de 2022 entre el 4,5% y el 8,5%, y entre el 2,4% y el 8,4% para diciembre de 2023. En cuanto a la actividad económica, el crecimiento del PIB presenta un sesgo a la baja y se estima en un rango entre el 2,5% y el 7,0% para 2022 y entre el -0,9% y el 5,4% para 2023. La amplitud de los rangos de pronóstico de las DP refleja la alta incertidumbre que enfrenta el escenario macroeconómico actual ante la incidencia de los eventos recientes, en particular aquellos asociados con las tensiones geopolíticas globales.

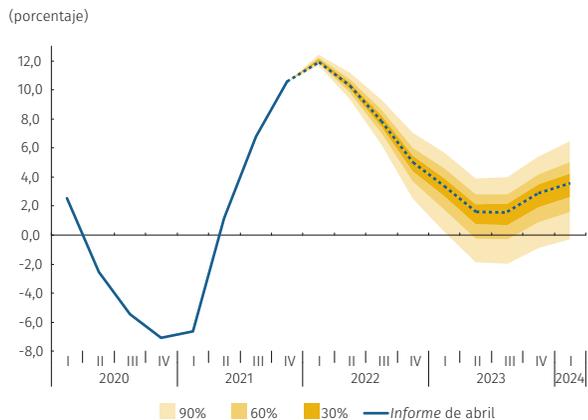
**Gráfico 2.26**  
IPC sin alimentos ni regulados, densidad predictiva <sup>a/</sup>  
(variación anual, fin de período)



	IV trim. 2022	IV trim. 2023
<b>Moda</b>	5,94%	4,78%
<b>&lt; Moda</b>	35,2%	38,1%
<b>Intervalos</b>		
<b>&lt; 2</b>	0,0%	3,1%
<b>2 -- 4</b>	2,1%	20,0%
<b>&gt; 4</b>	97,8%	76,8%

a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las densidades del Patacon y 4GM.  
Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

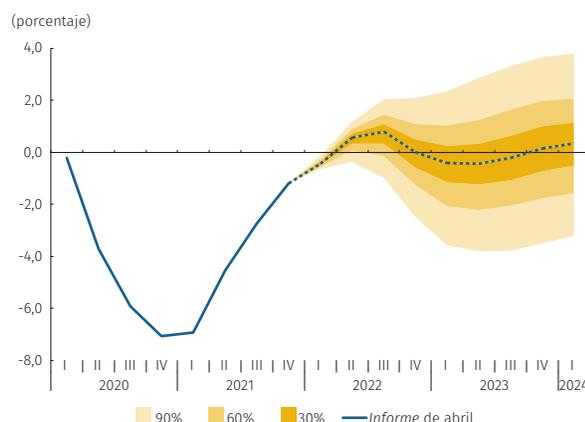
**Gráfico 2.27**  
**PIB, acumulado 4 trimestres, densidad predictiva <sup>a/, b/</sup>**  
**(variación anual)**



	IV trim. 2022	IV trim. 2023
<b>Moda</b>	5,01%	2,87%
<b>&lt; Moda</b>	56,1%	62,4%
<b>Intervalos</b>		
< 2	1,9%	45,1%
2 -- 5	54,1%	47,2%
> 5	43,9%	7,6%

a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las densidades del Patacon y 4GM.  
 b/ Series desestacionalizadas y ajustadas por efectos calendario.  
 Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

**Gráfico 2.28**  
**Brecha del producto, densidad predictiva <sup>a/, b/</sup>**  
**(acumulado 4 trimestres)**

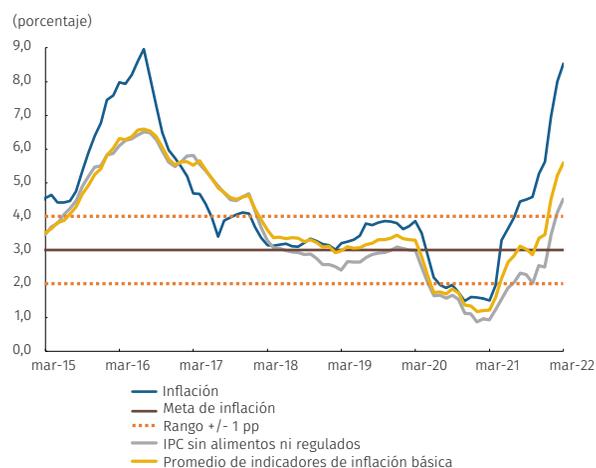


	IV trim. 2022	IV trim. 2023
<b>Moda</b>	0,02%	0,16%
<b>&lt; Moda</b>	55,0%	52,8%
<b>Intervalos</b>		
<-1	27,1%	32,6%
-1--0	27,5%	17,5%
0--1	25,2%	16,7%
>1	20,2%	33,3%

a/ La estimación histórica de la brecha se calcula a partir de la diferencia entre el PIB observado (acumulado 4 trimestres) y el PIB potencial (tendencial; acumulado 4 trimestres) que resulta del modelo 4GM; en el pronóstico se calcula a partir de la diferencia entre la estimación del PIB del equipo técnico (acumulado 4 trimestres) y el PIB potencial (tendencial; acumulado 4 trimestres) que resulta del modelo 4GM.  
 b/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las densidades del Patacon y 4GM.  
 Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

## 3. Situación económica actual

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



Fuentes: DANE y Banco de la República.

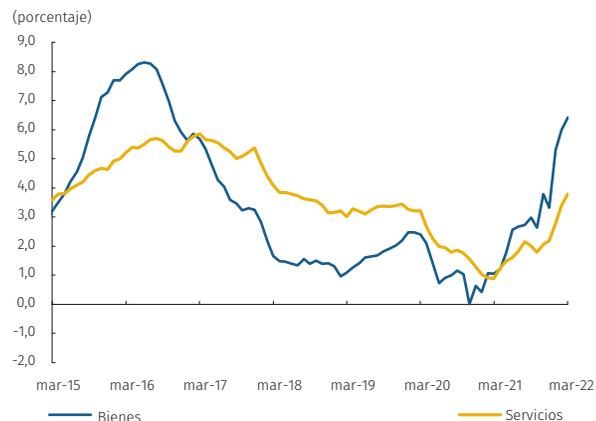
### 3.1 Comportamiento de la inflación y precios

**En el primer trimestre del año la inflación al consumidor siguió aumentando y superó los pronósticos, impulsada por presiones externas y algunos choques idiosincrásicos de precios.**

La mayor inflación es un fenómeno global que, en el caso de Colombia, ha llevado a que el cambio anual del IPC registrado en marzo (8,53%) se acerque al máximo reciente registrado en julio de 2016 (8,97%) (Gráfico 3.1). Así, la inflación continuó por encima de la meta (3,0%) y superó lo esperado a comienzos de año, tanto por el mercado como por el equipo técnico del Banco. Este error de pronóstico se ha concentrado especialmente en alimentos, aunque también se proyectaba un menor ajuste de precios en el resto de los segmentos monitoreados regularmente por el equipo técnico del Banco (bienes, servicios y regulados). Además de los problemas en la oferta mundial de bienes básicos, incluidos los insumos agropecuarios, la inflación anual al consumidor habría seguido impulsada por una demanda dinámica y por la desaparición de los excesos de capacidad productiva durante el primer trimestre del año. A lo anterior se sumaron el histórico incremento del salario mínimo legal que indexó costos y precios a tasas por encima de la meta, la contracción en la oferta agropecuaria de algunos cultivos transitorios y el incremento significativo de las exportaciones de algunas frutas y productos cárnicos (vacunos). Todo esto en un entorno de mayor volatilidad asociada con el fin de alivios de impuestos y con los días sin IVA decretados por el gobierno. Los factores mencionados vienen presionando los precios al consumidor y han generalizado la inflación con magnitudes históricamente altas en lo corrido del año (véase el Recuadro 3).

**La inflación básica continuó aumentando en el primer trimestre, en mayor medida, por alzas en el segmento de bienes.** El promedio de los indicadores de inflación básica repuntó de manera importante entre diciembre (3,45%) y marzo (5,59%), mientras que el indicador de mayor seguimiento, el IPC sin alimentos ni regulados, mantuvo el menor nivel (4,51%), pero aumentó con respecto a diciembre (2,49%), situándose por encima de lo esperado por el equipo técnico en el Informe de enero. Los cuellos de botella en el transporte, el desabastecimiento de materias primas e insumos en el mundo y el país, así como un consumo agregado dinámico y una brecha del producto que refleja una desaparición de excesos de capacidad al cierre del primer trimestre, explican el incremento de todos los indicadores de inflación básica monitoreados regularmente por el Banco de la República. Adicionalmente, una indexación a tasas más altas de inflación, especialmente de los servicios, así como mayores costos salariales por el aumento del salario mínimo legal han ejercido presiones alistas adicionales en esta medida de inflación básica.

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

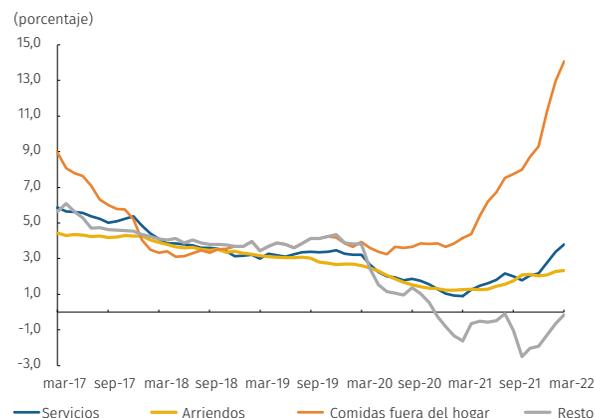


Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

**El IPC de bienes registró una variación anual al alza durante el primer trimestre del año, reflejando altas y crecientes presiones de costos, tipo de cambio y choques idiosincrásicos.** El cambio anual en el IPC de los bienes aumentó entre diciembre (3,31%) y marzo (6,41%) de manera importante (Gráfico 3.2). Este aumento obedece, principalmente, a presiones de origen externo, como los cuellos de botella que vienen afrontando las cadenas globales de suministro y los aumentos de los precios internacionales de las materias primas, factores que se han incrementado recientemente por nuevos brotes de Covid-19 en China y la invasión de Rusia a Ucrania. A esto se sumó una depreciación del tipo de cambio desde el cuarto trimestre de 2021 hasta finales de febrero de 2022. En el frente interno, la devolución de ajustes bajistas por cuenta de los tres días sin IVA efectuados en el cuarto trimestre de 2021, y que se reversarían en el primer trimestre de 2022, estaría siendo parcialmente compensada por el efecto bajista por el día sin IVA realizado el 11 de marzo. Adicionalmente, el ajuste del salario mínimo legal y el aumento de otros costos, como los de energía y combustibles, estarían elevando los costos de producción de la mayoría de las actividades económicas.

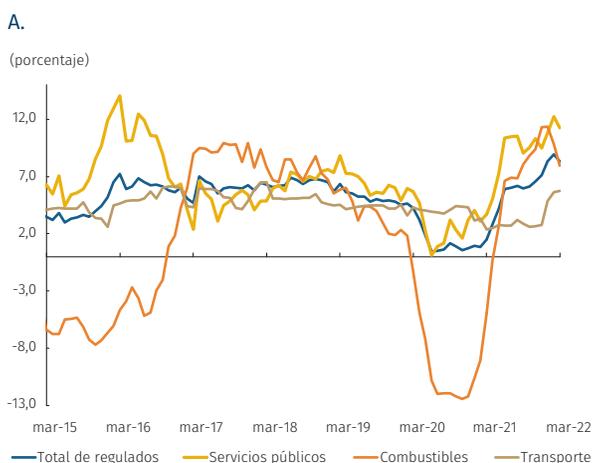
**De los cuatro grandes segmentos de la canasta familiar, los servicios registraron el menor ajuste anual de precios al cierre del primer trimestre.** Este componente, con un cambio anual en sus precios del 3,79% en marzo (frente al 2,18% en diciembre), fue el segmento del IPC que registró la menor variación anual (Gráfico 3.2). Este desempeño se explica, principalmente, por el rubro de arriendos, cuyo ajuste anual de precios (2,3%) apenas repuntó levemente con respecto a diciembre (2,0%). No obstante, persiste la incertidumbre si el congelamiento de arriendos decretado en 2020 y la renegociación de contratos que indujo la pandemia haya cambiado la estacionalidad de los ajustes de los cánones de arrendamiento, los cuales podrían generar mayores alzas en lo que resta del año (Gráfico 3.3). Adicionalmente, el subgrupo “Resto” (-0,2%) contribuyó a la baja en la variación anual del IPC de servicios. Dentro de este grupo se destacan las actividades cuya apertura o reactivación se ha dificultado, en especial los paquetes turísticos y el transporte aéreo, además de los servicios que han estado sometidos a una mayor competencia, como la comunicación fija y móvil y los cines, todos ellos con variaciones negativas o cercanas a cero en lo corrido del año. Por otro lado, presiones alcistas derivadas de los choques externos e internos, junto con una mayor indexación por cuenta de la inflación en 2021, se vienen transmitiendo al IPC de los servicios, especialmente por medio del repunte de las comidas fuera del hogar. Este rubro, que a marzo de 2022 registró un alza del 14,1% y cuyo peso dentro del IPC es considerable (8,8%), se ha visto también impactado al alza por el restablecimiento parcial del impuesto al consumo que había abarcado un número importante de res-

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



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

**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.

taurantes<sup>32</sup>, el encarecimiento marcado de los alimentos y los servicios públicos, además de los mayores costos laborales.

**En lo corrido del año los precios de los regulados muestran un moderado repunte, que viene incorporando los mayores costos de las materias primas y una mayor indexación de las tarifas.** Durante el primer trimestre de 2022 el componente de regulados de la canasta familiar registró un aumento en su variación anual, pasando del 7,10% en diciembre al 8,32% en marzo (Gráfico 3.4). Este impulso estuvo liderado por los servicios públicos (del 9,5% al 11,2%) y el transporte (del 2,8% al 5,8%) (Gráfico 3.4, panel A). En particular, el IPC de los servicios públicos se ha visto impulsado por las tarifas de la energía, alcantarillado y gas, cuyos ajustes anuales de precios superaron el 10%. En el caso de la energía (por las térmicas que trabajan con combustibles fósiles) y el gas, las tarifas están siendo impulsadas por los altos precios internacionales y, hasta hace poco, por la depreciación acumulada del peso con respecto al dólar. Asimismo, la mayor inflación tanto del productor como del consumidor se están transmitiendo vía indexación a buena parte de los costos y las tarifas de la energía, alcantarillado y acueducto. A lo anterior se suman las inversiones para mejorar el servicio y ampliar la cobertura, las cuales generan presión sobre las tarifas. Por su parte, las tarifas del transporte público se ajustaron en varias ciudades (Bogotá y Medellín, entre las más destacadas) ejerciendo presiones inflacionarias de importancia sobre el IPC. De igual forma, los cambios anuales en el IPC de la educación regulada y del grupo “Resto” contribuyeron a presionar al alza al IPC durante el primer trimestre del año (Gráfico 3.4, panel B). En contraste, los precios locales de los combustibles están transmitiendo muy lentamente el repunte de los precios internacionales del petróleo que, junto con una base de comparación estadística favorable, indujeron una caída en la variación anual en el IPC de combustibles entre diciembre (11,3%) y marzo (8,0%)<sup>33</sup>.

**Durante el primer trimestre el IPC de alimentos continuó su tendencia ascendente, impulsada por el choque de costos de materias primas y una fase contraccionista en la oferta de algunos alimentos.** El aumento de la variación anual en los precios de los alimentos entre diciembre (17,23%) y marzo (25,37%) lo explican múltiples factores de índole local y del contexto internacional (Gráfico 3.5). La oferta de alimentos perecederos se ha visto afectada negativamente, en un principio por el bloqueo vial de mediados del año pasado, lo

32 El impuesto al consumo de los servicios de comidas se restableció parcialmente en enero de 2022, de acuerdo con lo establecido en la Ley de Inversión Social, la cual contempla la recuperación de los impuestos indirectos para los restaurantes pertenecientes al régimen común, mientras los que pertenecen al régimen simple lo harán a partir de enero de 2023. Véase al respecto el párrafo 5 del artículo 57 de la Ley 2155 del 14 de septiembre de 2021 del Congreso de la República.

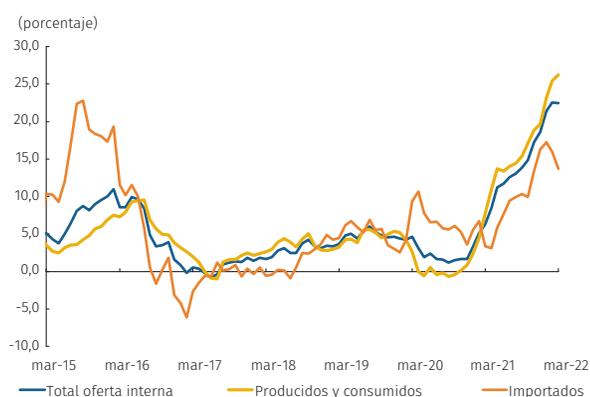
33 En el año corrido se ha presentado solo un incremento en el precio interno de la gasolina (enero) y ninguna reducción de precios, con lo cual la caída registrada en el ajuste anual del IPC de los combustibles la soporta una base de comparación estadística favorable, ya que en marzo del año 2021 los precios locales al consumidor de los combustibles aumentaron un 1,72%, mientras que en marzo de 2022 no presentaron crecimiento.

**Gráfico 3.5**  
IPC de alimentos y sus componentes  
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

**Gráfico 3.6**  
IPP por procedencia  
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

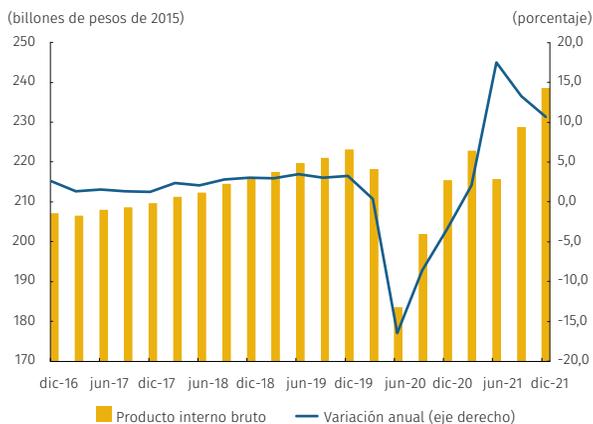
que implicó el retraso en las faenas de siembras, fertilización y control de plagas y malezas, a pesar de que el fenómeno climático de La Niña suele favorecer la producción<sup>34</sup>. Esto, sumado a ciclos productivos adversos, llevaron al desabastecimiento de algunos tubérculos, hortalizas y frutas, que aún persiste. El contexto anterior se ha reforzado con los recientes problemas globales de oferta y suministro de agroquímicos por la invasión de Rusia a Ucrania, que estaría dificultando el mantenimiento o incluso la continuidad de los cultivos, no solo por el aumento significativo de los precios sino también por la escasez marcada de los insumos agrícolas. Lo anterior llevó a que el segmento de alimentos perecederos concentrara los mayores ajustes anuales de precios y las mayores sorpresas inflacionarias de toda la canasta familiar, con lo cual a marzo (41,9%) superó ampliamente el registro de diciembre (24,4%). Por su parte, el ajuste anual en los precios de los alimentos procesados (del 15,3% en diciembre al 20,7% en marzo) aumentó por el encarecimiento de las materias primas locales e importadas, por el comportamiento de los precios internacionales de algunos alimentos finales procesados (aceites vegetales, harinas, cereales, entre otros) y por los mayores costos asociados con los salarios, los servicios públicos y los fletes. Adicionalmente, los alimentos procesados continuaron incorporando presiones alcistas originadas en una oferta pecuaria limitada, a lo que se sumó el aumento de las exportaciones de carne de res.

**Desde comienzos de 2021 la inflación anual al productor viene siendo impulsada por las disrupciones globales en las cadenas de suministro, los aumentos de los fletes y por algunas presiones internas de precios, especialmente originadas por el limitado abastecimiento de los alimentos.** La variación anual del Índice de Precios al Productor (IPP) de oferta interna en marzo<sup>35</sup> fue del 22,5%, un nivel no observado desde diciembre de 1991 (23,1%) (Gráfico 3.6). Sin embargo, en marzo la inflación anual al productor frenó su incremento, con un registro similar al observado en febrero (22,6%), aunque muy superior al dato de diciembre (18,6%). La tendencia alcista de la inflación al productor en el último año viene siendo liderada por el componente local, cuyo crecimiento anual en marzo (26,3%) superó al del componente importado (13,7%). Este último se redujo con respecto al dato de diciembre (16,3%), reflejando la apreciación del tipo de cambio registrada en marzo y una base de comparación estadística que favoreció el retroceso de los ajustes del segmento del IPP importado. El cambio anual del IPP local aumentó durante el primer trimestre por la minería (59,7%), cuyos precios fueron impulsados por los metales y el petróleo, insumos que se han visto fuertemente afectados por la guerra entre Rusia y Ucrania. Asimismo, los ajustes anuales de los precios de la industria (16,6%) incorporaron el aumento de los costos

34 Véase, al respecto, el Borrador de Economía núm. 1105 de 2020: "Hechos estilizados de la relación entre El Niño, La Niña y la inflación en Colombia", en: [https://repositorio.banrep.gov.co/bitstream/handle/20.500.12134/9811/be\\_1105.pdf](https://repositorio.banrep.gov.co/bitstream/handle/20.500.12134/9811/be_1105.pdf)

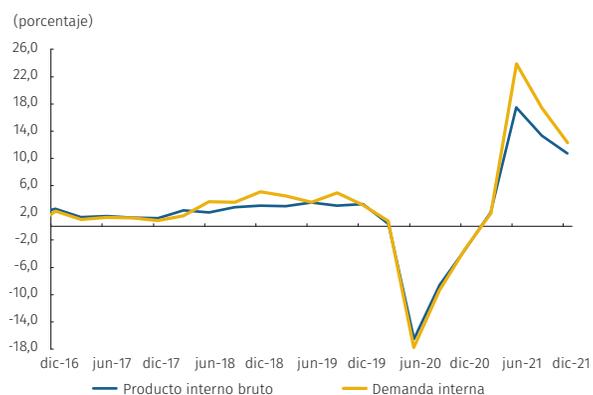
35 La publicación de la inflación al productor del último mes disponible es de carácter provisional por parte del DANE, por lo que el mes siguiente confirma o corrige de manera oficial el dato del mes previo.

**Gráfico 3.7**  
Producto interno bruto trimestral<sup>a/</sup>  
(nivel y variación anual)



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

**Gráfico 3.8**  
Producto interno bruto y demanda interna trimestral<sup>a/</sup>  
(variación anual)



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

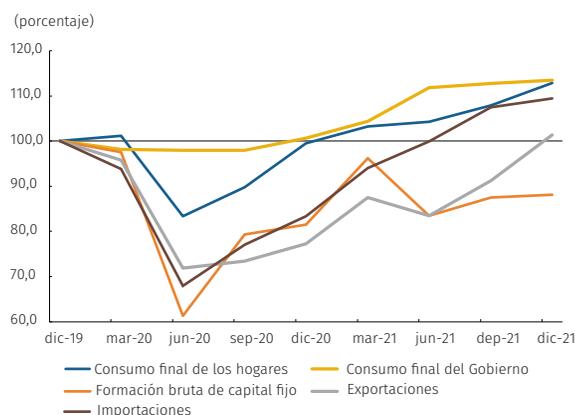
de producción derivados del desabastecimiento de bienes básicos en el país y en el mundo. El menor ajuste del IPP agropecuario local en marzo (49,4%), con respecto a febrero (53,9%), refleja una base de comparación desfavorable, ya que la variación mensual de marzo de 2021 (4,4%) fue muy superior a la observada en marzo de 2022 (1,5%).

### 3.2 Crecimiento y demanda interna

**En 2021 la economía colombiana registró una fuerte recuperación, luego del choque generado por la pandemia del Covid-19 en 2020.** La economía se expandió un 10,6% en el último año, luego de haberse contraído 7,0% en 2020. Este resultado superó la expectativa del equipo técnico, que en el *Informe de enero* esperaba 9,9% para todo el año, y situó el nivel del PIB de 2021 un 2,8% por encima del valor observado en 2019 (Gráfico 3.7). La política monetaria expansiva, los excedentes de ahorro acumulados durante los períodos más críticos de la pandemia, la alta dinámica del consumo público, el avance en el Plan Nacional de Vacunación, la disminución en los contagios y la plena reapertura de las actividades productivas y comerciales fueron factores decisivos para que continuara la recuperación económica en 2021 y para que esta tomara impulso en la segunda mitad del año. Ello se dio a la par con un importante crecimiento de la economía mundial y, en particular, de buena parte de los socios comerciales del país, lo que facilitó la expansión de las exportaciones, sobre todo las no tradicionales. Todo esto en el marco de unas condiciones financieras externas relativamente holgadas. La tendencia de recuperación se mantuvo en la mayor parte del año, con excepción del segundo trimestre, cuando la actividad económica se contrajo transitoriamente debido a los bloqueos viales de abril y mayo y al tercer pico de la pandemia. Estos bloqueos afectaron diversas zonas del país, pero principalmente el suroccidente, y a varios sectores, como la industria manufacturera, el transporte terrestre y la rama agropecuaria, con algunas repercusiones que se prolongaron durante el resto del año. En conjunto, para todo 2021 se destacan los crecimientos de los sectores de actividades artísticas, de entretenimiento y recreación; de comercio, reparación, transporte y alojamiento; la industria manufacturera, y la rama de información y comunicaciones.

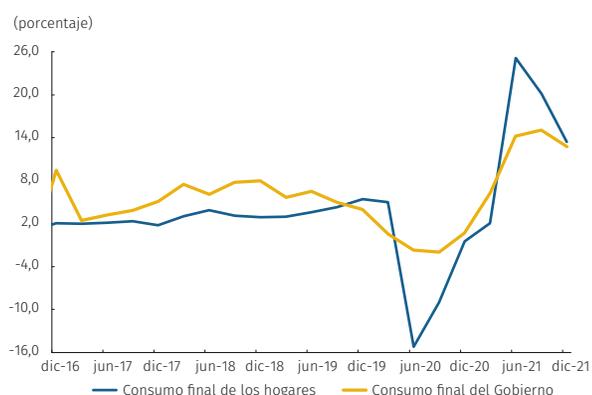
**Después de la interrupción del crecimiento en el segundo trimestre, la actividad económica retomó su senda de recuperación, impulsada en particular por la demanda interna.** Al retroceso de la absorción en niveles durante el segundo trimestre, por las razones mencionadas, le siguió una fuerte expansión en el tercer trimestre que se acentuó en el cuarto. Gracias a ello, la demanda interna registró crecimientos anuales superiores a los del PIB durante tres trimestres consecutivos. En particular, durante el último trimestre la demanda interna registró un crecimiento trimestral positivo (del 1,6%) y una expansión anual del 12,3% (Gráfico 3.8), gracias a lo cual se ubicó un 8,5% por encima de su valor previo al choque de la pandemia. Por componentes, el consumo total, cuyo incremento frente al tercer trimestre fue del 4,1%, aportó la mayor contribución al aumento trimestral

**Gráfico 3.9**  
Niveles de los grandes componentes del gasto relativos al cuarto trimestre de 2019<sup>a/</sup>  
(cuarto trimestre de 2019 = 100)



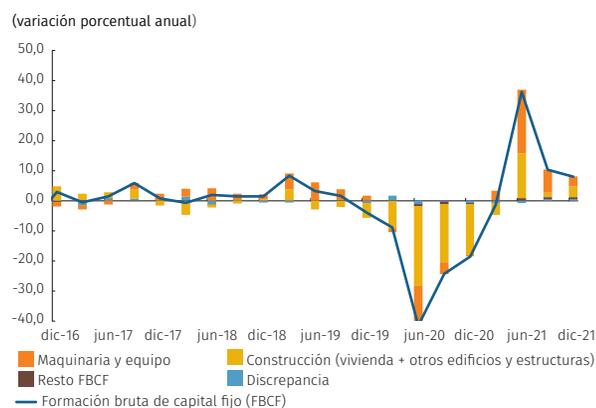
a/ Series desestacionalizadas y corregidas por efectos calendario.  
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

**Gráfico 3.10**  
Gasto de consumo final de los hogares y del Gobierno General<sup>a/</sup>  
(variación anual)



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

**Gráfico 3.11**  
Formación bruta de capital fijo trimestral<sup>a/</sup>  
(variación anual, contribuciones)



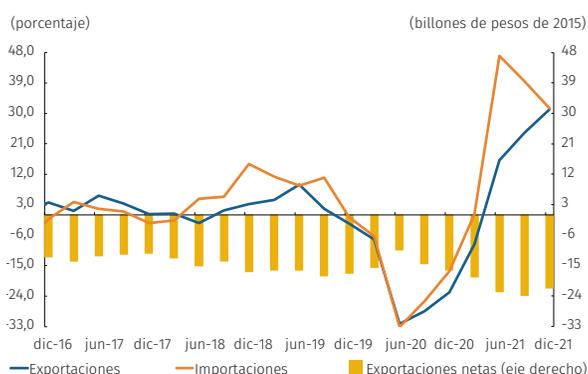
a/ Series desestacionalizadas y corregidas por efectos calendario.  
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

de la demanda interna, con un significativo desempeño del componente privado y, en menor medida, del público. Por su parte, la formación bruta de capital registró un aumento trimestral muy moderado (0,7%) y, al cuarto trimestre, es el único gran componente del gasto que permanece por debajo de su nivel prepandemia (11,9% para el caso de este agregado) (Gráfico 3.9).

**El consumo privado completó cuatro trimestres superando los niveles observados antes de la pandemia, con un comportamiento sobresaliente de los segmentos de bienes semidurables y de servicios.** En el cuarto trimestre, el consumo privado se ubicó un 12,9% por encima del observado antes del choque epidemiológico, al presentar una expansión trimestral y anual superior a la del PIB (del 4,7% y 13,4%, respectivamente) (Gráfico 3.10). El principal aporte al aumento entre trimestres de este componente lo hizo el gasto en servicios, que creció un 4,8% frente al tercer trimestre y, además, representó el 65,4% de la variación anual del total de la actividad económica. No obstante, el gasto en bienes también registró un incremento considerable, impulsado en buena parte por las tres jornadas sin IVA realizadas en el cuarto trimestre, las cuales jalonaron el consumo de bienes semidurables y, en menor medida, el de durables. A lo largo del año, la notable recuperación del consumo privado fue posible gracias, entre otros factores, a la apertura casi completa de los sectores, al gasto del ahorro acumulado por parte de los hogares durante el período más crítico de la pandemia, a la recuperación del empleo y a la buena dinámica de algunos componentes del ingreso disponible de los hogares, como las remesas de trabajadores. Todo lo anterior en un contexto de política monetaria que se mantiene en terreno expansivo, con tasas de interés en niveles bajos y condiciones crediticias amplias. Por su parte, en el cuarto trimestre el consumo público registró un crecimiento anual elevado y sostuvo un nivel cercano al del tercero. Este comportamiento estuvo explicado, principalmente, por la dinámica de la vacunación al final del año, y en menor medida por la del consumo intermedio y por el pago de retroactivos salariales no realizados en el trimestre anterior. Con todo lo anterior, el consumo total se expandió en términos anuales a una tasa del 13,2% y se situó en un nivel 12,9% mayor que el del cuarto trimestre de 2019.

**En el cuarto trimestre la formación bruta de capital fijo mostró una escasa recuperación frente al trimestre anterior y su resultado fue inferior al esperado, manteniéndose en niveles considerablemente inferiores a los de prepandemia.** Si bien la inversión registró un crecimiento anual importante (8,1%) por causa de una baja base de comparación (Gráfico 3.11), su dinámica trimestral fue muy limitada, con niveles que apenas aumentaron frente a los del tercer trimestre. El mayor rezago lo siguió teniendo la inversión en construcción. Dentro de ella, la inversión en vivienda creció muy poco frente a los niveles del tercer trimestre, siendo esta escasa recuperación el resultado del mejor desempeño de la construcción de vivienda VIS. La inversión en otros edificios y estructuras, por su parte, siguió estancada en niveles muy inferiores a los de prepandemia, lo cual habría sido explicado, principalmente,

**Gráfico 3.12**  
Exportaciones, importaciones y balanza comercial<sup>a/</sup>  
(variación anual y billones de pesos de 2015)

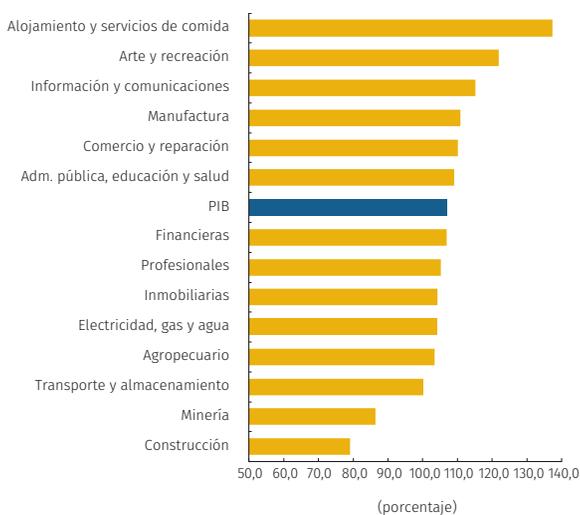


a/ Series desestacionalizadas y corregidas por efectos calendario.  
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

por el pobre comportamiento de las obras civiles, como lo sugieren las cifras por el lado de la oferta. En contraste, la inversión en maquinaria y equipo, el mayor subcomponente de la formación bruta de capital fijo, se sostuvo en niveles relativamente altos y superiores a los de prepandemia, aunque retrocedió un poco en términos trimestrales. A lo largo de 2021 los satisfactorios niveles que alcanzó esta inversión fueron consistentes con el buen dinamismo que mostraron las importaciones de bienes de capital.

**Durante el cuarto trimestre el déficit comercial en pesos reales se redujo por cuenta de un mayor dinamismo de las exportaciones frente al de las importaciones; no obstante, este desbalance continuó siendo muy amplio comparado con el que se observaba antes de la pandemia.** En ese período, las exportaciones reales registraron un importante crecimiento trimestral (11,1%) y anual (31,2%). El notable aumento entre trimestres, que le permitió a las exportaciones superar su nivel prepandemia, se concentró en las ventas externas de carbón, derivados del petróleo y servicios, especialmente turismo de no residentes. Por su parte, las importaciones crecieron de nuevo en términos trimestrales, pero en menor magnitud que las exportaciones y que lo previsto. El aumento de este componente en el cuarto trimestre habría obedecido, principalmente, al incremento de las compras de servicios, materias primas y vacunas contra el Covid-19. A lo largo del año el auge de las importaciones ocurrió a la par de la fuerte recuperación de la demanda interna. Con todo lo anterior, en el cuarto trimestre la contribución de la demanda externa neta a la variación anual del PIB continuó siendo negativa (-2,4 pp), pero su aporte a la baja fue menor que el observado en el tercer trimestre (Gráfico 3.12).

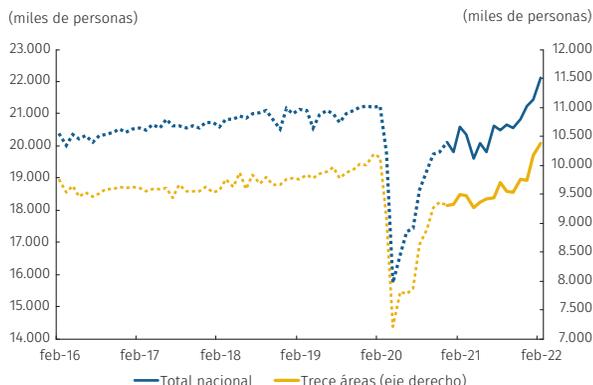
**Gráfico 3.13**  
Niveles sectoriales de valor agregado del cuarto trimestre de 2021 relativos al cuarto trimestre de 2019<sup>a/</sup>  
(IV trimestre de 2019 = 100%)



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

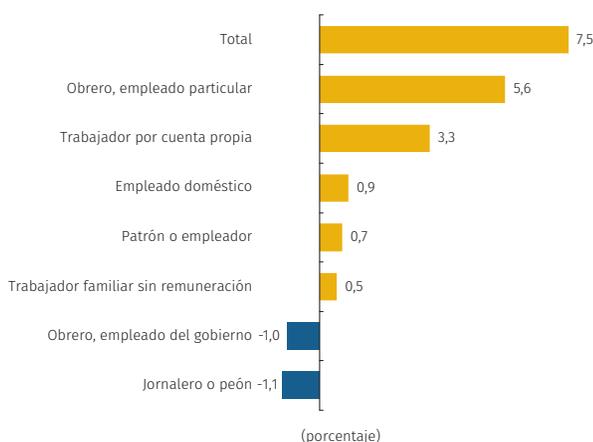
**En la oferta, la mayoría de las grandes ramas superaron sus niveles prepandemia durante el cuarto trimestre.** Las ramas de alojamiento y servicios de comida, arte y recreación, e información y comunicaciones sorprendieron al alza en el último trimestre del año, presentando niveles sustancialmente superiores a los registrados con anterioridad a la pandemia. En particular, el sector de alojamiento y servicios de comida, impulsado por la fuerte recuperación de la demanda interna, en parte, como resultado de un gasto represado, sorprendió con uno de los mayores crecimientos, gracias a lo cual se situó un 37,3% por encima de los valores del cuarto trimestre de 2019 (Gráfico 3.13). Al término del cuarto trimestre solo los sectores de minería y construcción no habían alcanzado los niveles observados antes de la pandemia. En el primer caso, tanto la extracción de carbón, como la explotación de petróleo y gas natural permanecen rezagados, aunque, como se explicó en el capítulo 2, los altos precios de estas materias primas permiten esperar recuperaciones en el horizonte de pronóstico. En cuanto a la construcción, a pesar de la muy buena dinámica de las ventas de vivienda, su valor agregado cerró el año en niveles inferiores a los de finales de 2019. Este resultado se explica tanto por la dinámica que se presenta en la construcción de edificaciones como en la de obras civiles.

**Gráfico 3.14**  
Población ocupada por dominio geográfico  
(series mensuales desestacionalizadas)



Nota: las líneas punteadas representan la serie empalmada. Las líneas continuas corresponden a la información del Marco GEIH 2018.  
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

**Gráfico 3.15**  
Contribución a la variación anual de los ocupados por posición ocupacional nacional (total nacional, feb-21 a feb-22)



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

### 3.3 Mercado laboral<sup>36</sup>

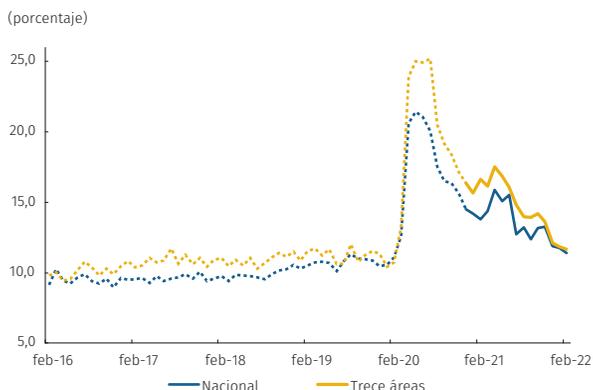
**La nueva información de la GEIH muestra una recuperación del empleo más dinámica que la observada en la encuesta anterior.** Acorde con los resultados de la *Gran encuesta integrada de hogares* (GEIH, Marco 2018 del DANE), la creación de empleo en el agregado nacional mantuvo un ritmo creciente en los últimos meses de 2021. Con cifras a febrero el buen ritmo de recuperación del empleo total continuó, al crecer un 7,5% frente a igual mes del año anterior, dado el mayor dinamismo tanto de las zonas urbanas (9,4% anual en las trece ciudades) como de las otras cabeceras y áreas rurales. Este comportamiento implicaría, bajo la serie mensual desestacionalizada<sup>37</sup>, una recuperación más rápida que la sugerida por la encuesta anterior (Gráfico 3.14). A nivel sectorial, la creación de empleo en febrero para el agregado nacional estuvo jalonada en mayor medida por las actividades de comercio y reparación de vehículos, recreación y otros servicios e industrias manufactureras, los cuales, en conjunto, contribuyeron en 4,3 pp a la variación anual.

**En el nivel nacional el segmento asalariado estaría jalonando el crecimiento de la ocupación.** Acorde con el mayor ritmo de recuperación del empleo total, la nueva información sugiere un crecimiento del empleo asalariado más dinámico que el observado en la GEIH Marco 2005. En los últimos meses, el mayor crecimiento del segmento asalariado se ha dado principalmente por el empleo particular, el cual a febrero contribuyó con 5,6 pp al crecimiento anual de la ocupación total (Gráfico 3.15). Si bien los resultados de la nueva encuesta también muestran un crecimiento del empleo no asalariado, este ha perdido protagonismo en los últimos meses como impulsor del crecimiento del empleo total. Estos resultados estarían acordes con la información proveniente de registros administrativos, como es el caso de los cotizantes dependientes de la Planilla Integrada de Liquidación de Aportes (PILA), afiliados a administradoras de riesgos profesionales (ARL) y cajas de

36 El análisis del mercado laboral presentado en este Informe se realizó con base en los resultados de la GEIH Marco 2018, cuya recolección de información inició de manera simultánea en enero de 2021. Con el fin de hacer comparaciones históricas se utiliza un empalme provisional, calculado por el equipo técnico del Banco de la República, que considera la dinámica observada en la encuesta anterior (GEIH Marco 2005), los factores de expansión del *Censo nacional de población y vivienda* (CNPV) 2018 y la nueva definición de la población en edad de trabajar (PET). Es importante señalar que este empalme no controla por los potenciales cambios inducidos en la nueva encuesta como resultado de la actualización del marco geoestadístico y, por tanto, es una aproximación a la dinámica que se pudo haber observado en las estadísticas del mercado laboral dentro del nuevo marco. En este orden de ideas, las cifras empalmadas pueden sufrir de algún margen de error, especialmente en períodos donde se observan grandes cambios de las poblaciones, como es el caso de la pandemia. Para un análisis más detallado del mercado laboral a partir de este empalme, lo invitamos a consultar el Recuadro 2 de este Informe y el Reporte del Mercado Laboral del Banco de la República, disponible en <https://www.banrep.gov.co/es/reporte-mercado-laboral>.

37 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 3.16**  
Tasa de desempleo por dominios geográficos  
(series mensuales desestacionalizadas)

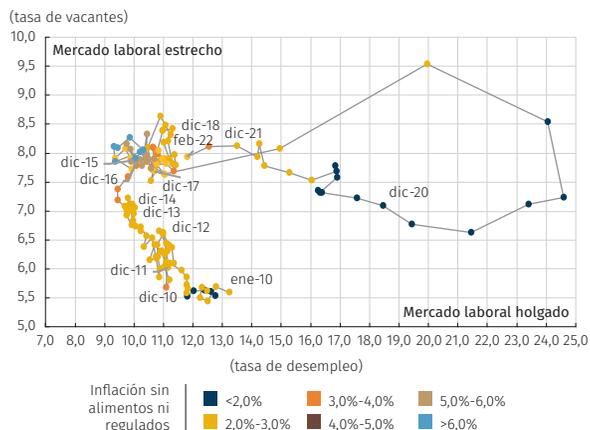


Nota: las líneas punteadas representan la serie empalmada. Las líneas continuas corresponden a la información del marco GEIH 2018.  
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

compensación familiar, los cuales desde el segundo semestre de 2021 ya habrían recuperado sus niveles prepandemia.

**El mayor dinamismo de la ocupación ha permitido una caída continua de la tasa de desempleo, principalmente en las zonas urbanas.** Por el lado de la oferta, la nueva encuesta muestra un crecimiento moderado de la población por fuera de la fuerza laboral (inactividad) en las ciudades y reducciones en los municipios intermedios y el área rural. Este comportamiento ha permitido, en los últimos meses, una mayor recuperación de la participación laboral, la cual en febrero creció 1,8 pp en el total nacional y 0,9 pp frente a igual mes de 2021. Sin embargo, la recuperación de la oferta se sigue dando a un menor ritmo que lo observado en la ocupación, permitiendo una caída continua de la tasa de desempleo (TD), principalmente en el agregado urbano, en donde las presiones de oferta han sido menores. Dado lo anterior, con cifras a febrero de 2022, la TD mensual desestacionalizada se ubicó en el 11,4% para el total nacional y 11,7% en las trece ciudades (Gráfico 3.16), niveles que son -2,4 pp y -5,0 pp, respectivamente, inferiores a los observados un año atrás.

**Gráfico 3.17**  
Curva de Beveridge para las 7 ciudades principales



Nota: series desestacionalizadas. Trimestre móvil. Se usa la tasa de vacantes estimada a partir de la Planilla Integrada de Liquidación de Aportes (PILA).  
Fuentes: DANE (GEIH) y Banco de la República.

**Algunas medidas adicionales, desde el punto de vista de la demanda, sugieren un mercado laboral más apretado.** La información proveniente de la *Encuesta mensual de expectativas económicas* (EMEE) del Banco de la República señala unas mayores expectativas de aumentos de nómina por parte de las firmas, que estarían en el punto más alto de los últimos diez años. Comportamiento que sería acorde con el crecimiento continuo de los indicadores de vacantes, calculados a partir de avisos clasificados y de ofertas del Servicio Público de Empleo (SPE), los cuales desde 2021 registran una recuperación de la demanda de nuevos puestos de trabajo y a febrero se ubican en niveles históricamente altos. Sin embargo, la información derivada de la EMEE también muestra un incremento importante de los cuellos de botella para la contratación en las empresas, por lo que dichas expectativas aún no se traducen en una mayor aceleración en la creación de empleo. Esto, junto con la reducción de las tasas de desempleo, sugiere, a la luz de la curva de Beveridge (Gráfico 3.17), un mercado laboral que en los últimos meses estaría menos holgado.

### 3.4 Mercado financiero y monetario

**En el primer trimestre de 2022 las condiciones de financiamiento siguieron apoyando la actividad económica en un entorno de normalización de la política monetaria.** En esta fase de normalización, iniciada en septiembre de 2021, la JDBR ha realizado incrementos de la tasa de política monetaria (TPM) que acumulan 325 pb hasta marzo de 2022. Estos aumentos se están transmitiendo a las tasas de interés del sistema bancario en diversa magnitud, pero a pesar de esto, en términos reales las tasas de interés de ahorro y crédito se mantienen bajas (excepto tarjetas de crédito). La dinámica de préstamos a los hogares y las empresas sigue robusta, como lo indica la aceleración del crédito bancario en moneda nacional, con tasas anuales que se acercan al crecimiento nominal del producto. Los indicadores de riesgo de crédito se han moderado,

Cuadro 3.1  
Tasas de interés promedio mensual

	Feb-20	Jun-21	Sep-21	Dic-21	Mar-22
<b>Interbancarias</b>					
TPM	4,25	1,75	1,76	2,70	4,00
TIB <i>overnight</i>	4,26	1,76	1,79	2,73	4,06
IBR <i>overnight</i>	4,25	1,75	1,77	2,72	3,99
IBR a 1 mes	4,25	1,76	1,93	2,96	4,77
IBR a 3 mes	4,25	1,91	2,27	3,36	6,06
IBR a 6 meses	4,27	2,15	2,76	3,96	7,39
<b>Captación</b>					
Ahorros	2,37	0,96	0,97	1,19	1,82
DTF a 90 días	4,46	1,91	2,05	3,08	4,97
CDT a 180 días	4,69	2,21	2,45	3,71	5,63
CDT a 360 días	5,36	3,23	3,16	5,10	7,59
CDT > 360 días	5,71	3,89	3,68	7,14	9,55
<b>Crédito</b>					
Preferencial	7,01	4,84	4,98	6,00	8,09
Ordinario	9,74	7,18	7,34	8,18	10,33
Construcción vivienda no VIS	9,35	7,00	7,46	7,92	9,97
Construcción vivienda VIS	9,08	6,52	6,86	7,33	9,50
Compra vivienda no VIS	10,50	8,88	9,06	9,40	10,32
Compra vivienda VIS	11,89	10,41	10,98	11,55	12,23
Consumo sin libranza	17,09	16,11	17,09	17,51	19,56
Consumo con libranza	13,55	11,47	11,23	11,65	12,50
Tarjeta de crédito	25,48	23,87	23,49	24,47	25,39

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

Gráfico 3.18  
Tasas reales de interés de créditos comerciales  
(datos promedio mensual deflactados con el IPC sin alimentos)



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

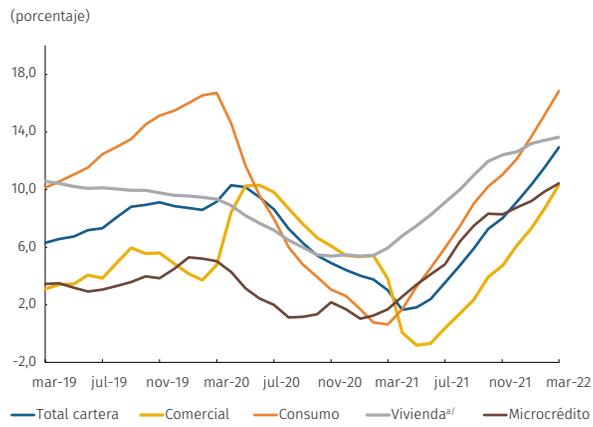
aunque siguen en niveles altos, y el sistema financiero registra niveles adecuados de solvencia.

**La transmisión de los cambios en la TPM a las tasas de interés de ahorro y de crédito sigue activa, con una menor intensidad hacia las tasas de depósitos a la vista y para compra de vivienda. No obstante, en términos reales, los niveles de todas las tasas de interés se mantienen bajos (exceptuando tarjetas de crédito).** Desde el inicio del proceso de normalización de la política monetaria, las tasas interbancarias a un día han aumentado *pari passu* con la TPM. A plazos más largos estas tasas han subido más, posiblemente por expectativas de mayores incrementos en la TPM; en particular, durante el primer trimestre los índices bancarios de referencia (IBR) a tres y seis meses estuvieron en promedio por encima de la TPM en 133 y 247 pb, respectivamente. En cuanto a las tasas de captación, la respuesta a la TPM ha sido mayor en función del plazo. En efecto, desde septiembre de 2021, en términos de los promedios mensuales, el aumento en las tasas de interés de ahorros a la vista fue de 86 pb, las de captación de CDT a noventa días (DTF) de 292 pb y a plazos mayores a un año de 587 pb (Cuadro 3.1). En el mismo período, el alza de las tasas de interés de colocación ha sido más dispersa, y se destaca el incremento para los préstamos preferenciales (312 pb), seguidos por los ordinarios (299 pb), mientras que la menor variación corresponde a los créditos para compra de vivienda (126 pb). A pesar de los aumentos señalados de las tasas de interés nominales, en términos reales la TPM y las tasas de colocación continúan en niveles bajos (Gráfico 3.18).

**La dinámica del crédito sigue contribuyendo a la recuperación de la actividad económica, al apoyar las necesidades de financiamiento de las empresas y la demanda de los hogares (Gráfico 3.19).** Durante el primer trimestre el crédito bancario en moneda nacional se aceleró, con un crecimiento anual que pasó del 9,2% en diciembre de 2021 al 13,0% en marzo de 2022. Del aumento del saldo trimestral (COP 24 b, 4,1%), el 47% se dirigió a crédito comercial y el 41% a consumo. En la mayor dinámica de la cartera comercial, cuyo crecimiento anual pasó del 6,2% al 10,3%, se registró una alta participación en los desembolsos a las empresas con plazo menor a un año, tanto en la modalidad preferencial como ordinaria, que sugieren una mayor demanda para capital de trabajo probablemente relacionada con los mayores costos de producción. En el mismo período, el crédito de consumo también experimentó un alza en su crecimiento anual del 12,2% al 16,8%, con una alta dinámica de los desembolsos que hace prever un buen comportamiento del consumo de bienes durables y semidurables en el trimestre. Este último tipo de crédito ha estado impulsado por la modalidad sin libranza con una duración de plazos con tendencia decreciente. Por su parte, los préstamos para compra de vivienda también se fortalecieron, aunque de forma más moderada, al pasar su variación anual durante el trimestre del 12,6% al 13,6%.

**El riesgo de crédito está en niveles altos, pero con señales de moderación. Los establecimientos de crédito siguen registrando aumentos en sus utilidades, junto con altos indicadores de solvencia.** Con la información disponible hasta enero,

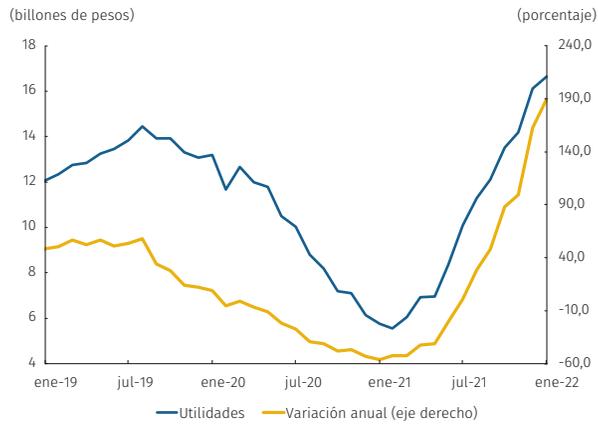
**Gráfico 3.19**  
**Cartera bruta en moneda nacional**  
 (variación anual, datos promedios mensuales)



a/ Vivienda ajustada: cartera bancaria más titularizaciones.  
 Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

las medidas de riesgo estimadas con los indicadores de mora y riesgo muestran una mejoría, pero aún superan los niveles observados antes de la pandemia. El proceso de asimilación del deterioro de la cartera, junto con la aceleración de los préstamos, continúa mejorando los resultados de los establecimientos de crédito, con utilidades acumuladas en doce meses (COP 16,7 b) que ya superan en un 26 % las obtenidas en 2019 (Gráfico 3.20) y con una solvencia estable en niveles altos.

**Gráfico 3.20**  
**Utilidades de las entidades de crédito**  
 (acumuladas a doce meses y variación anual)



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

# Recuadro 1: Comportamiento reciente del mercado de vivienda

Gráfico R1.1  
Precios reales de la vivienda

## A. Índices globales de los precios de la vivienda (variación anual)<sup>a/</sup>



## B. Crecimiento anual de los precios reales de la vivienda en 2021 (promedio del período)



a/ Los índices de precios globales son un agregado de más de 50 países.  
Nota: los índices de precios reales fueron deflactados con el Índice de Precios al Consumidor (IPC) de cada país.  
Fuentes: Fondo Monetario Internacional y Banco para Pagos Internacionales.

Celina Gaitán Maldonado  
Andrea Salazar Díaz  
Nicol Rodríguez Rodríguez\*

## 1. El mercado de la vivienda y la política monetaria

Luego de la crisis del Covid-19, la recuperación económica ha estado acompañada de un fenómeno inflacionario que preocupa a las autoridades monetarias en el mundo. En el caso de los países avanzados, la inflación anual ha alcanzado tasas elevadas que no se observaban hace décadas, explicadas, principalmente, por cuellos de botella y disrupciones en las cadenas globales de suministro. Estos choques han perdurado más de lo esperado por sus bancos centrales. En este contexto, las perspectivas sugieren desviaciones más persistentes de la inflación con respecto a sus metas, aumentando la probabilidad de un retiro más rápido de lo esperado del estímulo monetario en las economías avanzadas. A esto se han sumado las preocupaciones por posibles desbalances generados en otros mercados, como es el caso de la vivienda en varios países, lo que podría ejercer presiones inflacionarias adicionales y más duraderas.

A diferencia de otros indicadores económicos, y contrario a lo que se espera durante episodios de recesión (Fondo Monetario Internacional, 2021), los precios de la vivienda en el mundo se incrementaron durante la pandemia del Covid-19. Según el Banco para Pagos Internacionales (BIS, por su sigla en inglés), el índice global del precio real de la vivienda presentó crecimientos anuales del 2,6% y el 4,4% en 2020 y 2021<sup>1</sup>, respectivamente, registrando las tasas de crecimiento más altas de los últimos doce años (Gráfico R1.1, panel A) y, en el caso de algunas economías, sobrepasando los registros observados antes de la crisis de 2008. En particular, de una muestra de 58 economías, alrededor de cincuenta presentaron crecimientos anuales reales en sus precios de la vivienda durante 2020 y 2021, siendo los países desarrollados los que registraron los mayores incrementos en este indicador (Gráfico R1.1, panel B).

Lo anterior podría afectar la inflación, principalmente, por su impacto en el precio de los arrendos<sup>2</sup>, ya que un aumento elevado en los precios de los inmuebles podría motivar el ajuste de su posible retorno (alquiler)<sup>3</sup> y, además, hacer que una parte de la población reduzca su posibilidad de adquirir vivienda propia, lo que crea un problema de asequibilidad y presiona la demanda por las viviendas

\* Las autoras pertenecen al Departamento de Programación e Inflación del Banco de la República. Sus opiniones no comprometen a la entidad ni a su Junta Directiva.

- 1 El dato para 2021 corresponde al promedio observado hasta el tercer trimestre frente al promedio de todo 2020.
- 2 El componente de servicios asociados a la vivienda pesa 32,80% y 11,55% en la inflación total de los Estados Unidos y de la zona del euro, respectivamente.
- 3 Esto en un contexto de una política monetaria global que continuaría un proceso de normalización.

en arriendo<sup>4</sup>. A esta preocupación inflacionaria se le suman las posibles implicaciones del fenómeno inmobiliario sobre la estabilidad financiera, asociadas con una probable burbuja en este mercado, lo cual podría provocar un impacto negativo sobre el sistema financiero y la economía en general, como lo ocurrido en la crisis de 2008<sup>5</sup>.

En este contexto, monitorear posibles desbalances internos y globales en el mercado de vivienda es de especial interés para los bancos centrales. Por ejemplo, en el caso de los Estados Unidos, la persistencia de aumentos elevados en los precios de la vivienda podría incrementar el riesgo de tener una inflación más alta por más tiempo. Esto se sumaría a otros factores que podrían presionar un ritmo de la normalización de la política monetaria en ese país y, por tanto, del aumento del costo de financiamiento externo para Colombia, más rápido de lo previsto por el mercado y por el equipo técnico del Banco de la República.

## 2. Los precios de la vivienda en el mundo

En la mayoría de las economías el incremento en los precios de la vivienda estuvo impulsado por factores de demanda y de oferta. El fuerte incremento de la demanda de vivienda ha estado favorecido por múltiples impulsos como: 1) bajas tasas de interés como parte de las políticas adoptadas por los principales bancos centrales para mitigar los efectos adversos del Covid-19; 2) apoyos fiscales de los gobiernos para sostener el ingreso de los hogares; 3) aumento en el ahorro disponible, como consecuencia de los menores gastos de los hogares en ciertos servicios durante el período de la pandemia, y 4) la preferencia de viviendas con espacios para teletrabajar, lo que estimuló la compra de propiedades más grandes o de un segundo inmueble.

Por el lado de la oferta se presentaron restricciones significativas asociadas, principalmente, con la escasez de mano de obra y de materiales para la construcción. Por ejemplo, en 2021 el incremento promedio anual del precio internacional del acero y de la madera fue del 172,4% y 70,4%, respectivamente. Este aumento se dio en medio de restricciones de oferta asociadas a factores climáticos<sup>6</sup> y cuellos de botella en la producción, y de una mayor demanda por bienes básicos como parte de la recuperación y flexibilización de las restricciones de movilidad. Por su parte, según el Instituto de Constructores de Vivienda (HBI por su sigla en inglés), la escasez de mano de obra con formación técnica para la construcción ha sido un factor limitante para mejorar la oferta de viviendas en los Estados Unidos, lo que coincidió con un reducido inventario de viviendas en dicho país y en otros como Canadá, Nueva Zelanda y Suecia, hecho que contribuyó al desbalance en este mercado<sup>7</sup>.

En el caso particular de los Estados Unidos, en 2021 se registraron crecimientos anuales de dos dígitos en los principales indicadores de los precios reales de venta de vivienda, superando los niveles observados previos a la crisis de 2008, en la que factores como la desregulación sobre las titularizaciones de hipotecas de baja calidad, entre otros, provocaron el colapso del sistema financiero (Ocampo, 2009) (Gráfico R1.2). Con respecto a la inflación, dada la transmisión de las presiones de precios del mercado de vivienda al de los arriendos, que suele darse en la fase alcista de los precios de venta y que tiende a extenderse incluso más allá de esta, los servicios asociados a la vivienda y sus componentes han registrado

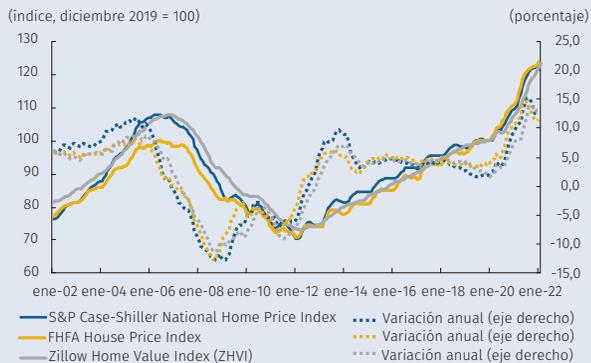
4 En el caso de los Estados Unidos, la necesidad de los arrendatarios de recuperar las pérdidas y algunos descuentos aplicados durante 2020 son factores adicionales que estarían presionando este mercado.

5 En sus minutas más recientes, el Federal Open Market Committee (FOMC) ha señalado que el incremento en el precio de los servicios asociados a la vivienda ha generado presiones al alza sobre la inflación, y se consideran como un factor que potencialmente puede contribuir a una aceleración del costo de vida en los Estados Unidos. Por su parte, recientemente, el Banco Central Europeo ha comunicado su preocupación por el incremento en los riesgos de incrementos en el mercado de la vivienda y, por medio de la Junta Europea de Riesgo Sistemático (ESRB, por su sigla en inglés), ha solicitado a siete de los treinta países que monitorea que tomen medidas financieras para frenar estos riesgos.

6 Durante el verano y la primavera se suelen presentar incendios en Canadá y Estados Unidos, que limitan la capacidad de operación del sector de la madera. Además, a finales de 2021 se presentaron inundaciones en British Columbia, zona que produce el 16,7% de la madera en Norteamérica, lo cual generó mayores dificultades en el despacho de pedidos de madera en el puerto de Vancouver (Williams, 2021).

7 El sector constructor de los Estados Unidos no se ha recuperado del choque de 2008-2009, lo que ha dado lugar a bajos niveles de inventarios de viviendas durante la última década. Por su parte, en Canadá los planes de ordenamiento territorial y las regulaciones para la construcción de edificaciones han contribuido a la insuficiencia de inventarios desde 2015 (Bank of Canada, 2021). En el caso de Nueva Zelanda y Suecia, la construcción de vivienda ha contado con barreras para responder al crecimiento poblacional y a la formación de hogares, en medio de restricciones sobre el uso del suelo (Reserve Bank of New Zealand, 2021; Sveriges Riksbank, 2021).

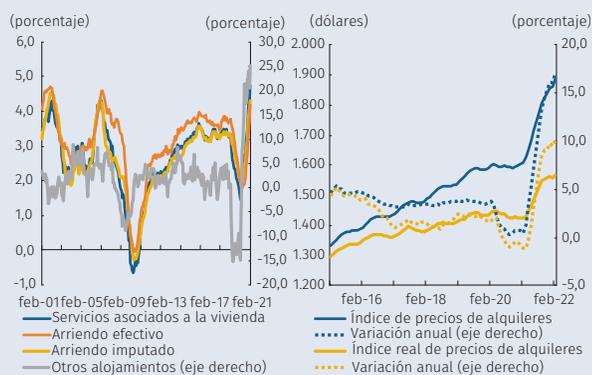
**Gráfico R1.2**  
Precios reales de la vivienda en los Estados Unidos  
(índices y variaciones anuales)<sup>a/</sup>



a/ Los índices están deflactados con el indicador de gastos de consumo personal (PCEP, por sus siglas en inglés).  
Fuente: Standard & Poor's, Federal Housing Finance Agency (FHFA) y Zillow; cálculos de las autoras.

**Gráfico R1.3**  
Indicadores de precios de los arriendos

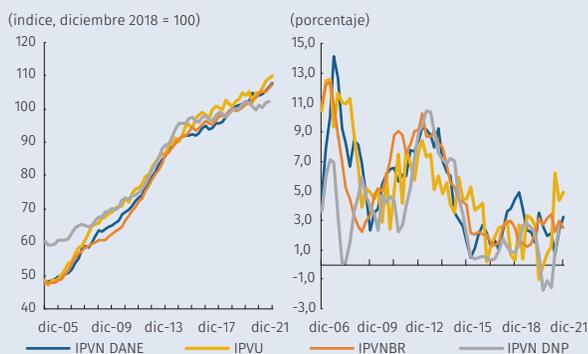
**A. Inflación de los servicios asociados a la vivienda por grupos**      **B. Índice de precio de los alquileres<sup>a/</sup>**



a/ Los índices están deflactados con el indicador de gastos de consumo personal (PCEP, por sus siglas en inglés).  
Fuentes: FRED St. Louis y Zillow; cálculos de las autoras.

**Gráfico R1.4**  
Precios de la vivienda en Colombia

**A. Índices reales de los precios de la vivienda en Colombia**      **B. Crecimientos reales de los precios de la vivienda en Colombia (variaciones anuales)**



Nota: los precios reales de la vivienda nueva se miden a través del IPVN del DANE con cobertura de 30 municipios, el IPVNBR del Banco de la República para Bogotá, Medellín, Cali y los municipios aledaños a Bogotá, y el IPVN del DNP para Bogotá. Los precios reales de la vivienda usada se miden a través del IPVU del Banco de la República para Bogotá, Medellín, Cali y municipios aledaños a las dos primeras. Todos son deflactados con el IPC sin alimentos.  
Fuentes: Banco de la República, DANE y DNP; cálculos de las autoras.

aceleraciones importantes en la segunda mitad de 2021, luego de las fuertes caídas registradas desde 2020, llegando a superar las tasas de crecimiento observadas en la última década (Gráfico R1.3, panel A). Acorde con esto, y con información del mercado inmobiliario (índice ZORI de Zillow), entre 2019 y 2021 el precio de los arriendos registró niveles históricamente altos, al alcanzar un incremento del 9,9% (un aumento de USD 156 en promedio) (Gráfico R1.3, panel B).

Para 2022 se espera que los precios de la vivienda en los Estados Unidos permanezcan altos, pero con un menor ritmo de ajustes frente a lo observado en 2020 y 2021. A la moderación de tal crecimiento contribuiría un menor desbalance en este mercado, pero sin retornar a las condiciones previas a la pandemia. Por el lado de la demanda, el incremento de la tasa de interés de la Fed y su transmisión a las tasas hipotecarias se constituiría como el principal desincentivo para las ventas de vivienda<sup>8</sup>. No obstante, se espera que estas se mantengan fuertes, pero no a los mismos niveles registrados en los últimos dos años (Orton, 2022). Por el lado de la oferta, para este año se prevé que el inventario de viviendas a la venta se recupere de sus niveles históricamente bajos, producto de la mayor construcción de nuevas viviendas y a la liberación de inmuebles por la finalización de la moratoria a las ejecuciones hipotecarias el 30 de junio de 2021. No obstante, la oferta no lograría alcanzar un ritmo de crecimiento suficiente para balancear el mercado de vivienda, debido a la persistencia de los problemas de costos y de abastecimiento de insumos. Finalmente, según el Federal Open Market Committee (FOMC), los servicios asociados con la vivienda se constituirían como una fuente potencial de presiones adicionales sobre la inflación.

### 3. El mercado de vivienda en Colombia

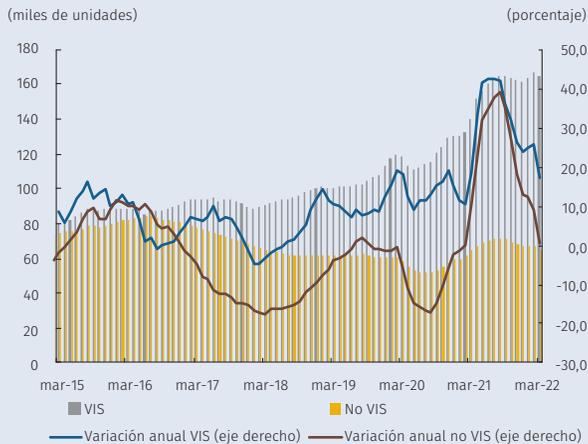
En Colombia, si bien la demanda para la compra de vivienda también se vio favorecida por factores similares a los indicados, los precios de la vivienda no han registrado incrementos significativos comparados con los de algunas economías avanzadas. En efecto, desde 2016 los índices de los precios reales de la vivienda nueva<sup>9</sup> y usada<sup>10</sup> han presentado crecimientos típicos y estables, tendencia que se mantuvo en 2021 con variaciones anuales promedio del 2,1% y 4,2%, respectivamente, cifras inferiores a las registradas en otros periodos de precios al alza<sup>11</sup> (Gráfico R1.4).

Este comportamiento de los precios en Colombia, diferente al observado en varias economías avanzadas, fue resultado de un mayor balance entre la oferta y la demanda en el mercado de la vivienda del país. Al igual que en el contexto global, el fuerte incremento de la demanda por vivienda también se ha observado en el mercado inmobiliario colombiano; no obstante, los altos niveles de inventarios, en el caso de la vivienda diferente a interés social (no VIS), y la mayor construcción de vivienda de interés social (VIS) como respuesta a los subsidios ofrecidos por el Gobierno y a la oferta de crédito para este

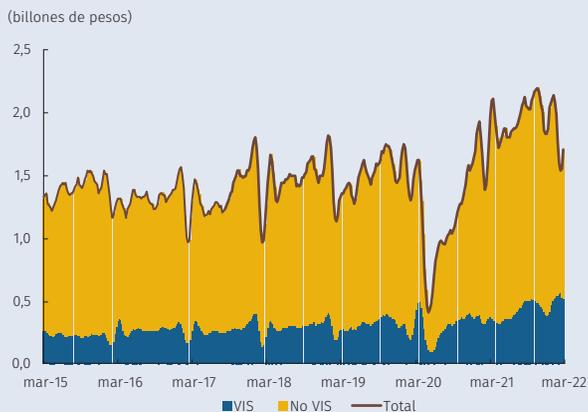
- 8 Al 31 de marzo, las tasas hipotecarias a treinta y quince años ya se encontraban en el nivel más alto desde 2019.
- 9 Se toma como referencia el índice de precios reales de la vivienda nueva (IPVN) del DANE y el índice de precios reales de la vivienda nueva (IPVNBR) del Banco de la República.
- 10 Se toma como referencia el índice de precios reales de la vivienda usada (IPVU) del Banco de la República.
- 11 Por ejemplo, previo a la crisis de 2008 los índices de precios reales de la vivienda nueva y usada registraron un incremento del 11,3% y 11,5%, y en el período de altos precios del petróleo (2013) del 8,8% y 7,0%, respectivamente. Además, la composición de las ventas totales ha cambiado desde este período. En particular, durante 2012-2013 las ventas VIS y no VIS correspondieron al 46% y 54% del total, respectivamente, mientras que en 2021 tales proporciones fueron del 70% y 30%.

Gráfico R1.5

A. Ventas de vivienda por segmentos (acumulado 12 meses y variaciones anuales)



B. Desembolsos para la adquisición de vivienda



Fuentes: Camacol y Superintendencia Financiera; cálculos de las autoras.

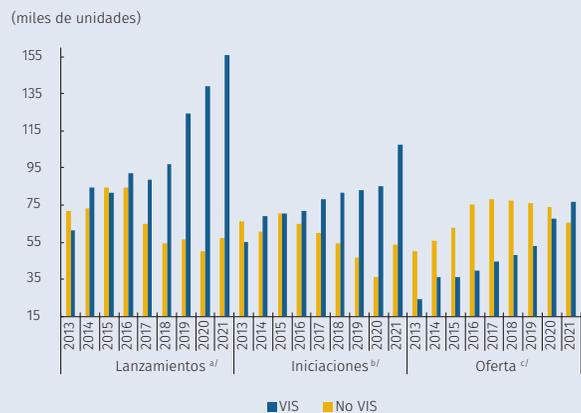
segmento, a tasas de interés bajas, fueron factores de oferta que contribuyeron a mitigar las presiones de demanda y de costos sobre los precios de la vivienda.

En 2021 las ventas del segmento VIS alcanzaron un máximo histórico de más de 160.000 unidades comercializadas, mientras que el segmento no VIS tuvo un desempeño sobresaliente, con la venta de 67.000 viviendas, cifra no observada desde 2017 (Gráfico R1.5, panel A). Desde mediados de 2020 el buen desempeño de la demanda de vivienda ha estado determinado principalmente por la ampliación de los programas de subsidio a la adquisición de vivienda para 2020, 2021 y 2022<sup>12</sup>. Uno de ellos, denominado Mi Casa Ya, va dirigido a hogares con ingresos bajos, otorga un subsidio monetario para la compra de vivienda nueva (con precios entre 130 y 150 SMMLV) y, adicionalmente, ofrece una cobertura en la tasa de interés de crédito<sup>13</sup>. Por su parte, el subsidio del Frech se otorga a solicitantes que ya tienen el desembolso del préstamo aprobado, para compra de viviendas nuevas con precios de hasta por 500 SMMLV, y cubre un porcentaje del interés pactado para el crédito, característica que hace que el beneficiario prefiera la oferta terminada. A estos subsidios se le suma, al igual que en el contexto externo, un entorno de bajas tasas de interés, búsqueda de mayor espacio y comodidad, y una recomposición del gasto durante el período de la pandemia. En este entorno, los desembolsos crediticios para la adquisición de vivienda presentaron niveles históricamente altos en 2021 (Gráfico R1.5, panel B).

Por su parte la continuidad de los subsidios “Mi Casa Ya” contribuyó al aumento en los indicadores de generación de oferta nueva en el segmento VIS (lanzamientos e iniciaciones), alcanzando máximos históricos en los años recientes (Gráfico R1.6). A lo anterior también contribuyó la amplia oferta de crédito otorgada a constructores VIS, con desembolsos que en el promedio anual de 2021 registró un aumento del 55,8%. Con respecto a la no VIS, desde 2015 este mercado había registrado un aumento en sus inventarios, debido a la menor demanda de este activo, en un entorno de deterioro del ingreso disponible originado por la caída del precio del petróleo. Estos mayores niveles de inventarios contribuyeron a suplir el aumento en la demanda registrado desde mediados de 2021, originada, en parte, por los subsidios del Frech. En cuanto a la oferta nueva, pese a que en 2021 los lanzamientos y las iniciaciones retornaron a los niveles observados previos a la pandemia, la construcción en este segmento viene rezagada desde años anteriores y se mantiene aún distante de su mejor desempeño registrado en 2015 (Gráfico R1.6).

Gráfico R1.6

Lanzamientos, iniciaciones e inventario de oferta de viviendas por segmentos



a/ Acumulado doce meses de las unidades de proyectos que iniciaron ventas en 13 regionales.  
 b/ Acumulado doce meses de las unidades de proyectos que iniciaron construcción en 13 regionales.  
 c/ Promedio doce meses de las unidades de proyectos o etapas que se encuentran disponibles en el mercado para ser vendidas en 13 regionales.  
 Fuente: Camacol; cálculos de las autoras.

La mejor dinámica del mercado de la vivienda se refleja en el indicador de rotación<sup>14</sup>, el cual permite determinar en cuántos meses podría ser vendida la oferta, manteniendo constante las unidades ofrecidas y el ritmo de ventas (Gráfico R1.7). En 2021 la rotación para el segmento VIS retornó a su promedio de 2019 de 5,7 meses, mientras que en la no VIS la rotación se redujo desde quince meses antes de la pandemia a 11,6 meses. Cabe mencionar que la respuesta del sector constructor a esta mejor dinámica se ha dado en medio de dificultades asociadas con la pandemia, como las disrupciones en las cadenas globales de suministro y el aumento en el precio inter-

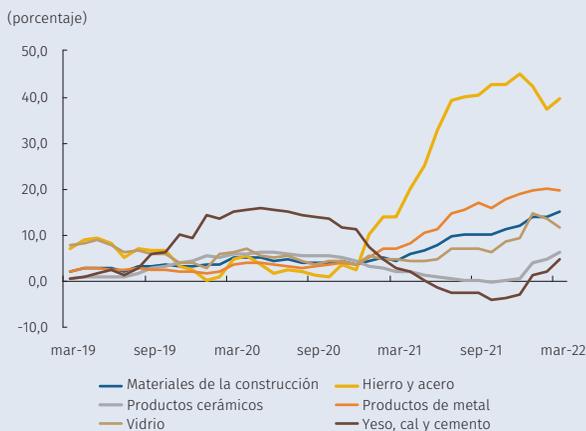
- 12 El plan Compromiso por Colombia, anunciado por el Gobierno Nacional en 2020 para atender la crisis por la pandemia, anunció la disponibilidad de 200.000 subsidios para la adquisición de vivienda entre 2020 y 2022: 100.000 para VIS por medio de Mi Casa Ya, y 100.000 para No VIS a través del Frech.
- 13 Para los hogares con ingresos menores a cuatro SMMLV, ofrece un subsidio de hasta treinta SMMLV y una cobertura en la tasa de crédito de hasta 5 puntos porcentuales.
- 14 El indicador de rotación se considera como un buen termómetro de cómo se está desarrollando la actividad en el mercado de vivienda. De acuerdo con este indicador, por encima de dieciocho meses se tendría un nivel de actividad desfavorable; mientras que una rotación inferior a este período indica un mercado saludable.

**Gráfico R1.7**  
Indicador de rotación<sup>a/</sup>



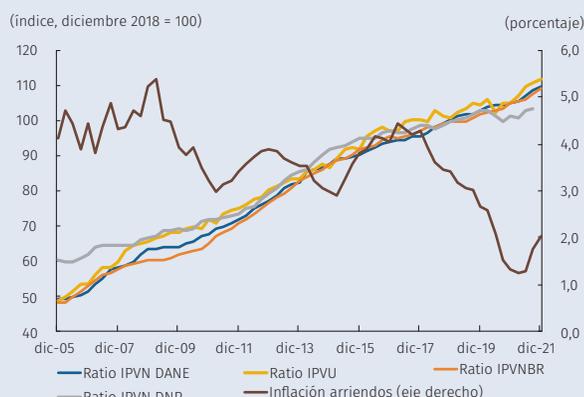
a/ El índice de rotación es el cociente entre el inventario mensual de oferta y el promedio trimestral de ventas. Se toma el promedio trimestral de las ventas porque la información mensual tiende a ser más volátil.  
Fuente: Camacol; cálculos de las autoras.

**Gráfico R1.8**  
IPP materiales de la construcción  
(variaciones anuales)



Fuente: DANE; cálculos de los autores.

**Gráfico R1.9**  
Inflación de arriendos y razones precio-renta



Nota: los razones corresponden a los cocientes entre los índices de precios de la vivienda y el IPC de arriendos.  
Fuentes: Banco de la República, DANE y DNP; cálculos de las autoras.

nacional de las materias primas. Según el IPP de materiales de la construcción, en 2021 el crecimiento del precio del hierro y el acero, productos de metal y el vidrio, insumos esenciales para la construcción, fue del 45,1%, 19,0% y 9,4%, respectivamente (Gráfico R1.8). Lo anterior podría estar dificultando los cierres financieros de los proyectos, especialmente los del segmento VIS<sup>15</sup>, llevando a que algunos constructores consideren la posibilidad de aplazar o desistir de algunos proyectos, con lo que podría verse afectada la oferta futura de inmuebles.

En síntesis, en el segmento VIS el comportamiento en los precios podría estar asociado con un mercado en general balanceado y jalonado por los subsidios, factor que determina tanto la demanda como la oferta y que, además, cuenta con un límite legal en su precio (135 y 150 SMMLV), lo que estaría restringiendo la respuesta de los precios al fuerte incremento de la demanda. En lo que respecta al no VIS, el mercado no ha presentado desbalances que presionen los precios, debido a que los incrementos en la demanda se han visto soportados aún por una alta disponibilidad de inventarios acumulados. Así, hasta el momento, en el mercado de vivienda colombiano no hay evidencia de un desbalance entre la oferta y la demanda que esté presionando los precios, como sí ocurre en otros países.

Hacia adelante, la evolución de los precios de la vivienda dependerá, por el lado de la demanda, de la continuidad de los programas de subsidios gubernamentales, de la evolución de las tasas de interés de crédito hipotecario, del comportamiento de la inflación y su impacto negativo sobre el ingreso disponible, y de la incertidumbre política y su efecto sobre la inversión. En específico, la finalización o reducción de la disponibilidad de los programas Mi Casa Ya y Frech, un mayor costo de endeudamiento, un menor poder de compra y un aumento en la percepción de riesgo del país desincentivarían la adquisición de vivienda. Por el lado de la oferta, la persistencia de los altos costos en los materiales de construcción se constituiría como el principal riesgo para la generación de oferta nueva.

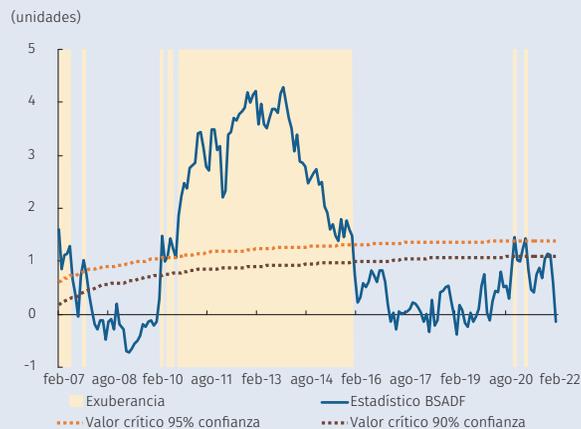
En materia de inflación, luego de la moderación en el país del IPC de arriendos en 2020 (1,33%), en medio de la débil demanda y una amplia disponibilidad de inmuebles, este indicador se mantuvo estable en 2021, con un crecimiento del 2,02% (aún por debajo del promedio de los últimos 22 años: 3,38%). Hacia adelante es probable que el incremento anual del IPC de arriendos se sitúe por encima de la meta en el horizonte de pronóstico, en gran parte por su indexación a la alta inflación total proyectada (véase la sección 2.2.1). Otro riesgo de presiones al alza en este indicador son unos mayores costos de construcción que se traspasen a los precios de la vivienda nueva (principalmente en el segmento no VIS), y también genere un mercado de arriendos de vivienda usada más apretado. Esto podría aumentar el retorno esperado de la inversión en vivienda por parte de los arrendadores, el cual hasta el momento ha tenido una tendencia decreciente, como lo sugiere la razón entre los índices de precios de la vivienda y el IPC de arriendos (Gráfico R1.9).

Finalmente, aunque en la actualidad los precios de la vivienda en Colombia no muestran señales de presiones importantes, su monitoreo se hace importante para activar alertas tempranas de desbalances en este mercado. Por esta razón, se realizó la prueba de detección de burbujas PSY (Phillips, Shi y Yu, 2015), que permite identificar múl-

15 Las unidades de los proyectos VIS tienen como límite de precio 135 SMMLV, con la excepción de 150 SMMLV para aglomeraciones urbanas con más de un millón de habitantes, lo que concede un limitado margen de maniobra a los constructores en este segmento.

Gráfico R1.10

A. Resultados prueba PSY para el IPVNBR



B. Resultados prueba PSY para el IPVU



Nota: los índices fueron deflactados con el IPC sin alimentos.  
Fuente: Phillips et al. (2015); cálculos de las autoras.

tiples períodos de exuberancia<sup>16</sup> en los precios de los activos. Esta metodología está basada en la prueba Dickey-Fuller aumentada e implica calcular múltiples regresiones recursivas que varían en la fecha de inicio, en el número de observaciones y en la fecha final<sup>17</sup>. Los resultados de la metodología para el IPVNBR y el IPVU señalan que (Gráfico R1.10), para ambos mercados de vivienda nueva y usada, se habrían registrado períodos de exuberancia durante la crisis financiera internacional de 2008 y la bonanza petrolera a inicios de la década pasada, cuando se presentaron altas tasas de crecimiento en los precios de la vivienda. En lo que respecta a meses recientes, no se encuentra evidencia sobre la presencia de burbujas o de exuberancia en los precios.

Referencias

Bank of Canada (2021). *Financial System Review*, disponible en: <https://www.bankofcanada.ca/2021/05/financial-system-review-2021/>

Fondo Monetario Internacional. (2021). *Global Financial Stability Report: Covid-19, Crypto, and Climate: Navigating Challenging Transitions*, Washington, D. C.: FMI.

Ocampo, J. A. (2009, abril). “Impactos de la crisis financiera mundial sobre América Latina”, *Revista Cepal*, núm. 97, pp. 9-32.

Orton, K. (2022). “Experts Predict what the 2022 Housing Market Will Bring”, *The Washington Post*, 10 de enero.

Phillips, P.; Shi, S.; Yu, J. (2015). “Testing for Multiple Bubbles: Historical Episodes of Exuberance and Collapse in the S&P 500”, *International Economic Review*, vol. 56, núm. 4, octubre

Reserve Bank of New Zealand (2021). *Financial Stability Report*, noviembre, disponible en: <https://www.rbnz.govt.nz/financial-stability/financial-stability-report/fsr-nov-2021>

Sveriges Riksbank (2021). *Financial Stability Report* disponible en: <https://www.riksbank.se/en-gb/financial-stability/financial-stability-report/2021/financial-stability-report-20212/>

Williams, N. (2021). “Lumber price Surge Sparked by British Columbia Floods Likely to Fuel More M&A”, *Reuters*, diciembre.

16 Un período de exuberancia se entiende como un lapso en el que el precio de la vivienda no está explicado por sus fundamentales sino por un componente no fundamental, que podría incluir factores especulativos.

17 El test PSY, propuesto por Phillips et al. (2015), permite evaluar si los precios de la vivienda presentan un comportamiento explosivo en múltiples períodos, mediante una prueba de raíz unitaria ADF recursiva con rolling window. Así, la prueba parte de la ecuación  $y_t = \mu + \delta y_{t-1} + \sum_{i=1}^p \phi_i \Delta y_{t-i} + e_t$ , teniendo como hipótesis nula ( $H_0: \delta=1$ ) que la serie es una caminata aleatoria, frente a una hipótesis alternativa ( $H_a: \delta > 1$ ) de presencia de burbujas que colapsan en múltiples períodos.

## Recuadro 2: Actualización metodológica de la *Gran encuesta integrada de hogares (GEIH)* y sus principales cambios<sup>1</sup>

**Didier Hermida**  
**Karen L. Pulido-Mahecha\***

La *Gran encuesta integrada de hogares (GEIH)* es la principal fuente de información de las estadísticas oficiales del mercado laboral en Colombia. Esta encuesta, que utilizaba el marco geoestadístico del *Censo nacional de población y vivienda* de 2005, y a la cual nos referiremos como GEIH-M05, se actualizó para estar acorde con el marco y los resultados del *Censo nacional de población y vivienda* de 2018. La actualización permite tener en cuenta los cambios en la evolución demográfica, organización del territorio y distribución de la población que ha experimentado el país entre las dos operaciones censales. Adicionalmente, la nueva encuesta, a la que nos referiremos como GEIH-M18, introdujo recomendaciones de organismos como la Organización Internacional del Trabajo (OIT) y la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), en materia de caracterización de la población en edad de trabajar (PET) y la visibilidad estadística de otros grupos, lo que mantendrá a las estadísticas del mercado laboral colombiano acorde a los estándares internacionales.

Si bien la GEIH-M18 trae importantes novedades, particularmente en lo que se refiere a la definición de informalidad, a la mejor captura de los ingresos laborales, a la recopilación de datos sobre pago de impuestos, entre otros (DANE, 2022), en este recuadro nos enfocaremos en describir aquellos cambios que podrían modificar los niveles y el comportamiento de los principales agregados del mercado laboral.

### 1. Principales cambios de la GEIH

Durante 2021 la GEIH-M18 inició con una recolección paralela, y a partir de 2022 reemplazó completamente a la GEIH-M05. Dentro de los principales cambios, la nueva encuesta incluye un importante proceso de rediseño metodológico, cuyas novedades más importantes se describirán a continuación.

#### a. Actualización del marco geoestadístico

La GEIH-M05 utilizaba el marco geoestadístico<sup>2</sup> del año 2005. A lo largo de los años el territorio ha sufrido cambios (p. e.: la creación de nuevos barrios en las ciudades, densificación de los centros poblados, entre otros), los cuales deben actualizarse con el fin de que la información recopilada por las encuestas continúe siendo representativa de la población. Así, para reconocer la nueva realidad del territorio y la población, el diseño muestral de la GEIH se actualizó con base en el *Censo* de 2018.

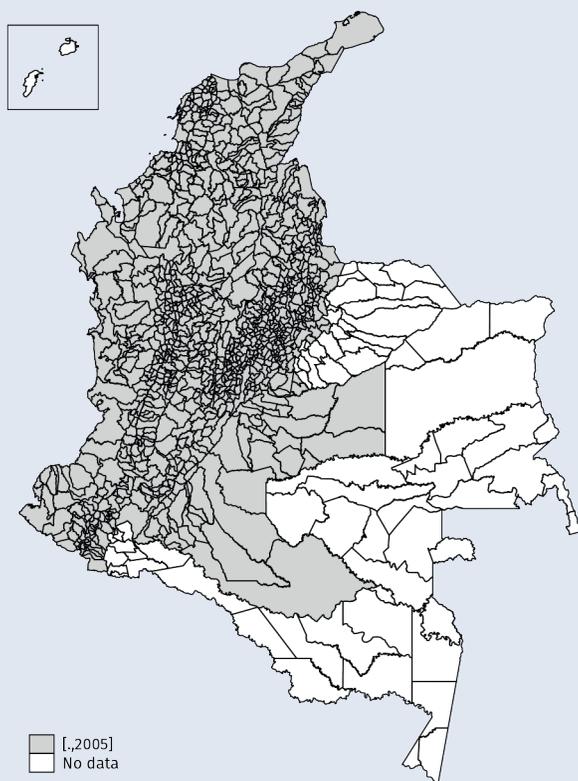
\* Los autores pertenecen al Grupo de Análisis del Mercado Laboral (Gamla) y al Departamento de Programación e Inflación (DPI), respectivamente, del Banco de la República; las opiniones aquí expresadas son de su exclusiva responsabilidad y no reflejan necesariamente las de la entidad, ni la de su Junta Directiva.

1 Este recuadro se basa en la sección especial del Reporte de Mercado Laboral, núm. 22. Para una descripción más detallada de los cambios y efectos sobre las series, asociados con el marco GEIH-M18, al igual que una propuesta provisional de empalme y desestacionalización de los principales agregados del mercado laboral, lo invitamos a consultar dicho reporte, disponible en: <https://www.banrep.gov.co/es/reporte-mercado-laboral>

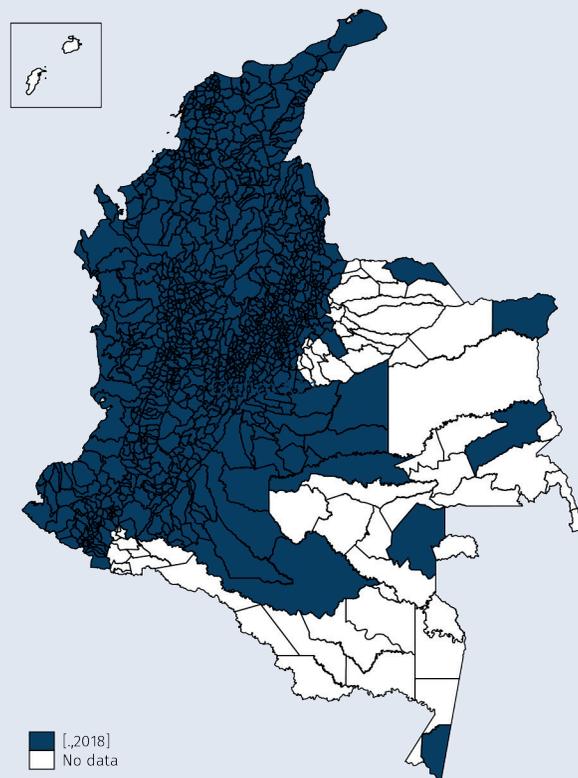
2 Es la base muestral que usan las encuestas de hogares del país, la cual consta de una combinación tanto de la división político-administrativa como de las áreas geoestadísticas, y su utilidad es transversal a todas las etapas de una operación estadística (DANE, 2020).

Mapa R2.1

A. Cobertura - GEIH marco 2005



B. Cobertura - GEIH marco 2018



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

b. Ampliación de la cobertura geográfica

La GEIH-M05 cubría de manera continua y mensual a veintitrés departamentos, más Bogotá. Esto implicaba que los indicadores nacionales del mercado laboral reflejaban los resultados agregados de los territorios en esa cobertura y no del total de departamentos del país (Mapa R2.1, panel A). La GEIH-M18 amplía la cobertura de las cabeceras del país, al añadir las nueve capitales de los departamentos en las regiones del Amazonas, Orinoquía y la isla de San Andrés (Mapa R2.1, panel B)<sup>3</sup>. Por su parte, la cobertura de los centros poblados y el rural disperso continúa siendo la misma de la GEIH-M05.

c. Aumento del umbral de la población en edad de trabajar (PET)

En la GEIH-M05 las personas se clasificaban como parte de la PET desde los 10 años de edad en los centros poblados y el rural disperso, y a partir de los 12 años en las zonas urbanas. Aunque esta definición tenía en cuenta características propias del mercado laboral colombiano, contrastaba con los estipulado en acuerdos internacionales en materia de lucha contra el trabajo infantil. Para subsanar esto, la GEIH-M18 implementa el convenio 138 de la OIT, que establece como edad de admisibilidad al mercado laboral aquella en la que el menor ha cesado sus obligaciones escolares; en el caso de Colombia esta edad se fijó en los 15 años y, adicionalmente, este criterio se unificó tanto para las áreas urbanas como rurales. Cabe anotar que datos sobre la situación laboral de la población entre los 5 y 17 años de edad seguirán siendo recolectados en el módulo anual sobre trabajo infantil.

d. Caracterización de la PET

En la nueva encuesta hubo cambios en la caracterización de las poblaciones dentro de la PET; principalmente aquellas asociadas con la batería de preguntas que permite clasificar a las personas como ocupadas. También se agregaron preguntas para construir indicadores de oferta potencial dentro de la población que se clasificaba como inactiva, que ahora pasa a llamarse población fuera de la fuerza de trabajo.

En primer lugar, respecto a la población ocupada, en la GEIH-M05 se incluían dos tipos de trabajadores no remunerados: los trabajadores familiares<sup>4</sup> y los trabajadores no remunerados en empresas o negocios de personas con las que no compartían parentesco. Bajo la GEIH-M18 este último grupo de personas ya no se clasifican como ocupadas, puesto que ahora es necesario confirmar la recepción de pagos en dinero o en especie por el trabajo; por su parte, el primer grupo continuará siendo clasificado como población ocupada.

En segundo lugar, la GEIH-M18 define a la población ocupada ausente del trabajo, en términos de las razones de su ausencia y la expectativa del retorno al trabajo, algo que no se contemplaba en la GEIH-M05. En la nueva encuesta la persona ausente del trabajo debe manifestar las razones de su ausencia: si obedece a motivos de enfermedad, permiso, licencia, festivos, vacaciones o capacitación, esta persona es clasificada inmediatamente como ocupada. Si, por el contrario, se debe a otros motivos, entre los que pueden estar la suspensión temporal del trabajo, la reducción de la actividad económica o por

3 Las nueve capitales incorporadas son: Mocoa, Leticia, Yopal, Arauca, San José del Guaviare, Mitú, Puerto Inírida, Puerto Carreño y San Andrés, lo cual aumenta la cobertura del 96,9% de la población al 97,8%.

4 Personas que en la semana de referencia trabajaron al menos una hora y, aunque no recibían sueldo, lo hicieron en negocios de miembros de la familia.

catástrofes naturales, entonces, es necesario especificar la expectativa que tiene la persona para retornar a su puesto de trabajo. Si el tiempo esperado es igual o menor a cuatro meses<sup>5</sup>, se clasifica como ocupada, en otro caso, la única posibilidad para que se clasifique como ocupada es que sea trabajador familiar.

En tercer lugar, la GEIH-M18 introdujo en su cuestionario preguntas que permiten identificar potenciales participantes del mercado laboral<sup>6</sup>, acorde con la resolución de la 19.<sup>a</sup> Conferencia Internacional de Estadísticos del Trabajo (OIT, 2013). Estas preguntas clasifican a la población fuera de la fuerza de trabajo como buscadores no disponibles, buscadores potenciales disponibles o buscadores potenciales que desean trabajar. Así, la principal caracterización de esta población se hace a partir del interés por entrar al mercado laboral.

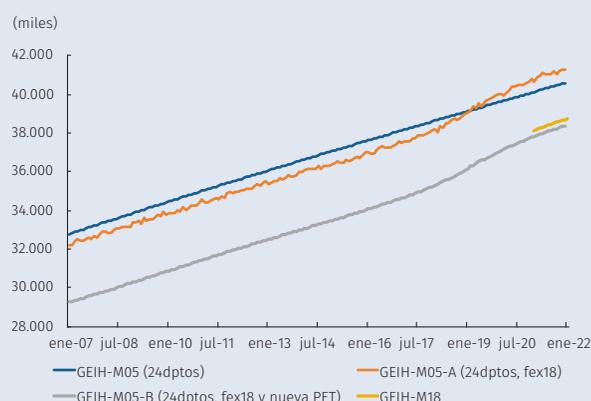
## 2. Efecto de los principales cambios sobre los indicadores de mercado laboral

Con el fin de analizar los efectos que los principales cambios de la GEIH-M18 tienen sobre los indicadores del mercado laboral y las poblaciones relevantes para su cálculo, se construyen cuatro series: 1) la serie oficial observada bajo la GEIH-M05, disponible hasta diciembre de 2021; 2) la GEIH-M05 con la corrección oficial en los factores de expansión (GEIH-M05-A), cuyas poblaciones estimadas son consistentes con las proyecciones poblacionales del Censo de 2018 y que permite medir el efecto por el desfase en las proyecciones poblacionales de la GEIH-M05; 3) la serie GEIH-M05 que incorpora la corrección en los factores de expansión y el nuevo umbral de edad de la PET (GEIH-M05-B), lo cual permite medir el efecto de excluir a los menores entre 10 y 14 años de la población en edad de trabajar, y 4) la nueva serie oficial (GEIH-M18) que contiene datos del mercado laboral desde enero de 2021. Cabe recordar que las series bajo la GEIH-M05 incluyen solo información de veintitrés departamentos más Bogotá, mientras que la serie GEIH-M18 incluye también a las nueve capitales incorporadas a la cobertura geográfica.

En el Gráfico R2.1 se presentan estas series para el caso de la PET. En los primeros años la serie corregida por los factores de expansión exhibe unos niveles más bajos de población (GEIH-M05-A), esto obedece a que los resultados del Censo de 2018 arrojaron un menor crecimiento demográfico. Sin embargo, a partir del año 2016, con la ola migratoria que empezó a recibir el país desde Venezuela (Tribín-Uribe *et al.*, 2020; Bonilla-Mejía *et al.*, 2020), se aprecia un mayor crecimiento de esta población, que incluso sobrepasa a la serie original de la GEIH-M05.

Ahora bien, al excluir de esta población a cerca de 2,9 millones de menores entre 10 y 14 años, debido al nuevo umbral de edad de la PET, esto naturalmente implica un menor nivel en este indicador, como se puede apreciar a través de la diferencia entre las series con la corrección de los factores de expansión (GEIH-M05-A) y aquella que incluye la corrección de los factores de expansión y el nuevo umbral de la PET (GEIH-M05-B). Respecto a esta última serie, la GEIH-M18 exhibe niveles de PET ligeramente más altos, ya que incorpora a la población de nueve capitales adicionales.

Gráfico R2.1  
Población en edad de trabajar (PET)  
Agregado nacional (ene-07 a ene-22)

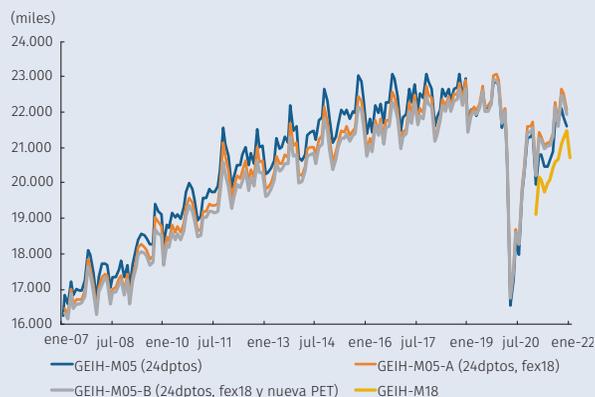


Nota: datos mensuales.  
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

5 El horizonte temporal de cuatro meses establecido por el DANE obedece al artículo 51 del Código Sustantivo del Trabajo, el cual establece que un contrato de trabajo puede ser suspendido durante un periodo no mayor a 120 días, debido al cierre temporal de la empresa por razones ajenas a la voluntad del empleador.

6 Por esta razón la población inactiva pasa a denominarse como población fuera de la fuerza de trabajo.

**Gráfico R2.2**  
Población ocupada  
Agregado nacional (ene-07 a ene-22)

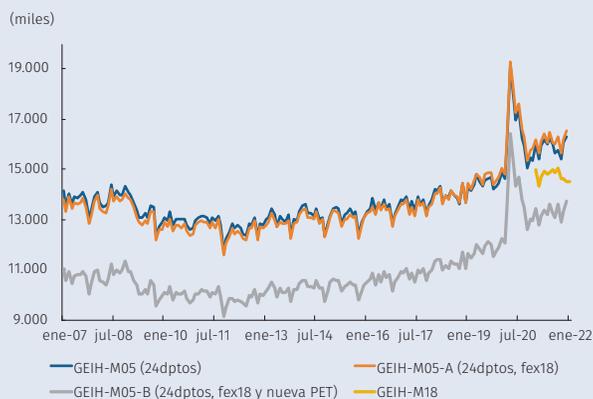


Nota: datos mensuales.  
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

En cuanto a la población ocupada, el Gráfico R2.2 muestra que, al corregirse los factores de expansión de la encuesta, su nivel es ligeramente más bajo (GEIH-M05-A), que el sugerido por la serie original (GEIH-M05). Esta diferencia se compensa en los últimos años debido al efecto migratorio mencionado. Adicionalmente, el efecto de aumentar el umbral de edad para la PET es insignificante (GEIH-M05-B), pues excluye menos del 1% de la población que antes se clasificaba ocupada y que corresponde a menores entre 10 y 14 años.

Como se aprecia en el Gráfico R2.2, la nueva serie oficial de ocupados (GEIH-M18) continúa siendo más baja que las que se pueden obtener en los diferentes escenarios bajo la GEIH-M05; esto, pese a poseer cerca de 179.000 ocupados adicionales, que corresponden a la nueva cobertura urbana. Aunque en la nueva encuesta no se tienen en cuenta como ocupadas a las personas ausentes del trabajo con expectativas de retorno mayores a cuatros meses y los trabajadores no remunerados que no se emplean en negocios familiares, cálculos con microdatos muestran que el efecto por estas exclusiones es bajo y no explican de manera significativa la brecha entra las operaciones estadísticas. Esta diferencia en los niveles de ocupación, al controlar por los factores mencionados, se mantiene en alrededor de 1,2 millones de ocupados, y potencialmente podría estar reflejando el cambio en el marco geoestadístico, es decir, el rediseño de la muestra y, en general, de toda la operación estadística.

**Gráfico R2.3**  
Población fuera de la fuerza de trabajo  
Agregado nacional (ene-07 a ene-22)

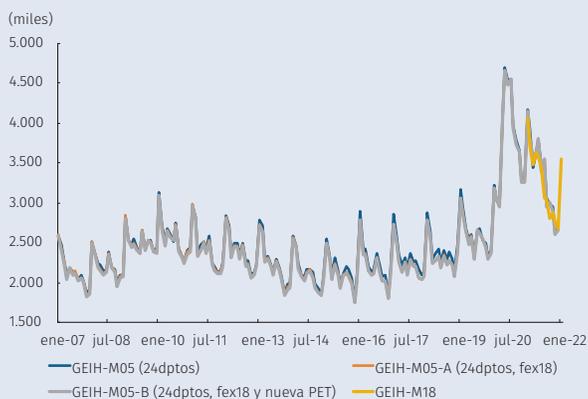


Nota: datos mensuales.  
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Respecto a la población fuera de la fuerza de trabajo, los efectos se pueden apreciar en el Gráfico R2.3. En este caso, la corrección de los factores de expansión tiene poco impacto. Por su parte, el nuevo umbral de la PET genera una caída importante en el nivel de la serie; en promedio, la diferencia es de 2,7 millones entre aquella que incorpora la corrección en los factores de expansión y el nuevo umbral de la PET (GEIH-M05-B) y la serie que solamente incorpora la corrección de los factores de expansión (GEIH-M05-A). Esto obedece a que la mayoría de los menores entre 10 y 14 años se encuentran estudiando, y bajo la GEIH-M05 eran clasificados por fuera de la fuerza de trabajo (inactivos).

El nivel de esta población en la GEIH-M18 es más alto y en promedio exhibe 1,3 millones de personas adicionales, de las cuales solo 119.000 corresponden a la nueva cobertura. La diferencia restante estaría capturando la actualización del marco geoestadístico, debido a que la población fuera de la fuerza de trabajo se calcula como un residuo de personas que no pueden ser clasificadas como ocupadas o desempleadas, por lo que esta población bajo la GEIH-M18 exhibe un comportamiento opuesto al de la ocupación.

**Gráfico R2.4**  
Población desempleada  
Agregado nacional (ene-07 a ene-22)



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

Finalmente, la población desempleada es la que menos sufre cambios en comparación con los diferentes escenarios de la GEIH-M05 (Gráfico R2.4), y su nivel estimado bajo la GEIH-M18 es similar para el año 2021, aún después de añadir cerca de 37.000 desempleados, que corresponden a la nueva cobertura geográfica.

## Referencias

- Bonilla-Mejía, L., Morales, M., Hermida, D., Florez, L. (2020). "The Labor Market of Immigrants and Non-Immigrants Evidence from the Venezuelan Refugee Crisis", Borradores de Economía núm. 1119, Banco de la República.
- DANE (2020). *Manual de uso del Marco Geoestadístico Nacional en el Proceso Estadístico*, disponible en: [https://geoportal.dane.gov.co/descargas/descarga\\_mgn/Manual\\_MGN.pdf](https://geoportal.dane.gov.co/descargas/descarga_mgn/Manual_MGN.pdf)
- DANE. (2022). *Enfoque conceptual y metodológico de la Gran encuesta integrada de hogares (GEIH), Marco 2018*, disponible en: <https://www.dane.gov.co/index.php/estadisticas-por-tema/mercado-laboral/empleo-y-desempleo>

- OIT (2013). *Resolución I: resolución sobre las estadísticas del trabajo, la ocupación y la subutilización de la fuerza de trabajo*, Organización Internacional del Trabajo.
- Tribín-Urbe, A. M.; Adhvaryu, A.; Anzola-Bravo, C.; Ávila-Montealegre, O.; Bonilla-Mejía, L., Castro-Fernández, J. C.; ... Velásquez, S. (2020). "Migración desde Venezuela en Colombia: caracterización del fenómeno y análisis de los efectos macroeconómicos", *Ensayos Sobre Política Económica*, núm. 97, núm. 176, disponible en: <https://doi.org/10.32468/espe.97>

## Recuadro 3: Difusión de la inflación en Colombia

Edgar Caicedo García  
Santiago Dorado Díaz\*

La inflación es un fenómeno que consiste en un aumento generalizado en el nivel de precios de los bienes y servicios de una economía. Acorde con lo anterior, en este recuadro se presentan algunos indicadores que buscan establecer qué tan diseminados y pronunciados han sido los aumentos en los precios al consumidor registrados en Colombia en los últimos trimestres, los cuales han llevado a un incremento notable de la variación anual del índice de precios al consumidor (IPC).

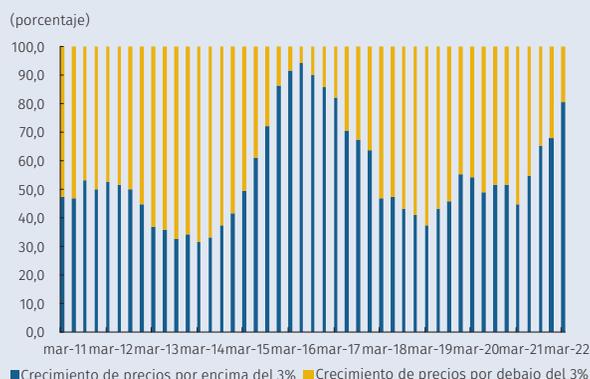
En la década pasada, después de un período de relativa estabilidad de precios, entre 2010 y 2014, años donde la inflación anual se mantuvo en un rango entre el 2% y el 4%, un conjunto de choques, entre los cuales se destacan la caída del precio del petróleo a finales de 2014 (que generó una fuerte depreciación del peso), las reformas en materia tributaria de 2016 (aumentó el IVA del 16% al 19%), un extenso paro camionero a mediados de 2016 y un episodio de El Niño muy intenso entre 2015 y 2016, generaron una base amplia de crecimientos de precios al consumidor que hicieron desbordar la inflación hasta casi el 9,0% en julio de 2016.

A continuación, se analizan varios indicadores de difusión de la inflación, con el fin de monitorear la dinámica de la generalización y de la amplitud de los cambios en los precios al consumidor. Como se muestra en el Gráfico R3.1, a partir de 2011 y hasta mediados de 2014 entre un 30,0% y un 55,0% de las subclases de la canasta al consumidor registraron crecimientos de precios superiores a la meta de inflación. Posteriormente, desde la segunda mitad de 2014 y hasta mediados de 2016 se registró un aumento significativo en la proporción de rubros de la canasta, con crecimientos anuales mayores al 3,0%, alcanzando en junio de 2016 un máximo histórico. En adelante y hasta el inicio de la pandemia (febrero de 2020), la generalización de los aumentos de precios por encima de la meta disminuyó hasta acercarse a niveles observados antes del fenómeno de El Niño de 2016.

Como se explicó en el capítulo 3 de este Informe, eventos externos recientes, junto con algunos idiosincrásicos, impulsaron la inflación anual al consumidor desde su mínimo histórico del 1,61% en diciembre de 2020 hasta el 8,53% en marzo de 2022. Diversos indicadores muestran que este aumento se ha dado debido a ajustes crecientes en un número amplio de los bienes y servicios que componen la canasta del consumidor<sup>1</sup>.

Una vez superado lo peor de la pandemia, el bloqueo de vías de mayo y junio de 2021, la contracción de la oferta agropecuaria y la disrupción en las cadenas de suministros globales, junto con una recuperación del consumo y la disolución de algunos alivios de precios otorgados por el Gobierno, desencadenaron incrementos de precios generalizados y de magnitud significativa, con lo cual para diciembre de 2021 cerca del 68,0% de los rubros de la canasta familiar superaban ya la meta de inflación del 3,0%. Con información a marzo de 2022, y ya operando el efecto alcista sobre los precios al consumidor

Gráfico R3.1  
Proporción de la canasta con ajustes anuales de precios mayores y menores al 3%

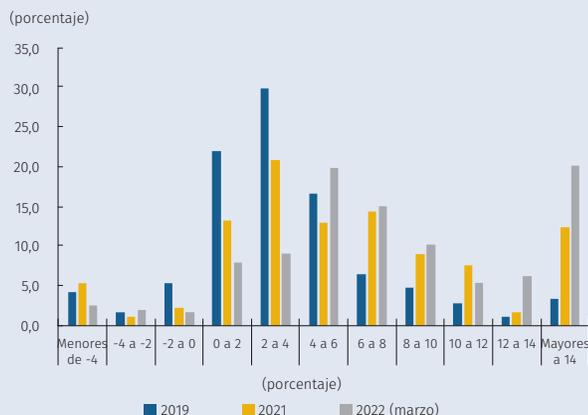


Fuente DANE; cálculo de los autores.

\* Los autores pertenecen al Departamento de Programación e Inflación del Banco de la República; sus opiniones no comprometen a la entidad ni a su Junta Directiva.

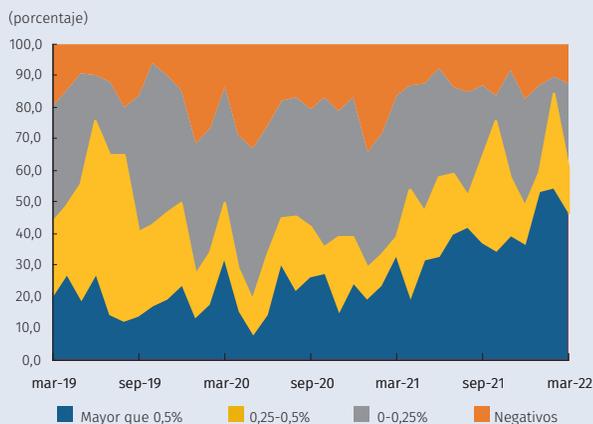
1 Un ejercicio similar al acá propuesto se puede consultar en: <https://www.cnb.cz/en/monetary-policy/monetary-policy-reports/boxes-and-articles/Two-phenomena-of-the-current-high-inflation-intense-and-broad-based-price-growth/>

**Gráfico R3.2**  
Distribución de la variación anual de precios por rangos



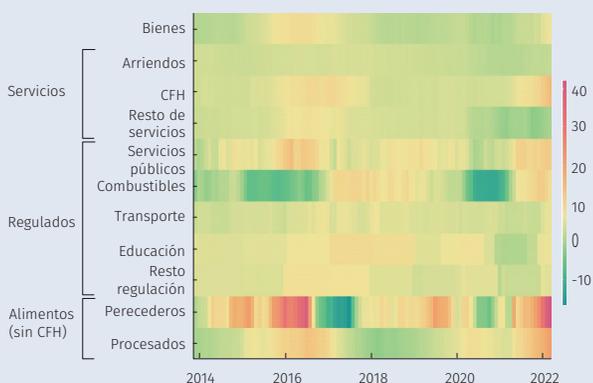
Nota: datos mensuales.  
Fuente: DANE (GEIH); cálculos de los autores.

**Gráfico R3.3**  
Distribución de la variación mensual (daec) por rangos de crecimiento



Fuente DANE; cálculo de los autores.

**Gráfico R3.4**  
Evolución de la variación anual de los grandes segmentos del IPC y sus componentes



Fuente DANE; cálculo de los autores.

derivados de la invasión de Rusia a Ucrania, la proporción de rubros que se situaba por encima del objetivo inflacionario alcanzaba el 80,0%, un nivel no registrado desde el episodio de alta inflación de 2015-2016 (Gráfico R3.1).

En el Gráfico R3.2 se ilustra la forma como se ha distribuido el crecimiento de los precios en la canasta de consumo antes de la pandemia, así como para 2021 y lo corrido de 2022. Antes del inicio de la emergencia sanitaria, en diciembre de 2019 el 34,6% de las subclases del IPC experimentaron incrementos anuales de precios por encima del rango entre el 2,0% y 4,0%. Sin embargo, al cierre de 2021 este porcentaje ascendía al 57,7%. Con registros de precios a marzo de 2022, ya cerca del 77,0% de ítems superaron este rango, destacándose que cerca de un 20,0% de los rubros registraron variaciones anuales superiores al 14,0%.

Además, con corte a marzo de 2022, de un total de 188 rubros que conforman el IPC, 176 (un 94,0%) experimentaron variaciones anuales positivas. Dentro de los rubros con mayores crecimientos de precios (que superan el 14,0%) se encuentran los alimentos, las comidas fuera del hogar, la electricidad, seguros para vehículos, neumáticos y piezas para bicicletas y productos de limpieza y mantenimiento. En contraste, solo pocos ítems presentaron cambios anuales de precios negativos, entre los que se destacan las prendas de vestir para mujer y hombre, servicios de información y comunicación, equipos de telefonía móvil y aparatos de procesamiento de información.

Con el Gráfico R3.3 se puede identificar la distribución de la inflación mensual de la canasta del consumidor ajustada por efecto estacional y calendario (daec). Con estos resultados se concluye que al comienzo de 2021 cerca de una cuarta parte de la canasta del consumidor presentaba ajustes mensuales superiores al 0,5%, y desde entonces se observa una marcada generalización de incrementos de precios con una alta intensidad de ajustes, al punto de que a marzo de 2022 alrededor de un 46,0% de las subclases del IPC exhibían crecimientos mensuales superiores al 0,5%.

El Gráfico R3.4 es una representación visual (mapa de calor) de la magnitud del fenómeno inflacionario, según las categorías de las principales agregaciones del IPC analizadas regularmente por el Emisor (alimentos, regulados, bienes y servicios) para cada mes desde el período 2014-mar.2022<sup>2</sup>. Se evidencia el aumento de la variación anual de los precios para la mayor parte de categorías. Sin embargo, se destacan principalmente los servicios públicos y combustibles (dentro de los regulados), de alimentos perecederos y procesados, y de las comidas fuera del hogar (en servicios), los cuales experimentaron ajustes anuales superiores al 10% en los últimos meses.

Tanto una alta dispersión de los ajustes de precios en la canasta al consumidor, como su importante magnitud, han acompañado el incremento reciente de la inflación, al punto de acercarla a niveles similares a los techos alcanzados a mediados de 2016. Las distintas mediciones de la distribución e intensidad de los ajustes en el IPC analizadas en este recuadro muestran que el aumento de precios en la economía colombiana, y especialmente en la canasta del consumidor, no se ha concentrado en pocos rubros, sino que estaría siendo generalizado, y ha venido acompañado de ajustes mensuales y anuales de magnitudes históricamente altas.

2 Con la entrada en vigor de la nueva definición de canasta familiar (base diciembre 2018 = 100), el Banco de la República comenzó periódicamente a monitorear los precios de cuatro segmentos grandes de la canasta al consumidor y sus componentes: bienes, servicios, alimentos y regulados. Véase al respecto: Borrador de Economía, núm. 1122, "Nueva clasificación del Banrep de la canasta del IPC y revisión de las medidas de inflación básica en Colombia". [https://repositorio.banrep.gov.co/bitstream/handle/20.500.12134/9881/be\\_1122.pdf?sequence=10&isAllowed=y](https://repositorio.banrep.gov.co/bitstream/handle/20.500.12134/9881/be_1122.pdf?sequence=10&isAllowed=y)

## Anexo 1

### Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros<sup>a/, b/</sup>

	Unidades	abr-22	díc-22	abr-23	díc-23	abr-24
IPC total	Variación mensual (media)	0,77	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.
IPC sin alimentos	Variación mensual (media)	0,52	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.
IPC total	Variación anual (media), fin de período	8,71 <sup>c/</sup>	7,04	4,63	4,19	3,78
IPC sin alimentos	Variación anual (media), fin de período	5,53 <sup>c/</sup>	5,65	4,16	3,84	3,45
Tasa de cambio nominal	Pesos por dólar, fin de período	3.785	3.755	3.719	3.703	3.662
Tasa de política	Porcentaje, fin de período	6,00	7,50	7,00	5,63	5,25

	Unidades	I-2022	II-2022	III-2022	IV-2022	2022	I-2023	II-2023	III-2023	IV-2023	2023	I-2024
PIB	Variación anual, serie original	6,5	7,6	4,3	2,1	4,8	2,3	3,2	3,3	3,5	3,2	n. d.
Desempleo	Trece ciudades, promedio del trimestre	12,8	12,3	11,9	11,2	n. d.	12,1	11,4	11,0	10,5	n. d.	n. d.
IBR (90 días)	Tasa efectiva anual, fin de período	n. a.	7,3	7,9	7,7	n. d.	7,3	7,0	6,2	6,0	n. d.	5,6
DTF	Tasa efectiva anual, fin de período	n. a.	6,8	7,5	7,7	n. d.	7,5	7,1	6,5	6,0	n. d.	5,7
Deficit fiscal (GNC) <sup>d/</sup>	Proporción del PIB	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	6,2	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	4,8	n. d.
Deficit en cuenta corriente <sup>d/</sup>	Proporción del PIB	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	4,7	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	4,5	n. d.

n. d.: no disponible.

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

a/ A partir del *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.

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

Fuente: Banco de la República (*Encuesta mensual de expectativas de analistas económicos*, aplicada en abril de 2022).

## Anexo 2

## Principales variables del pronóstico macroeconómico

		Años										
		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Variabes exógenas</b>												
<b>Externas <sup>a/</sup></b>												
PIB socios comerciales <sup>b/</sup>	Porcentaje, var. anual, corregido por estacionalidad	3,6	2,7	2,1	1,6	2,6	2,5	1,4	-6,7	7,0	<b>2,8</b>	<b>2,4</b>
Precio del petróleo (referencia Brent)	Dólares por barril, promedio del período	109	99	54	45	55	72	64	43	71	<b>101</b>	<b>87</b>
Tasa de interés efectiva de fondos federales (Fed)	Porcentaje, promedio del período	0,11	0,09	0,13	0,39	1,00	1,83	2,16	0,36	0,08	<b>1,14</b>	<b>2,94</b>
Credit Default Swaps a 5 años para Colombia	Puntos básicos, promedio del período	113	101	184	212	129	114	99	141	142	<b>204</b>	<b>188</b>
<b>Internas</b>												
Tasa de interés real neutral para Colombia	Porcentaje, promedio del período	1,5	1,4	1,5	1,6	1,3	1,3	1,2	1,3	<b>1,5</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>
PIB potencial para Colombia (tendencial)	Porcentaje, var. anual	4,3	3,9	3,3	2,7	2,4	2,3	2,5	0,1	<b>4,2</b>	<b>3,8</b>	<b>2,7</b>
<b>Variabes endógenas</b>												
<b>Precios</b>												
IPC total	Porcentaje, var. anual, fin del período	1,94	3,66	6,77	5,75	4,09	3,18	3,80	1,61	5,62	<b>7,14</b>	<b>4,79</b>
IPC sin alimentos <sup>c/</sup>	Porcentaje, var. anual, fin del período	2,46	3,28	5,25	5,51	5,03	3,51	3,45	1,03	3,44	.	.
IPC bienes (sin alimentos ni regulados)	Porcentaje, var. anual, fin del período	0,86	1,75	2,77	5,91	3,24	1,40	2,18	0,63	3,31	.	.
IPC servicios (sin alimentos ni regulados)	Porcentaje, var. anual, fin del período	3,67	3,34	4,64	5,26	5,38	3,13	3,45	1,29	2,18	.	.
IPC regulados	Porcentaje, var. anual, fin del período	1,56	4,89	4,43	5,63	6,26	6,65	4,81	0,73	7,10	<b>7,46</b>	<b>7,36</b>
IPC alimentos <sup>d/</sup>	Porcentaje, var. anual, fin del período	-0,23	5,24	13,08	6,65	0,48	1,87	5,80	4,80	17,23	<b>10,92</b>	<b>1,91</b>
IPC perecederos	Porcentaje, var. anual, fin del período	-0,16	16,74	26,03	-6,63	5,84	8,88	8,66	2,49	24,42	.	.
IPC procesados	Porcentaje, var. anual, fin del período	-0,24	2,54	9,62	10,74	-0,91	-0,08	5,04	5,43	15,32	.	.
<b>Indicadores de inflación básica <sup>e/</sup></b>												
IPC sin alimentos	Porcentaje, var. anual, fin del período	2,46	3,28	5,25	5,51	5,03	3,51	3,45	1,03	3,44	.	.
IPC núcleo 15	Porcentaje, var. anual, fin del período	2,47	3,19	5,59	5,98	4,21	3,22	3,78	1,88	4,42	.	.
IPC sin alimentos ni regulados	Porcentaje, var. anual, fin del período	2,73	2,82	5,50	5,48	4,67	2,57	3,10	1,11	2,49	<b>5,94</b>	<b>4,78</b>
Promedio de todos los indicadores de inflación básica	Porcentaje, var. anual, fin del período	2,55	3,10	5,45	5,66	4,64	3,10	3,44	1,34	3,45	.	.
TRM	Pesos por dólar, promedio del período	1.869	2.001	2.746	3.053	2.951	2.957	3.282	3.691	3.747	.	.
Brecha inflacionaria de la tasa de cambio real	Porcentaje, promedio del período	-1,0	-0,3	9,5	2,4	-1,8	-0,8	3,6	6,2	2,6	<b>0,0</b>	<b>-1,9</b>
<b>Actividad económica</b>												
Producto interno bruto (daec)	Porcentaje, var. anual, daec	5,1	4,5	3,0	2,1	1,4	2,6	3,2	-7,0	10,6	<b>5,0</b>	<b>2,9</b>
Gasto de consumo final	Porcentaje, var. anual, daec	5,4	4,3	3,4	1,6	2,3	4,0	4,3	-4,2	14,1	.	.
Gasto de consumo final de los hogares	Porcentaje, var. anual, daec	4,6	4,2	3,1	1,6	2,1	3,2	4,1	-5,0	14,6	.	.
Gasto de consumo final del Gobierno General	Porcentaje, var. anual, daec	8,9	4,7	4,9	1,8	3,6	7,4	5,3	-0,6	12,1	.	.
Formación bruta de capital	Porcentaje, var. anual, daec	7,8	12,0	-1,2	-0,2	-3,2	1,5	3,0	-20,5	9,9	.	.
Formación bruta de capital fijo	Porcentaje, var. anual, daec	8,5	9,2	2,8	-2,9	1,9	1,0	2,2	-23,3	11,2	.	.
Vivienda	Porcentaje, var. anual, daec	6,4	10,4	9,5	-0,2	-1,9	-0,4	-8,9	-30,3	22,6	.	.
Otros edificios y estructuras	Porcentaje, var. anual, daec	12,3	9,6	10,2	0,0	4,6	-3,5	1,1	-30,9	-3,0	.	.
Maquinaria y equipo	Porcentaje, var. anual, daec	4,8	9,2	-9,3	-7,9	1,4	8,6	12,3	-13,4	19,0	.	.
Recursos biológicos cultivados	Porcentaje, var. anual, daec	6,6	-1,3	2,3	13,1	0,3	-3,1	7,9	-1,8	5,1	.	.
Productos de propiedad intelectual	Porcentaje, var. anual, daec	19,6	5,1	1,3	-12,0	1,2	1,5	-0,7	-10,8	10,2	.	.
Demanda interna	Porcentaje, var. anual, daec	5,9	6,0	2,4	1,2	1,1	3,5	4,0	-7,5	13,3	.	.
Exportaciones	Porcentaje, var. anual, daec	4,7	-0,3	1,7	-0,2	2,6	0,6	3,1	-22,7	14,2	.	.
Importaciones	Porcentaje, var. anual, daec	8,5	7,8	-1,1	-3,5	1,0	5,8	7,3	-20,5	27,5	.	.
Brecha del producto <sup>f/</sup>	Porcentaje	0,8	1,4	1,0	0,4	-0,6	-0,3	0,4	-7,1	-1,2	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>
<b>Indicadores coyunturales</b>												
Producción real de la industria manufacturera	Porcentaje, var. anual, corregido por estacionalidad	-1,3	1,6	2,0	3,7	0,0	2,7	1,4	-8,1	15,8	.	.
Ventas del comercio al por menor, sin combustibles ni vehículos	Porcentaje, var. anual, corregido por estacionalidad	4,6	8,4	6,4	2,0	-0,1	5,4	8,1	-1,7	11,9	.	.
Producción de café	Porcentaje, var. anual, producción acumulada del período	40,6	11,5	16,8	0,4	-0,3	-4,5	8,8	-5,8	-9,5	.	.
Producción de petróleo	Porcentaje, var. anual, promedio del período	6,6	-1,9	1,6	-11,7	-3,7	1,4	2,4	-11,8	-5,8	.	.
<b>Mercado laboral <sup>g/</sup></b>												
<b>Total nacional</b>												
Tasa de desempleo	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período				9,5	9,6	9,9	10,7	16,3	13,8	<b>10,9</b>	.
Tasa de ocupación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período				58,8	58,7	58,1	57,0	50,0	53,1	.	.
Tasa global de participación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período				65,0	64,9	64,5	63,8	59,8	61,5	.	.
<b>Trece ciudades y áreas metropolitanas</b>												
Tasa de desempleo	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período				10,2	10,8	10,9	11,3	18,6	15,1	<b>11,2</b>	.
Tasa de ocupación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período				60,2	59,3	58,8	58,2	50,5	53,8	.	.
Tasa global de participación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período				67,0	66,5	66,0	65,6	62,0	63,4	.	.
<b>Balanza de pagos <sup>h/i/</sup></b>												
Cuenta corriente (A + B + C)	Millones de dólares	-12.365	-19.819	-18.702	-12.587	-9.924	-14.041	-14.808	-9.207	-17.833	<b>-16.529</b>	.
Porcentaje del PIB	Porcentaje, términos nominales	-3,2	-5,2	-6,4	-4,5	-3,2	-4,2	-4,6	-3,4	-5,7	<b>-4,7</b>	.
A. Bienes y servicios	Millones de dólares	-3.250	-12.332	-19.004	-13.451	-8.762	-10.556	-14.146	-13.156	-20.501	<b>-14.135</b>	.
B. Ingreso primario (renta de los factores)	Millones de dólares	-14.002	-12.108	-5.450	-5.312	-8.046	-11.442	-9.717	-4.839	-8.054	<b>-13.149</b>	.
C. Ingresos secundarios (transferencias corrientes)	Millones de dólares	4.887	4.622	5.752	6.177	6.883	7.957	9.055	8.788	10.722	<b>10.755</b>	.
Cuenta financiera (A + B + C + D)	Millones de dólares	-11.740	-19.292	-18.060	-12.339	-9.625	-12.954	-13.298	-8.191	-16.679	.	.
Porcentaje del PIB	Porcentaje, términos nominales	-3,1	-5,1	-6,2	-4,4	-3,1	-3,9	-4,1	-3,0	-7,3	.	.
A. Inversión extranjera (ii - i)	Millones de dólares	-8.558	-12.270	-7.403	-9.341	-10.011	-6.172	-10.836	-5.803	-6.041	.	.
i. Extranjera en Colombia (IED)	Millones de dólares	16.210	16.169	11.621	13.858	13.701	11.299	13.989	7.459	9.402	.	.
ii. Colombiana en el exterior	Millones de dólares	7.652	3.899	4.218	4.517	3.690	5.126	3.153	1.656	3.362	.	.
B. Inversión de cartera	Millones de dólares	-7.438	-11.565	-9.091	-4.945	-1.800	862	24	-1.792	-4.405	.	.
C. Otra inversión (préstamos, otros créditos y derivados)	Millones de dólares	-2.690	106	-1.981	1.781	1.641	-8.831	-5.820	-4.925	-6.887	.	.
D. Activos de reserva	Millones de dólares	6.946	4.437	415	165	545	1.187	3.333	4.328	654	.	.
Errores y omisiones (E Y O)	Millones de dólares	626	526	642	247	299	1.087	1.509	1.016	1.154	.	.
<b>Tasas de interés</b>												
Tasa de política <sup>j/</sup>	Porcentaje, promedio del período	3,43	3,88	4,67	7,10	6,10	4,35	4,25	2,87	1,92	.	.
Tasa de política esperada por analistas <sup>k/</sup>	Porcentaje, promedio del período										<b>6,04</b>	<b>6,77</b>
IBR overnight	Porcentaje, promedio del período	3,4	3,8	4,7	7,1	6,1	4,3	4,3	2,9	1,9	.	.
Tasa de interés comercial <sup>l/</sup>	Porcentaje, promedio del período	8,7	8,7	9,4	12,8	11,1	9,3	8,8	7,4	6,2	.	.
Tasa de interés de consumo <sup>m/</sup>	Porcentaje, promedio del período	17,9	17,3	17,2	19,2	19,4	17,9	16,5	15,0	14,3	.	.
Tasa hipotecaria <sup>n/</sup>	Porcentaje, promedio del período	11,1	11,1	11,0	12,4	11,6	10,6	10,4	10,1	9,1	.	.

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

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

g/ Se calculan las tasas con base en las poblaciones anuales desestacionalizadas. Se utiliza un empalme provisional, calculado por el equipo técnico del Banco de la República, que considera la dinámica observada en la encuesta anterior (GEIH Marco 2005), los factores de expansión del Censo Nacional de Población y Vivienda (CNPV) 2018 y la nueva definición de la Población en Edad de Trabajar (PET). Es importante señalar que este empalme no controla por los potenciales cambios inducidos en la nueva encuesta como resultado de la actualización del marco geográfico, y, por lo tanto, es una aproximación a la dinámica que se pudo haber observado en las estadísticas del mercado laboral bajo el nuevo marco. En este orden de ideas, las cifras empalmadas pueden sufrir de algún margen de error, especialmente en periodos donde se observan grandes cambios de las poblaciones, como es el caso de la pandemia.

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 2020 y 2021 son preliminares.

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

k/ Estas proyecciones son calculadas como el promedio de la tasa que estaría vigente en cada año de acuerdo con la mediana de las respuestas mensuales de la encuesta de expectativas de analistas económicos realizada por el Banco de la República en abril de 2022.

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

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

n/ La tasa corresponde al promedio ponderado por monto de la tasa de los desembolos en pesos y en UVR para la adquisición de vivienda NO VIS

# Anexo 2 (continuación)

## Principales variables del pronóstico macroeconómico

	2017				2018			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Variables exógenas</b>								
<b>Externas <sup>a/</sup></b>								
PIB socios comerciales <sup>b/</sup>	Porcentaje, variación trimestral anualizada, corregido por estacionalidad							
Precio del petróleo (referencia Brent)	Dólares por barril, promedio del período							
Tasa de interés efectiva de fondos federales (Fed)	Porcentaje, promedio del período							
Credit Default Swaps a 5 años para Colombia	Puntos básicos, promedio del período							
<b>Internas</b>								
Tasa de interés real neutral para Colombia	Porcentaje, promedio del período							
PIB potencial para Colombia (tendencial)	Porcentaje, variación anual							
<b>Variables endógenas</b>								
<b>Precios</b>								
IPC total	Porcentaje, variación anual, fin del período							
IPC sin alimentos <sup>c/</sup>	Porcentaje, variación anual, fin del período							
IPC bienes (sin alimentos ni regulados)	Porcentaje, variación anual, fin del período							
IPC servicios (sin alimentos ni regulados)	Porcentaje, variación anual, fin del período							
IPC regulados	Porcentaje, variación anual, fin del período							
IPC alimentos <sup>d/</sup>	Porcentaje, variación anual, fin del período							
IPC perecederos	Porcentaje, variación anual, fin del período							
IPC procesados	Porcentaje, variación anual, fin del período							
<b>Indicadores de inflación básica <sup>e/</sup></b>								
IPC sin alimentos	Porcentaje, variación anual, fin del período							
IPC núcleo 15	Porcentaje, variación anual, fin del período							
IPC sin alimentos ni regulados	Porcentaje, variación anual, fin del período							
Promedio de todos los indicadores de inflación básica	Porcentaje, variación anual, fin del período							
TRM	Pesos por dólar, promedio del período							
Brecha inflacionaria de la tasa de cambio real	Porcentaje, promedio del período							
<b>Actividad económica</b>								
Producto interno bruto	Porcentaje, variación anual, daec							
Gasto de consumo final	Porcentaje, variación anual, daec							
Gasto de consumo final de los hogares	Porcentaje, variación anual, daec							
Gasto de consumo final del Gobierno General	Porcentaje, variación anual, daec							
Formación bruta de capital	Porcentaje, variación anual, daec							
Formación bruta de capital fijo	Porcentaje, variación anual, daec							
Vivienda	Porcentaje, variación anual, daec							
Otros edificios y estructuras	Porcentaje, variación anual, daec							
Maquinaria y equipo	Porcentaje, variación anual, daec							
Recursos biológicos cultivados	Porcentaje, variación anual, daec							
Productos de propiedad intelectual	Porcentaje, variación anual, daec							
Demanda interna	Porcentaje, variación anual, daec							
Exportaciones	Porcentaje, variación anual, daec							
Importaciones	Porcentaje, variación anual, daec							
Brecha del producto <sup>f/</sup>	Porcentaje							
<b>Indicadores coyunturales</b>								
Producción real de la industria manufacturera	Porcentaje, variación anual, corregido por estacionalidad							
Ventas del comercio al por menor, sin combustibles ni vehículos	Porcentaje, variación anual, corregido por estacionalidad							
Producción de café	Porcentaje, variación anual producción acumulada del período							
Producción de petróleo	Porcentaje, variación anual, promedio del período							
<b>Mercado laboral <sup>g/</sup></b>								
Total nacional	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período							
Tasa de desempleo	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período							
Tasa de ocupación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período							
Tasa global de participación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período							
Trece ciudades y áreas metropolitanas	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período							
Tasa de desempleo	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período							
Tasa de ocupación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período							
Tasa global de participación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período							
<b>Balanza de pagos <sup>h/</sup></b>								
Cuenta corriente (A + B + C)	Millones de dólares							
Porcentaje del PIB	Porcentaje, términos nominales							
A. Bienes y servicios	Millones de dólares							
B. Ingreso primario (renta de los factores)	Millones de dólares							
C. Ingresos secundarios (transferencias corrientes)	Millones de dólares							
Cuenta financiera (A + B + C + D)	Millones de dólares							
Porcentaje del PIB	Porcentaje, términos nominales							
A. Inversión extranjera (i - j)	Millones de dólares							
i. Extranjera en Colombia (IED)	Millones de dólares							
ii. Colombiana en el exterior	Millones de dólares							
B. Inversión de cartera	Millones de dólares							
C. Otra inversión (préstamos, otros créditos y derivados)	Millones de dólares							
D. Activos de reserva	Millones de dólares							
Errores y omisiones (E y O)	Millones de dólares							
<b>Tasas de interés</b>								
Tasa de política <sup>i/</sup>	Porcentaje, promedio del período							
Tasa de política esperada por analistas <sup>j/</sup>	Porcentaje, promedio del período							
IBR overnight	Porcentaje, promedio del período							
Tasa de interés comercial <sup>k/</sup>	Porcentaje, promedio del período							
Tasa de interés de consumo <sup>m/</sup>	Porcentaje, promedio del período							
Tasa hipotecaria <sup>n/</sup>	Porcentaje, promedio del período							

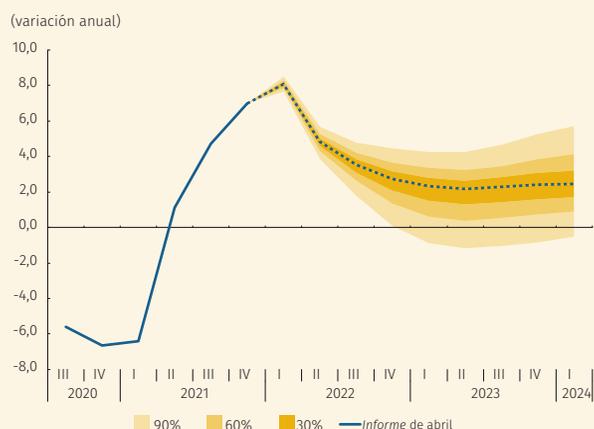
Nota: los valores en negrilla corresponden a una proyección o supuesto.  
daec: desestacionalizado y ajustado por efectos calendario.

- a/ Los datos trimestrales en negrilla corresponden a un supuesto construido con base en la proyección anual de cada variable.
- b/ Se calcula con los principales socios comerciales (sin Venezuela) ponderados por su participación en el comercio 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. 122, Banco de la República, disponible en: <https://investiga.banrep.gov.co/es/be-1122>.
- d/ Cálculos del Banco de la República con base en su nueva clasificación; igual a la división del IPC de Alimentos y bebidas no alcohólicas producida por el DANE (no incluye las subclases correspondientes a las comidas fuera del hogar). Consultar González, E.; Hernández, R.; Caicedo, E.; Martínez-Cortés, N.; Grajales, A.; Romero, J. (2020). "Nueva clasificación del Banrep de la canasta del IPC y revisión de las medidas de inflación básica en Colombia", Borradores de Economía, núm. 122, Banco de la República, disponible en: <https://investiga.banrep.gov.co/es/be-1122>.
- e/ Cálculos del Banco de la República con base en su nueva clasificación. Consultar González, E.; Hernández, R.; Caicedo, E.; Martínez-Cortés, N.; Grajales, A.; Romero, J. (2020). "Nueva clasificación del Banrep de la canasta del IPC y revisión de las medidas de inflación básica en Colombia", Borradores de Economía, núm. 122, Banco de la República, disponible en: <https://investiga.banrep.gov.co/es/be-1122>.
- f/ La estimación histórica de la brecha se calcula a partir de la diferencia entre el PIB observado (acumulado 4 trimestres) y el PIB potencial (tendencial; acumulado 4 trimestres) que resulta del modelo 4GM; en el pronóstico se calcula a partir de la diferencia entre la estimación del PIB del equipo técnico (acumulado 4 trimestres) y el PIB potencial (tendencial; acumulado 4 trimestres) que resulta del modelo 4GM.
- g/ Corresponde al trimestre móvil desestacionalizado. Se utiliza un empalme provisional, calculado por el equipo técnico del Banco de la República, que considera la dinámica observada en la encuesta anterior (GEIH Marco 2005), los factores de expansión del Censo Nacional de Población y Vivienda (CNPV) 2018 y la nueva definición de la Población en Edad de Trabajar (PET). Es importante señalar que este empalme no controla por los potenciales cambios inducidos en la nueva encuesta como resultado de la actualización del marco geostatístico, y, por lo tanto, es una aproximación a la dinámica que se pudo haber observado en las estadísticas del mercado laboral bajo el nuevo marco. En este orden de ideas, las cifras empalmadas pueden sufrir de algún margen de error, especialmente en periodos donde se observan grandes cambios de las poblaciones, como es el caso de la pandemia.
- 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 2020 y 2021 son preliminares.
- j/ Corresponde a la tasa de interés de política monetaria promedio trimestral calculada con los días hábiles de la serie.
- k/ Estas proyecciones son calculadas como el promedio de la tasa que estaría vigente en cada trimestre de acuerdo con la mediana de las respuestas mensuales de la encuesta de expectativas de analistas económicos realizada por el Banco de la República en abril de 2022.
- l/ Promedio ponderado por monto de las tasas de los créditos ordinarios, de tesorería y preferenciales.
- m/ No incluye los créditos otorgados mediante tarjetas de crédito.
- n/ La tasa corresponde al promedio ponderado por monto de la tasa de los desembolos en pesos y en UVR para la adquisición de vivienda No Vis.

	2019				2020				2021				2022				2023				2024
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
<b>Variables exógenas</b>																					
<b>Externas <sup>a/</sup></b>																					
PIB socios comerciales <sup>b/</sup>	Porcentaje, variación trimestral anualizada, corregido por estacionalidad																				
Precio del petróleo (referencia Brent)	Dólares por barril, promedio del período																				
Tasa de interés efectiva de fondos federales (Fed)	Porcentaje, promedio del período																				
Credit Default Swaps a 5 años para Colombia	Puntos básicos, promedio del período																				
<b>Internas</b>																					
Tasa de interés real neutral para Colombia	Porcentaje, promedio del período																				
PIB potencial para Colombia (tendencial)	Porcentaje, variación anual																				
<b>Variables endógenas</b>																					
<b>Precios</b>																					
IPC total	Porcentaje, variación anual, fin del período																				
IPC sin alimentos <sup>c/</sup>	Porcentaje, variación anual, fin del período																				
IPC bienes (sin alimentos ni regulados)	Porcentaje, variación anual, fin del período																				
IPC servicios (sin alimentos ni regulados)	Porcentaje, variación anual, fin del período																				
IPC regulados	Porcentaje, variación anual, fin del período																				
IPC alimentos <sup>d/</sup>	Porcentaje, variación anual, fin del período																				
IPC perecederos	Porcentaje, variación anual, fin del período																				
IPC procesados	Porcentaje, variación anual, fin del período																				
<b>Indicadores de inflación básica <sup>e/</sup></b>																					
IPC sin alimentos	Porcentaje, variación anual, fin del período																				
IPC núcleo 15	Porcentaje, variación anual, fin del período																				
IPC sin alimentos ni regulados	Porcentaje, variación anual, fin del período																				
Promedio de todos los indicadores de inflación básica	Porcentaje, variación anual, fin del período																				
TRM	Pesos por dólar, promedio del período																				
Brecha inflacionaria de la tasa de cambio real	Porcentaje, promedio del período																				
<b>Actividad económica</b>																					
Producto interno bruto	Porcentaje, variación anual, daec																				
Gasto de consumo final	Porcentaje, variación anual, daec																				
Gasto de consumo final de los hogares	Porcentaje, variación anual, daec																				
Gasto de consumo final del Gobierno General	Porcentaje, variación anual, daec																				
Formación bruta de capital	Porcentaje, variación anual, daec																				
Formación bruta de capital fijo	Porcentaje, variación anual, daec																				
Vivienda	Porcentaje, variación anual, daec																				
Otros edificios y estructuras	Porcentaje, variación anual, daec																				
Maquinaria y equipo	Porcentaje, variación anual, daec																				
Recursos biológicos cultivados	Porcentaje, variación anual, daec																				
Productos de propiedad intelectual	Porcentaje, variación anual, daec																				
Demanda interna	Porcentaje, variación anual, daec																				
Exportaciones	Porcentaje, variación anual, daec																				
Importaciones	Porcentaje, variación anual, daec																				
Brecha del producto <sup>f/</sup>	Porcentaje																				
<b>Indicadores coyunturales</b>																					
Producción real de la industria manufacturera	Porcentaje, variación anual, corregido por estacionalidad																				
Ventas del comercio al por menor, sin combustibles ni vehículos	Porcentaje, variación anual, corregido por estacionalidad																				
Producción de café	Porcentaje, variación anual producción acumulada del período																				
Producción de petróleo	Porcentaje, variación anual, promedio del período																				
<b>Mercado laboral <sup>g/</sup></b>																					
Total nacional	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período																				
Tasa de desempleo	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período																				
Tasa de ocupación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período																				
Tasa global de participación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período																				
Trece ciudades y áreas metropolitanas	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período																				
Tasa de desempleo	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período																				
Tasa de ocupación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período																				
Tasa global de participación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período																				
<b>Balanza de pagos <sup>h/</sup></b>																					
Cuenta corriente (A + B + C)	Millones de dólares																				
Porcentaje del PIB	Porcentaje, términos nominales																				
A. Bienes y servicios	Millones de dólares																				
B. Ingreso primario (renta de los factores)	Millones de dólares																				
C. Ingresos secundarios (transferencias corrientes)	Millones de dólares																				
Cuenta financiera (A + B + C + D)	Millones de dólares																				
Porcentaje del PIB	Porcentaje, términos nominales																				
A. Inversión extranjera (i - j)	Millones de dólares																				
i. Extranjera en Colombia (IED)	Millones de dólares																				
ii. Colombiana en el exterior	Millones de dólares																				
B. Inversión de cartera	Millones de dólares																				
C. Otra inversión (préstamos, otros créditos y derivados)	Millones de dólares																				
D. Activos de reserva	Millones de dólares																				
Errores y omisiones (E y O)	Millones de dólares																				
<b>Tasas de interés</b>																					
Tasa de política <sup>i/</sup>	Porcentaje, promedio del período																				
Tasa de política esperada por analistas <sup>j/</sup>	Porcentaje, promedio del período																				
IBR overnight	Porcentaje, promedio del período																				
Tasa de interés comercial <sup>k/</sup>	Porcentaje, promedio del período																				
Tasa de interés de consumo <sup>m/</sup>	Porcentaje, promedio del período																				
Tasa hipotecaria <sup>n/</sup>	Porcentaje, promedio del período																				

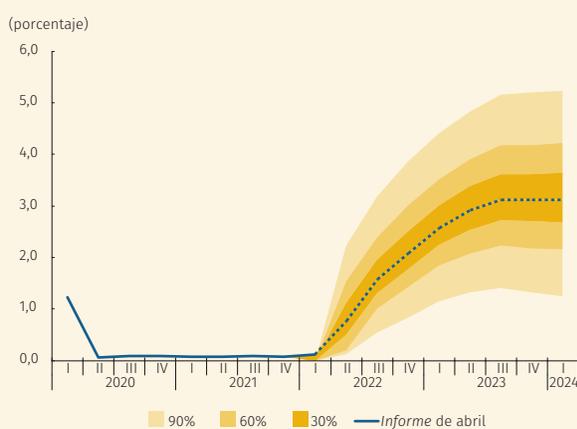
## Anexo 3 Densidades predictivas para otras variables relevantes del pronóstico macroeconómico

**Gráfico A3.1**  
Supuesto trimestral del crecimiento 12 meses de los socios comerciales con base en las proyecciones anuales<sup>a/</sup>



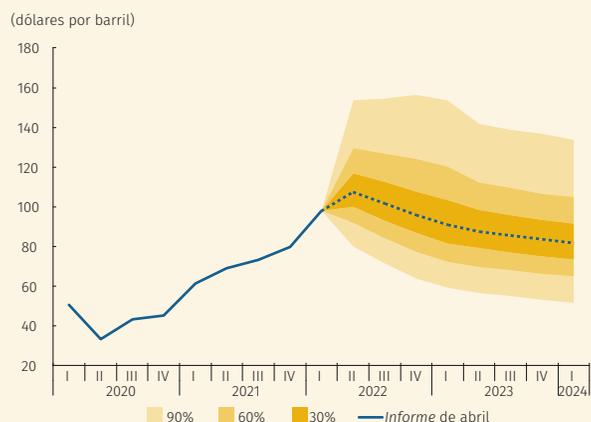
a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda).  
Fuentes: Bloomberg, oficinas de estadística, bancos centrales; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

**Gráfico A3.3**  
Supuesto trimestral de la tasa de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos<sup>a/</sup>



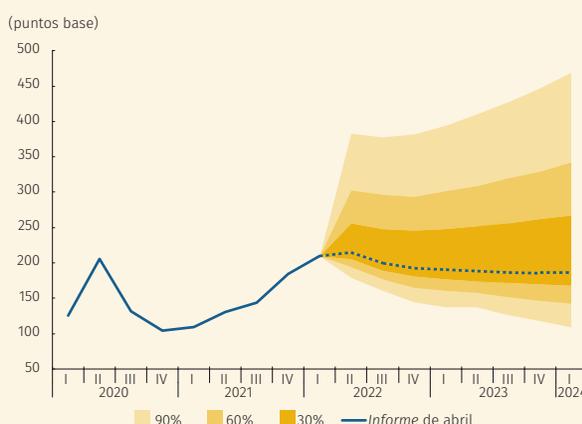
a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda).  
Fuente: Reserva Federal de San Luis; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

**Gráfico A3.2**  
Supuesto trimestral del precio del petróleo<sup>a/</sup>



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

**Gráfico A3.4**  
Supuesto trimestral de la prima de riesgo de Colombia (CDS)<sup>a/, b/</sup>

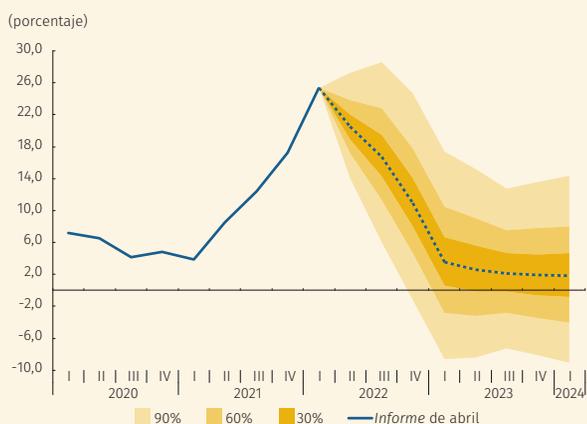


a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las densidades del Patacon y 4GM.  
b/ Corresponde a los *Credit default swaps* a cinco años.  
Fuente: Bloomberg; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

## Anexo 3 (continuación)

### Densidades predictivas para otras variables relevantes del pronóstico macroeconómico

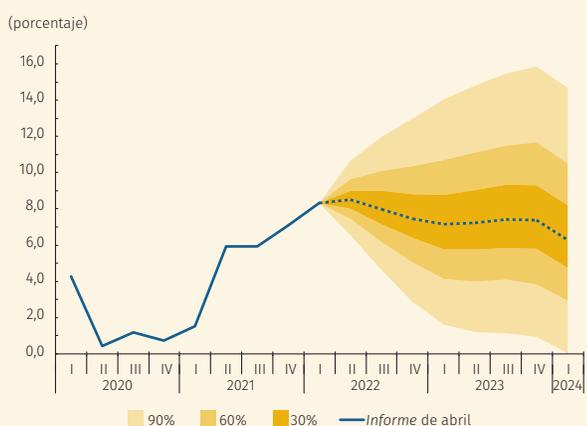
Gráfico A3.5  
IPC de alimentos<sup>a/</sup>  
(variación anual, fin de período)



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

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

Gráfico A3.6  
IPC de regulados<sup>a/</sup>  
(variación anual, fin de período)



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

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