
INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

ISSN - 2711 - 1164



01/ 
2020



Enero de 2020

INFORME DE **POLÍTICA** **MONETARIA**

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

Este *informe* reemplaza el anterior *Informe sobre Inflación*. Todos los informes publicados están disponibles en la página web del Banco de la República.

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





INFORME
DE **POLÍTICA**
MONETARIA



Elaborado por:
Departamento de Programación e Inflación
Subgerencia de Política Monetaria e Información Económica

Gerencia Técnica

Hernando Vargas
Gerente

Subgerencia de Política Monetaria e Información Económica (*)

Juan José Ospina
Subgerente

Departamento de programación e inflación

Carlos Huertas
Director

Sección de Inflación

Adolfo León Cobo
Jefe

Édgar Caicedo
Juan Pablo Cote
Nicolás Martínez
Carlos Daniel Rojas
Karen Pulido

Sección de Programación Macroeconómica

Aarón Garavito
Jefe

Luis Hernán Calderón
Camilo González
Andrea Salazar
Franky Galeano

Asesores e Investigador asociado del Departamento de Programación e Inflación

Celina Gaitán
Sergio Restrepo
Daniel Parra

Departamento de Modelos Macroeconómicos

Franz Hamann
Director

Sección de Pronóstico

Julián Pérez
Jefe

Jose Vicente Romero
Santiago Forero
Nicolás Moreno
Marcela De Castro
Sara Naranjo

Sección de Desarrollo de Modelos y Capacidades

Alexander Guarín
Jefe

César Anzola
Juan Camilo Méndez

(*) En la elaboración de este Informe también colaboraron José David Pulido, investigador junior de la Subgerencia de Política Monetaria e Información Económica; Eliana González, jefe de la Sección de Estadística; Juan Sebastián Corrales, jefe de la Sección de Sector Público; Katherine Ramírez, Eva María Ramírez, Iván Gonzalo Mendoza y Juan Felipe Suárez, estudiantes en práctica.

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

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

Política monetaria en Colombia

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

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

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

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

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

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

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

4 Antes conocido como *Informe sobre Inflación*.

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

Contenido

1. Resumen /11
 - 1.1 Resumen macroeconómico /11
 - 1.2 Decisión de política monetaria /14

 2. Pronósticos macroeconómicos y análisis de riesgos /15
 - 2.1 Contexto externo /15
 - 2.2 Proyecciones macroeconómicas /19

 3. Situación económica actual /28
 - 3.1 Comportamiento de la inflación y precios /28
 - 3.2 Crecimiento y demanda interna /30
 - 3.3 Mercado laboral /33
 - 3.4 Mercado monetario y financiero /34

Recuadro 1: Nuevas estimaciones del PIB potencial (tendencial) y la brecha del producto en Colombia /36

Recuadro 2: Los alimentos lideraron la inflación en 2019 /41

 - Anexo 1:** Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros /45
 - Anexo 2:** Principales variables del pronóstico macroeconómico /47
-

Índice de gráficos

- Gráfico 1.1** Producto interno bruto (PIB) anual /11
- Gráfico 1.2** Brecha del producto anual /12
- Gráfico 1.3** Índice de precios al consumidor (IPC) /13
- Gráfico 1.4** IPC sin alimentos ni regulados /13
- Gráfico 1.5** Tasa de intervención del Banco de la República /14

- Gráfico 2.1** Supuesto trimestral del crecimiento de los socios comerciales con base en las proyecciones anuales /15
- Gráfico 2.2** Índice de gestores de compras (PMI) de los Estados Unidos y la zona del euro /15
- Gráfico 2.3** Tasa de desempleo e indicador de confianza de los consumidores en algunas economías avanzadas /16
- Gráfico 2.4** Supuesto trimestral del precio del petróleo con base en las proyecciones anuales /17
- Gráfico 2.5** Evolución de las expectativas de inflación total anual para los Estados Unidos y la zona del euro /17
- Gráfico 2.6** Flujos de inversión extranjera /18
- Gráfico 2.7** Supuesto trimestral de la tasa de interés de la Fed /18
- Gráfico 2.8** Límite superior del rango de la tasa de interés de la Fed /18
- Gráfico 2.9** Supuesto trimestral de la prima de riesgo de Colombia (CDS) /19
- Gráfico 2.10** Prima de riesgo para algunas economías de América Latina /19
- Gráfico 2.11** Índice de precios al consumidor /19
- Gráfico 2.12** Brecha inflacionaria de la TCR trimestral /20
- Gráfico 2.13** IPC sin alimentos ni regulados /20
- Gráfico 2.14** IPC de alimentos /20
- Gráfico 2.15** IPC de regulados /21
- Gráfico 2.16** Expectativas de inflación de analistas de bancos y comisionistas de bolsa /21
- Gráfico 2.17** PIB trimestral /21
- Gráfico 2.18** PIB acumulado, 4 trimestres /22
- Gráfico 2.19** Indicador de seguimiento a la economía, base 2015 /22
- Gráfico 2.20** Importaciones de bienes de capital en pesos constantes /23
- Gráfico 2.21** Encuesta mensual del comercio al por menor /23
- Gráfico 2.22** Índice de confianza del consumidor y promedio trimestral /23

- Gráfico 2.23** Exportaciones totales de bienes (FOB) /24
 - Gráfico 2.24** Importaciones totales de bienes (FOB) /24
 - Gráfico 2.25** Brecha del producto anual /24
 - Gráfico 2.26** Cuenta corriente anual y sus componentes como porcentaje del PIB /25
 - Gráfico 2.27** Cuenta financiera y sus componentes como porcentaje del PIB /26
 - Gráfico 2.28** Tasa de interés de política promedio trimestral: observada y esperada por los analistas /27
- Gráfico 3.1** IPC total y promedio de los indicadores de las canastas básicas /28
 - Gráfico 3.2** IPC de alimentos y sus componentes /28
 - Gráfico 3.3** IPC de transables y de no transables, sin alimentos ni regulados /29
 - Gráfico 3.4** Componentes del IPC de no transables, sin alimentos ni regulados /29
 - Gráfico 3.5** IPC de regulados y sus componentes /29
 - Gráfico 3.6** IPP por procedencia /30
 - Gráfico 3.7** PIB trimestral por el lado del gasto /30
 - Gráfico 3.8** PIB y demanda interna trimestral /30
 - Gráfico 3.9** Formación bruta de capital fijo trimestral /31
 - Gráfico 3.10** Gasto de consumo final de los hogares y del Gobierno General, trimestral /31
 - Gráfico 3.11** Exportaciones, importaciones y balanza comercial /31
 - Gráfico 3.12** PIB trimestral por el lado de la oferta /32
 - Gráfico 3.13** Producción de café /32
 - Gráfico 3.14** Producción de petróleo /32
 - Gráfico 3.15** Índice de producción industrial real /33
 - Gráfico 3.16** Tasa de desempleo /33
 - Gráfico 3.17** Curva de Beveridge para las 7 ciudades principales /34
 - Gráfico 3.18** Tasa de política, TIB e IBR /34
 - Gráfico 3.19** Tasas de interés reales del crédito bancario en moneda nacional /34
 - Gráfico 3.20** Cartera bruta real en moneda nacional /35
 - Gráfico 3.21** Consumo semidurable y durable y desembolsos de crédito de consumo /35

Índice de cuadros

- Cuadro 2.1** Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales /16
- Cuadro 2.2** Pronósticos para los precios de referencia de los principales bienes básicos exportados por Colombia /17

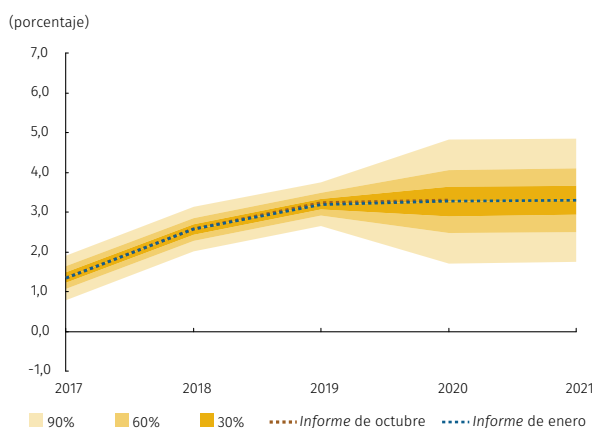
01 / Resumen

1.1 Resumen macroeconómico

En 2020 y 2021 las tasas de interés internacionales seguirían en niveles bajos y la demanda externa relevante para Colombia se recuperaría de forma lenta. El acuerdo parcial de comercio entre los Estados Unidos y China, junto con un Brexit ordenado, reducen la probabilidad de mayores deterioros del comercio global. A pesar de la menor incertidumbre proveniente de estos fenómenos, sus efectos negativos sobre la inversión y el comercio mundial se mantendrían. Esto, que se ha reflejado en bajos niveles observados y esperados de la producción industrial global, sugiere que las economías más grandes se desacelerarían en 2020. En este año y en 2021 la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) mantendría constante su tasa de interés de referencia, en un entorno caracterizado por una ralentización económica y por tasas de inflación básica observada y esperada cercanas a la meta, pese a que la tasa de desempleo se sitúa en niveles históricamente bajos. El menor crecimiento de los países desarrollados sería compensado por una modesta recuperación económica de los principales socios comerciales de América Latina en 2020, después de haber registrado caídas en su producto o bajos crecimientos en 2019. En los siguientes dos años, los términos de intercambio registrarían un leve deterioro, aunque menor que el estimado en el informe anterior. La prima de riesgo país, que se encuentra en niveles históricamente bajos, sería menor que la proyectada en octubre pasado. Las presiones cambiarias asociadas con la incertidumbre sobre el comercio internacional u otros factores se han atenuado. No obstante, el comportamiento del tipo de cambio y el grado de su traspaso a los precios internos sigue siendo una fuente de riesgo. A esto se suman los riesgos asociados con el reciente brote del Coronavirus, cuyos impactos no están incorporados en este informe.

En 2019 el crecimiento de la economía colombiana habría sido del 3,2% (Gráfico 1.1). En ese año se registraron varias fuentes que habrían explicado el dinamismo de la demanda interna en todos sus grandes componentes. En primer lugar, la buena dinámica de la inversión habría sido impulsada por la recuperación cíclica posterior al choque petrolero de 2014, la alta ejecución de obras civiles y el incentivo de las políticas fiscales que estimularon principalmente la inversión en maquinaria y equipo. Por el lado del consumo privado, las tasas de interés relativamente bajas y las condiciones crediticias amplias, junto con el impulso del ingreso disponible de los hogares debido al fuerte crecimiento de las remesas, apoyaron un mayor gasto. El incremento en la inmigración también habría generado un mayor consumo de bienes y servicios en el país. Los anteriores factores habrían acelerado el crecimiento del producto desde 2,6% en 2018 hasta el 3,2% en 2019. En el margen se estima que en el último trimestre de 2019 el crecimen-

Gráfico 1.1
Producto interno bruto (PIB) anual^{a/, b/}
(fan chart de la variación anual)

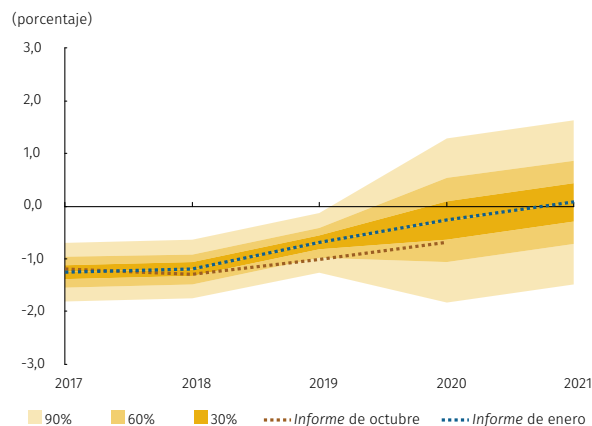


a/ El gráfico muestra la senda de pronóstico del escenario central, así como intervalos simétricos al 30%, 60% y 90% de confianza sobre esta senda para un horizonte a 8 trimestres. Estos intervalos se construyen a partir de los errores de pronóstico de la proyección que resulta de los modelos de política monetaria Patacon y 4GM, evaluados de forma recursiva en cada trimestre para el período 2011-2018. Los errores de pronóstico son estimados para horizontes entre 1 y 4 trimestres. Estos últimos errores se mantienen para los cálculos de los intervalos a horizontes entre 5 y 8 trimestres.

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

Fuente: Banco de la República.

Gráfico 1.2
Brecha del producto anual^{a/, b/, c/}
(fan chart)



a/ El gráfico muestra la senda de pronóstico del escenario central, así como intervalos simétricos al 30%, 60% y 90% de confianza sobre esta senda para un horizonte a 8 trimestres. Estos intervalos se construyen a partir de los errores de pronóstico de la proyección que resulta de los modelos de política monetaria Patacon y 4GM, evaluados de forma recursiva en cada trimestre para el período 2011-2018. Los errores de pronóstico corresponden al crecimiento del PIB y son estimados para horizontes entre 1 y 4 trimestres. Estos últimos errores se mantienen para los cálculos de los intervalos a horizontes entre 5 y 8 trimestres.

b/ Esta brecha se calcula como la diferencia entre el PIB observado y el PIB potencial (tendencial) que resulta del modelo 4GM.

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

Fuente: Banco de la República.

to económico habría sido del 3,3%. Esta cifra, que incluye una estimación de los efectos del paro nacional, sugiere que la demanda interna se habría desacelerado levemente, aunque con un crecimiento mayor que el del producto interno bruto (PIB). La fuerte dinámica de la inversión en bienes importados y el bajo desempeño de los socios comerciales se habrían reflejado en unas exportaciones netas que restan al crecimiento.

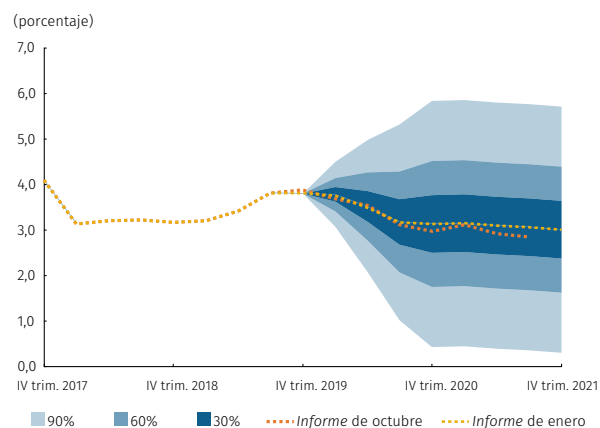
El equipo técnico revisó sus estimaciones del nivel y utilización de la capacidad productiva de la economía para 2019 (Gráfico 1.2).

Con el fin de refinar y actualizar los cálculos del nivel y la utilización de la capacidad productiva de la economía, el equipo técnico del Banco introdujo las siguientes modificaciones en sus estimaciones: 1) incorporó el efecto de los cambios demográficos derivados de los nuevos datos del *Censo nacional de población y vivienda* (DANE, 2018) y de las cifras de migración de los años recientes hasta 2019; 2) revisó las implicaciones que las tendencias recientes del mercado laboral y la inflación tendrían en los cálculos de la capacidad productiva de la economía; 3) incorporó los efectos que la Ley de Financiamiento habría tenido sobre la inversión, y 4) revisó los métodos utilizados para la estimación de la capacidad productiva y su utilización, y añadió nuevas metodologías para tal efecto. La revisión a la baja del dato de población en edad de trabajar del *Censo* de 2018 respecto al de 2005 fue compensada en 2019 por los flujos migratorios hacia el país. La observación de una tendencia creciente de la tasa de desempleo y otros fenómenos del mercado laboral desde 2014 sugiere que la contribución efectiva del factor trabajo a la capacidad productiva sería menor que la estimada anteriormente. En contraste, el efecto positivo de la Ley de Financiamiento sobre la inversión habría favorecido la acumulación de capital, elevando la capacidad productiva de la economía. Al incorporar estos elementos, el equipo técnico concluyó que su efecto neto fue una reducción de la estimación de la capacidad productiva en 2019 respecto al informe anterior, lo cual llevó a una revisión al alza en la estimación del uso de dicha capacidad en ese año. En igual sentido apuntan algunas señales derivadas del comportamiento de la inflación y los precios de las subcanastas del índice de precios al consumidor (IPC), las cuales implican una brecha del producto más cerrada, incluso cuando se considera el efecto de las presiones cambiarias y los choques de oferta observados en la economía. Con todo lo anterior, respecto al informe de octubre se reestimó la brecha del producto y el crecimiento tendencial para 2019, de -1,0% a -0,7%, y de 2,9% a 2,7%, respectivamente.

Para 2020 y 2021 el pronóstico de crecimiento del equipo técnico se mantuvo en 3,3%, y se estiman menores excesos de capacidad productiva.

La nueva estimación de la brecha del producto para 2019 se asocia con una demanda interna más dinámica que la estimada en el informe anterior. El equipo técnico espera que las fuentes que habrían explicado esta dinámica en 2019 sigan contribuyendo al crecimiento del producto en el presente año y en 2021, aunque algunas de ellas con un aporte menor. La inversión continuaría siendo el componente más dinámico de la demanda agregada, en parte, por los efectos positivos de la Ley de Crecimiento Económico. No

Gráfico 1.3
Índice de precios al consumidor (IPC)^{a/, b/}
(fan chart de la variación anual)

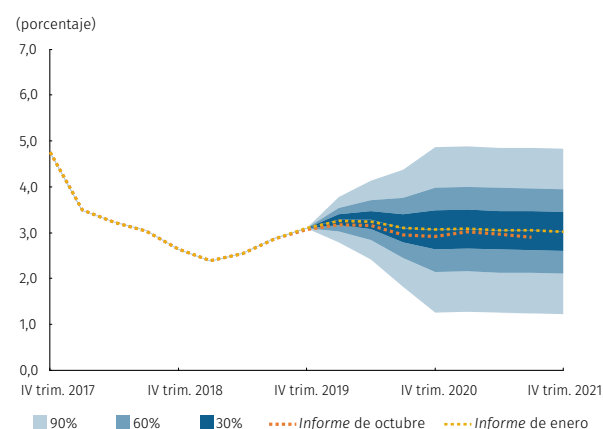


a/ El gráfico muestra la senda de pronóstico del escenario central, así como intervalos simétricos al 30%, 60% y 90% de confianza sobre esta senda para un horizonte a 8 trimestres. Estos intervalos se construyen a partir de los errores de pronóstico de la proyección que resulta de los modelos de política monetaria Patacon y 4GM, evaluados de forma recursiva en cada trimestre para el período 2011-2018. Los errores de pronóstico son estimados para horizontes entre 1 y 4 trimestres. Estos últimos errores se mantienen para los cálculos de los intervalos a horizontes entre 5 y 8 trimestres.

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

Fuente: Banco de la República.

Gráfico 1.4
IPC sin alimentos ni regulados^{a/, b/}
(fan chart de la variación anual)



a/ El gráfico muestra la senda de pronóstico del escenario central, así como intervalos simétricos al 30%, 60% y 90% de confianza sobre esta senda para un horizonte a 8 trimestres. Estos intervalos se construyen a partir de los errores de pronóstico de la proyección que resulta de los modelos de política monetaria Patacon y 4GM, evaluados de forma recursiva en cada trimestre para el período 2011-2018. Los errores de pronóstico son estimados para horizontes entre 1 y 4 trimestres. Estos últimos errores se mantienen para los cálculos de los intervalos a horizontes entre 5 y 8 trimestres.

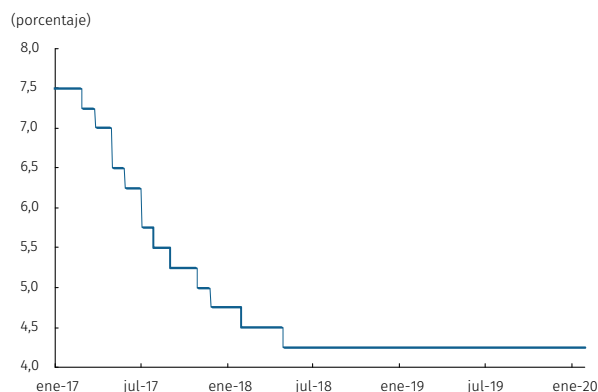
b/ Los resultados suponen una política monetaria activa en la cual la tasa de referencia del Banco de la República se ajusta para garantizar el cumplimiento de la meta de inflación.

Fuente: Banco de la República.

obstante, este componente de la demanda se desaceleraría un poco por un menor aporte de la ejecución de obras civiles, y porque los estímulos tributarios no tendrían efectos permanentes sobre su tasa de crecimiento. Lo anterior sería parcialmente compensado por una recuperación de la inversión en vivienda, la cual habría registrado caídas importantes en 2019. El gasto de los hogares registraría un buen desempeño, pero a tasas menores que las de 2019, en un entorno de un mercado laboral que registraría un modesto crecimiento del empleo y con una menor dinámica esperada del crédito de consumo y de las remesas. El consumo público se desaceleraría, acorde con el cumplimiento de la regla fiscal y con la menor ejecución de gasto asociada con el primer año de las administraciones de los nuevos alcaldes y gobernadores. Con respecto a la demanda externa, se espera una ligera recuperación de los socios comerciales, situación que se vería reflejada en un bajo crecimiento de las exportaciones. Al tiempo, el menor ritmo de expansión de la inversión en bienes de capital importados, junto con un crecimiento más bajo del consumo en bienes durables, implicaría un menor aumento de las importaciones. En síntesis, en los siguientes dos años se espera un buen desempeño de la demanda interna, algo menor que el de 2019 y soportada en unas condiciones favorables de financiamiento externo. Las exportaciones netas restarían menos al crecimiento y con ello este sería del 3,3%. Esta última cifra superaría el crecimiento del producto tendencial de la economía y con esto se espera que la brecha se cierre en el transcurso de estos dos años. No obstante, existe una alta incertidumbre sobre la evolución futura del crecimiento tendencial. Esto, por cuenta de los efectos que puedan tener el cambio demográfico y los estímulos fiscales a la inversión sobre los factores de producción y la productividad de los mismos.

Desde el primer trimestre de 2020 la inflación retomarí su convergencia a la meta del 3%, como consecuencia de la disolución de los choques de oferta transitorios que la afectan (Gráfico 1.3). En diciembre de 2019 la inflación observada (3,8%) resultó menor que la proyectada por el equipo técnico del Banco, hecho explicado por aumentos en los grupos de alimentos y regulados más bajos que los estimados. Como se anticipaba, la inflación básica (sin alimentos ni regulados) mantuvo su tendencia creciente y se situó en 3,1%. Para 2020 se espera que los choques de oferta (El Niño y el impuesto *ad valorem*) que incrementaron la inflación en 2019, continúen diluyéndose y contribuyan a su descenso (Gráfico 1.4). En diciembre de 2020 el aumento en los precios de los alimentos no superaría el 3%. El IPC de regulados se desaceleraría, pero a un menor ritmo que lo estimado un trimestre atrás, en parte por la mayor senda esperada del precio del petróleo. Pese a la presencia de menores excesos de capacidad productiva, la inflación básica convergería a la meta durante 2020 debido a la proyección de menores presiones inflacionarias originadas en la tasa de cambio. Esta proyección se explica por los bajos niveles esperados de las tasas de interés internacionales y las primas de riesgo, y la menor incertidumbre internacional relacionada con las tensiones comerciales y el Brexit. A esto se suma el descenso observado de los precios en dólares de las importaciones, tendencia que podría continuar dada la debi-

Gráfico 1.5
Tasa de intervención del Banco de la República
(datos diarios)



Fuente: Banco de la República.

lidad esperada de la economía mundial. Adicionalmente, persistirían excesos de capacidad productiva en el horizonte de pronóstico (si bien menores que los estimados anteriormente) y se espera que las expectativas de inflación converjan a la meta. Con todo esto se proyecta que la inflación básica y total (3,1%) se sitúen cerca a la meta a finales de 2020.

1.2 Decisión de política monetaria

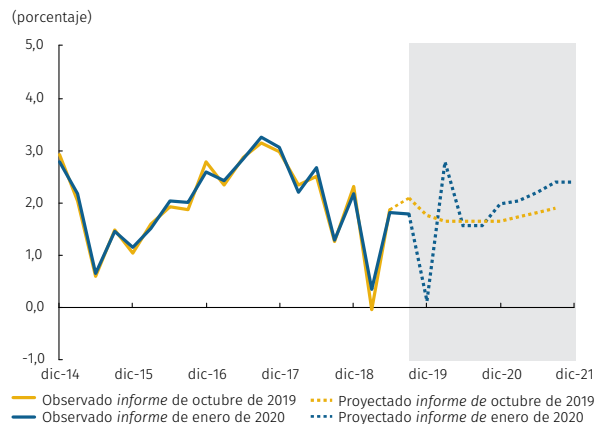
En las reuniones de diciembre de 2019 y de enero de 2020 la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR), en decisión unánime, mantuvo la tasa de interés de intervención en 4,25% (Gráfico 1.5).

02/ Pronósticos macroeconómicos y análisis de riesgos

2.1 Contexto externo¹

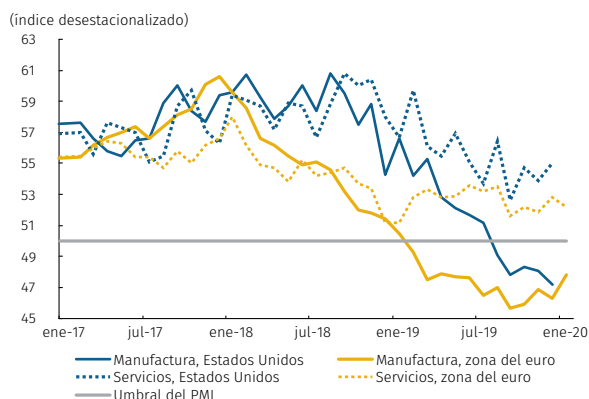
2.1.1 Demanda externa

Gráfico 2.1
Supuesto trimestral del crecimiento de los socios comerciales con base en las proyecciones anuales^{a/} (variación trimestral anualizada)



a/ Estas cifras corresponden a los socios comerciales sin Venezuela. Para el cálculo de las ponderaciones se hace uso del valor en dólares del comercio no tradicional (DANE).
Fuentes: Bloomberg, Focus Economics, oficinas de estadística y bancos centrales (datos observados); Banco de la República (cálculos y proyecciones).

Gráfico 2.2
Índice de gestores de compras (PMI) de los Estados Unidos y la zona del euro



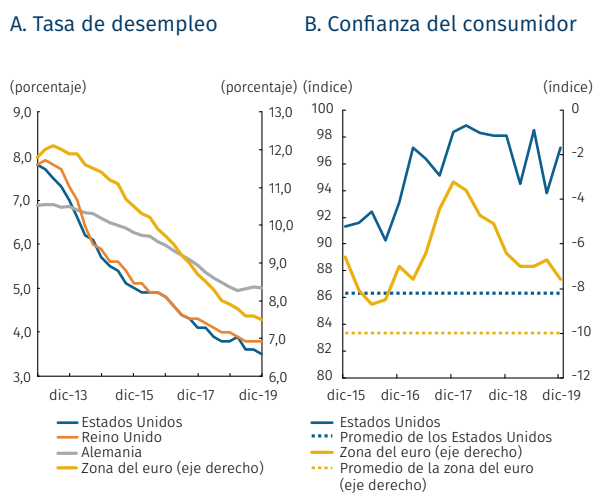
Nota: un registro del índice de gestores de compras (PMI, por su sigla en inglés) por encima del umbral indica expansiones y por debajo sugiere contracciones en el sector con respecto al mes previo.
Fuentes: Institute for Supply Management y Markit, tomado de Bloomberg.

Para 2019 se revisó a la baja el crecimiento promedio de los socios comerciales, debido a choques idiosincrásicos en algunas economías de la región. Hacia 2020 y 2021 se sigue esperando una recuperación moderada de la demanda externa, aunque a tasas por debajo de sus promedios históricos (Gráfico 2.1). En 2019 la desaceleración de las economías de los Estados Unidos, China y la zona del euro habría sido explicada, en parte, por los efectos adversos de las tensiones comerciales sobre las decisiones de inversión, la industria manufacturera y las exportaciones. Además de este contexto externo menos favorable, algunos países de la región se habrían visto afectados por choques de oferta en el sector primario, una menor dinámica de la demanda interna y por tensiones políticas durante el último trimestre de 2019, las cuales llevaron a revisar a la baja las proyecciones de crecimiento. Frente al menor ritmo de expansión de la actividad económica y escasas presiones inflacionarias, varios bancos centrales redujeron sus tasas de interés. En adelante, la postura expansiva de la Reserva Federal (Fed) y del Banco Central Europeo (BCE) continuaría contribuyendo a unas condiciones financieras internacionales favorables. Además, la incertidumbre asociada con las tensiones comerciales se mantendría relativamente acotada, dados los resultados en las negociaciones recientes entre los Estados Unidos y algunos de sus socios comerciales, así como un Brexit ordenado. De esta forma, aunque mejoraron levemente las perspectivas para las economías avanzadas frente al informe anterior, se mantiene la tendencia a la desaceleración en 2020. En la economía china se continúa esperando una desaceleración estructural del crecimiento acentuada por las restricciones al comercio aún vigentes. Para los principales socios comerciales en América Latina se proyecta alguna recuperación, luego de los bajos resultados en 2019. Cabe mencionar que las proyecciones y supuestos del escenario central no incorporan la reciente propagación del virus respiratorio detectado en China, cuyos impactos económicos son aun altamente inciertos.

Para los Estados Unidos y la zona del euro se espera una desaceleración de su crecimiento en 2020 y un leve repunte en 2021. En 2020 dicho comportamiento en estos países obedecería, en parte, a unas expectativas sobre el sector manufacturero (PMI)² que han detenido su deterioro (Gráfico 2.2), pero continúan en

- 1 El escenario central de pronóstico del presente informe no incorpora los posibles impactos económicos de la reciente propagación del virus respiratorio detectado en China (Coronavirus).
- 2 Índice de gestores de compras (PMI, por sus siglas en inglés).

Gráfico 2.3
Tasa de desempleo e indicador de confianza de los consumidores en algunas economías avanzadas (series trimestrales)



Nota: el promedio del indicador de confianza para los Estados Unidos es calculado desde 1985 y el de la zona del euro desde 1978.
Fuente: Bloomberg.

Cuadro 2.1
Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales^{a/}

Principales socios	2018 (pr)	2019 (est)	2020 (proy)	2021 (proy)
Estados Unidos	2,9	2,3	1,8	1,9
Ecuador	1,1	-0,2	0,3	0,9
Perú	4,0	2,4	3,1	3,4
México	2,0	0,0	1,2	1,7
Brasil	1,1	1,1	2,2	2,4
Zona del euro	1,9	1,2	1,0	1,2
Chile	4,0	1,1	1,2	2,5
China	6,6	6,1	5,9	5,8
Total socios comerciales ^{a/}	2,5	1,4	1,7	2,0

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

a/ Estas cifras corresponden a los socios comerciales sin Venezuela. Para el cálculo de las ponderaciones se hace uso del valor en dólares del comercio no tradicional (DANE).

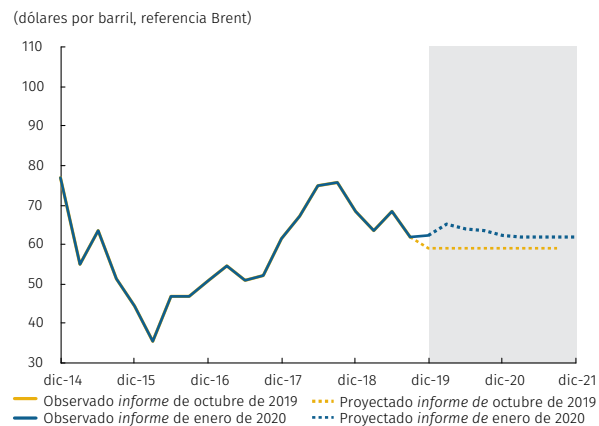
Fuentes: Bloomberg, Focus Economics, oficinas de estadística y bancos centrales de los países (datos observados); Banco de la República (cálculos y proyecciones).

niveles relativamente bajos, lo cual podría reflejar una débil dinámica de la inversión, la producción industrial y el comercio exterior. En los Estados Unidos el impulso fiscal continuaría diluyéndose y aportaría a la desaceleración, mientras que en la zona del euro se espera que el gasto del gobierno mantenga su contribución al crecimiento. En estas economías se prevé que el consumo privado siga dinámico, favorecido por la fortaleza del mercado laboral, por una confianza de los consumidores relativamente alta y unas condiciones financieras holgadas (Gráfico 2.3). A su vez, los indicadores más recientes sugieren que tanto el sector de servicios como el de construcción residencial registrarían un buen comportamiento. Estos factores permitieron que no se proyectara un mayor deterioro de la actividad económica en 2020 y que incluso se previera una menor desaceleración de la economía estadounidense. En 2021 estos países mostrarían una expansión del producto mayor que la prevista en el informe de octubre, lo cual estaría acorde con las mejores perspectivas de crecimiento global, con un Brexit ordenado y con el resultado de las negociaciones entre los Estados Unidos y sus socios comerciales.

Las proyecciones incluidas en el escenario central prevén una modesta recuperación del crecimiento de los principales socios comerciales en la región, luego de los choques idiosincrásicos que afectaron a algunos de estos países en 2019. Se revisó a la baja la senda de crecimiento en Chile, México y Perú (Cuadro 2.1), debido al deterioro de la confianza empresarial y de los consumidores en un entorno de alta incertidumbre política. Lo anterior sería compensado, parcialmente, por una postura monetaria en terreno expansivo y por un mayor estímulo fiscal. Por el contrario, en Ecuador los indicadores sugieren que la contracción proyectada del PIB en 2019 habría sido menor que la esperada en el informe de octubre. En particular, se destaca el crecimiento de las exportaciones no petroleras y la mejora en la producción de crudo, factores que fueron contrarrestados por el impacto negativo de las protestas sociales durante octubre. Hacia adelante se espera un aumento en la inversión que favorezca la recuperación de la economía, aunque persiste alta incertidumbre al respecto. Por último, en Brasil los resultados en materia económica serían mejores que los esperados en el informe anterior. En ese país la política monetaria se ha tornado más expansiva, se han observado mejoras en el mercado laboral y se han aprobado reformas gubernamentales que han permitido una mejora de la confianza y que darían algún impulso al consumo.

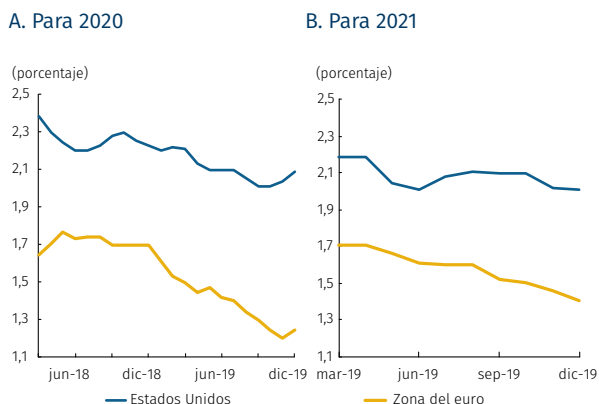
En el escenario central de pronóstico el crecimiento del PIB real de los socios comerciales para 2019 habría sido del 1,4% y aumentaría al 1,7% y 2,0% en 2020 y 2021, respectivamente. Esta senda presenta algunos cambios con respecto al informe anterior, en el cual se esperaba una expansión del 1,5% para 2019, 1,7% para 2020 y 1,8% para 2021. Diferentes organismos internacionales, como el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial, han llamado la atención sobre algunos riesgos a la baja sobre el crecimiento global que podrían afectar el de los socios comerciales del país, dentro de los que se destacan el resurgimiento de medidas proteccionistas asociadas con el comercio entre las principales economías del mun-

Gráfico 2.4
Supuesto trimestral del precio del petróleo con base en las proyecciones anuales



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

Gráfico 2.5
Evolución de las expectativas de inflación total anual para los Estados Unidos y la zona del euro^{a/}



a/ Corresponde al promedio mensual de las expectativas sobre las variaciones anuales del índice de precios al consumidor.
Fuente: Bloomberg.

Cuadro 2.2
Pronósticos para los precios de referencia de los principales bienes básicos exportados por Colombia

	2019	2020 (proy)
Petróleo referencia Brent (dólares por barril)	64,2	63,8
Carbón colombiano ^{a/} (dólares por tonelada)	75,8	60,0
Café colombiano ^{a/} (dólares por libra)	1,37	1,53
Oro (dólares por onza troy)	1.393	1.525

(proy): proyectado.

a/ Corresponde al precio implícito de las exportaciones.

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

do, las protestas sociales en América Latina, una desaceleración de la economía china mayor que la esperada, los posibles efectos del Coronavirus, entre otros.

2.1.2 Desarrollos de precios internacionales

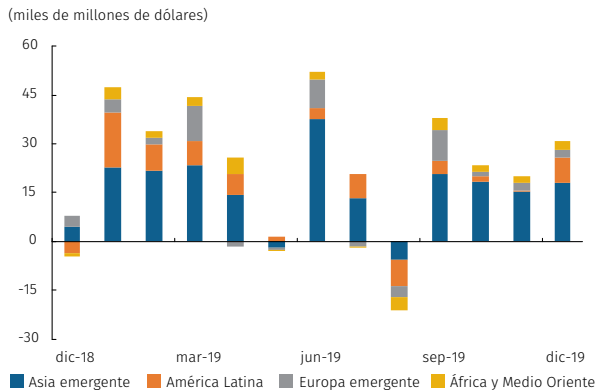
El supuesto del precio internacional del petróleo se incrementó, pero sigue siendo inferior al observado en 2019 (Gráfico 2.4). En 2020 se supone que la cotización internacional del crudo para la referencia Brent sería de USD 63,8 por barril (bl), cifra inferior a lo registrado en 2019 (USD 64,2 bl). Este supuesto implica una revisión al alza con respecto al informe de octubre (USD 59,0 bl) y tiene en cuenta la profundización de los recortes a la producción por parte de los miembros de la Organización de Países Productores de Petróleo (OPEP) y sus aliados³, el menor incremento de la extracción de crudo en los Estados Unidos y las perspectivas de recuperación del crecimiento mundial. Para 2021 se daría una reducción del precio a USD 62 bl, cotización algo superior a la prevista en el informe de octubre (USD 59,0 bl). Estos supuestos se encuentran dentro del intervalo asociado con las expectativas del mercado. En cuanto a los riesgos sobre el pronóstico, se destaca un resurgimiento de las tensiones comerciales globales, cambios en los inventarios más allá de lo esperado por el mercado, la intensificación de las tensiones geopolíticas en Oriente Medio y el posible impacto sobre la demanda de crudo a causa del Coronavirus, entre otros.

En las economías avanzadas no se proyectan presiones inflacionarias de importancia, pese al incremento reciente de la inflación total. En diciembre la inflación total a los consumidores en los Estados Unidos y en la zona del euro aumentó frente al registro del mes anterior, al pasar de 2,1% a 2,3% y de 1,0% a 1,3%, respectivamente. En los Estados Unidos este incremento fue resultado de un repunte del componente de la energía, en especial de los combustibles. Por su parte, la inflación básica en estas economías no mostró cambios frente al registro de noviembre (2,3% y 1,3%, en su orden). Las expectativas de inflación para 2020 y 2021 no incorporan cambios de importancia y continúan reflejando un panorama de escasas presiones inflacionarias en estas economías (Gráfico 2.5).

En 2019 y 2020 se estima una reducción anual de los términos de intercambio de 2,1% y 2,0%, respectivamente (Cuadro 2.2). En lo corrido del año hasta noviembre se registró una disminución generalizada de los precios implícitos de las exportaciones en dólares (7,2%). Las mayores reducciones se observaron en el grupo de productos mineros y petroleros, seguidos de los bienes agrícolas. Este efecto fue compensado, parcialmente, por la caída de los precios implícitos de las importaciones (-5,0%), destacándose las variaciones negativas en los subgrupos de bienes intermedios y de consumo. De

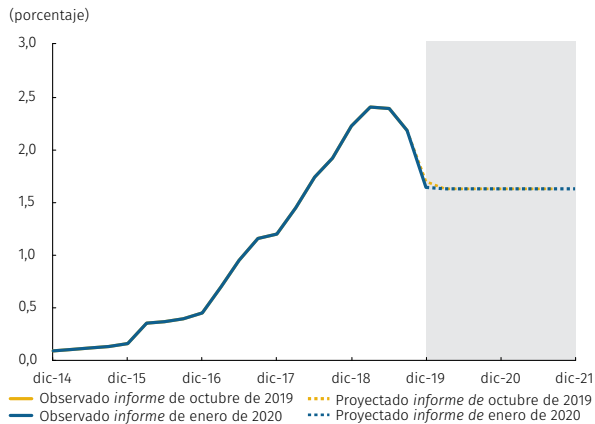
3 El 6 de diciembre de 2019 los miembros de la OPEP y sus aliados acordaron un recorte adicional de 500.000 barriles diarios, que se sumarían al acuerdo previo de recorte de 1,2 millones de barriles diarios. Por su parte, Arabia Saudita haría un recorte adicional de 400.000 barriles diarios. Dicho acuerdo se extendería hasta el primer trimestre de 2020.

Gráfico 2.6
Flujos de inversión extranjera^{a/}



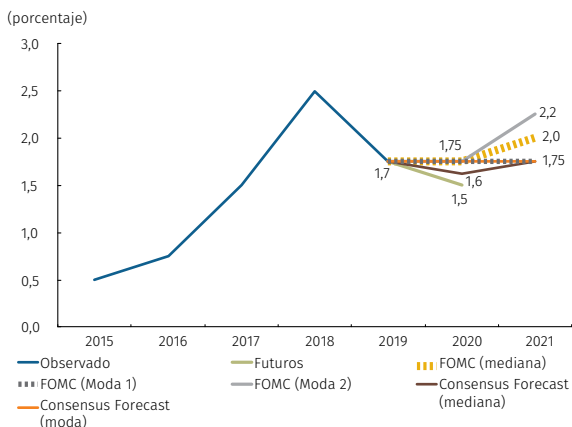
a/ Corresponde a flujos de inversión en instrumentos de deuda y acciones.
Fuente: Instituto de Finanzas Internacionales, Inc. (IIF por sus siglas en inglés).

Gráfico 2.7
Supuesto trimestral de la tasa de interés de la Fed^{a/}



a/ Corresponde al punto medio del rango de la tasa de interés de la Fed.
Fuente: Reserva Federal; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.8
Límite superior del rango de la tasa de interés de la Fed (fin de año)^{a/}



a/ Los datos de la probabilidad implícita de los futuros fueron actualizados el 21 de enero de 2020. Las proyecciones de los miembros de la Fed corresponden a los de su reunión del 10 y 11 de diciembre. Por último, los pronósticos de Consensus Economics fueron obtenidos de su reporte de enero (información al 18 de diciembre).
Fuentes: Bloomberg, Focus Economics y Reserva Federal (Fed).

esta forma, se estima que en 2019 los términos de intercambio se habrían reducido anualmente en 2,1%. Para 2020 este índice tendría una disminución del 2,0%, asociada en particular con la caída del precio internacional del carbón, que sería compensada parcialmente por los mejores precios de otras materias primas exportadas por el país.

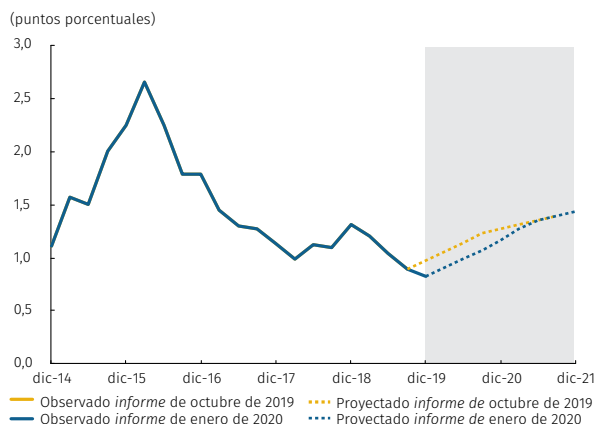
2.1.3 Desarrollos financieros externos

En el cuarto trimestre de 2019 los mercados financieros internacionales mostraron una reducción en los indicadores de volatilidad, valorizaciones de los principales índices bursátiles y entrada de flujos de capitales hacia los mercados de América Latina. A lo largo del trimestre el optimismo sobre un acuerdo comercial entre los Estados Unidos y China fue aumentando, lo que contribuyó a reducir la incertidumbre e incrementar la demanda por activos más riesgosos. En este mismo sentido, la volatilidad financiera medida con los índices VIX y el VSTOXX tuvo una reducción del 13% y 11%, respectivamente, frente al trimestre anterior. Por su parte, los principales índices bursátiles en los Estados Unidos alcanzaron niveles históricamente altos. Lo anterior estuvo acompañado por la entrada de flujos de capitales hacia los mercados de América Latina (Gráfico 2.6), principalmente en el mes de diciembre. En lo corrido de 2020 la tendencia de menor volatilidad financiera y valorización de los índices accionarios se ha mantenido. Sin embargo, esta dinámica podría verse afectada por la incertidumbre generada sobre la propagación y los efectos del Coronavirus.

El ejercicio de proyección macroeconómica no contempla, en su escenario central, ningún cambio en la tasa de interés de la Fed⁴. En su reunión de diciembre los miembros del FOMC de la Fed decidieron mantener, de forma unánime, la tasa de interés en un rango entre 1,50% y 1,75%, acorde con lo esperado por el equipo técnico (Gráfico 2.7). En su comunicado la Fed hizo explícito que la postura actual de la política monetaria es apropiada para soportar una expansión sostenida de la actividad económica, un mercado laboral fuerte y una inflación cerca de su objetivo. Para 2020 y 2021, el ejercicio de pronóstico no contempla cambios en dicha tasa, con lo cual se mantendría el mismo supuesto presentado en el informe anterior. Para 2020 esta senda coincide con la moda y la mediana del rango esperado para la tasa de interés por parte de los miembros del FOMC y con la moda de los analistas, aunque se sitúa por encima de la implícita en los futuros (Gráfico 2.8). Para 2021 el supuesto de estabilidad de la tasa de interés de referencia de la Fed coincide con la expectativa de los analistas y se encuentra por debajo de algunas de las proyecciones del FOMC, las cuales incorporan mayores tasas de política a partir de ese año.

4 Al momento de escribir este informe, los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por su sigla en inglés) en su reunión del 29 de enero decidieron mantener la tasa de interés de referencia en un rango entre 1,50% y 1,75%, lo cual fue acorde con lo esperado por el equipo técnico.

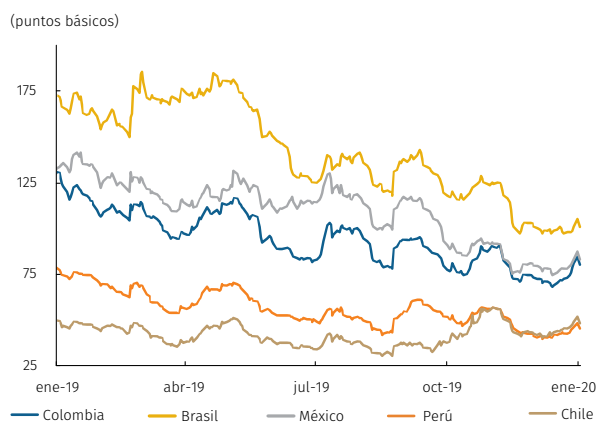
Gráfico 2.9
Supuesto trimestral de la prima de riesgo de Colombia (CDS)^{a/}



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

Para 2020 se supone una senda de prima de riesgo menor que la estimada en octubre, la cual a finales de 2021 se situaría en niveles cercanos a su promedio histórico (Gráfico 2.9). En general, las primas de riesgo de algunas economías emergentes se redujeron en lo corrido del cuarto trimestre de 2019. En el caso colombiano, el promedio de los *credit default swaps* (CDS a cinco años) fue de 82,6 pb, inferior al esperado y al registro del tercer trimestre del año (89,9 pb). En lo corrido de 2020 las primas de riesgo soberano de algunas de las economías de la región han continuado reduciéndose, y en Colombia este indicador se ha situado cerca de los mínimos históricos (70,9 pb, promedio entre el 1 y el 20 de enero) (Gráfico 2.10). Para 2020 el escenario central supone una prima de riesgo que es menor a la proyectada en el informe anterior, resultado de las tendencias observadas recientemente y de la revisión al alza del supuesto del precio internacional del petróleo. Además, se supone que la prima de riesgo converja al final del horizonte de pronóstico a niveles más cercanos a los promedios históricos, teniendo en cuenta el efecto de la acumulación de déficit externos del país en el saldo de pasivos externos netos.

Gráfico 2.10
Prima de riesgo para algunas economías de América Latina^{a/}



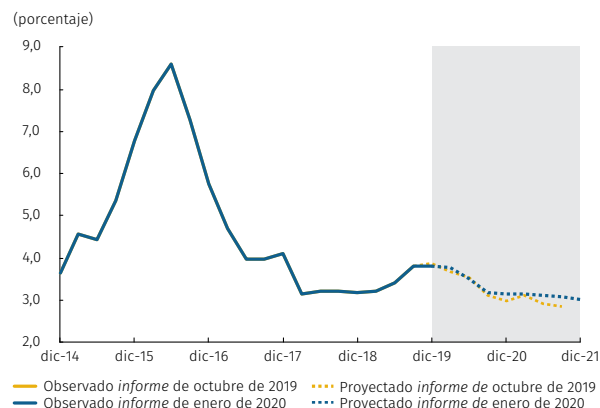
a/ Medida a través de CDS a cinco años.
Fuente: Bloomberg.

2.2 Proyecciones macroeconómicas⁵

2.2.1 Inflación

En el escenario central se sigue previendo un descenso de la inflación a partir del primer trimestre del año, como resultado, principalmente, del desvanecimiento de los choques de oferta que se presentaron en 2019. Para 2020 se espera que los choques de oferta (El Niño y el impuesto *ad valorem*) que incrementaron la inflación en 2019, continúen diluyéndose y contribuyan a su descenso. La senda de pronóstico de la inflación anual se revisó levemente al alza, por el mayor aumento proyectado del grupo de regulados y por un retorno de la inflación básica a la meta más lento que lo previsto en octubre. Así, se espera que la inflación total termine en 3,1% en 2020 y que durante el resto del horizonte de pronóstico se mantenga alrededor de la meta (Gráfico 2.11).

Gráfico 2.11
Índice de precios al consumidor
(variación anual)

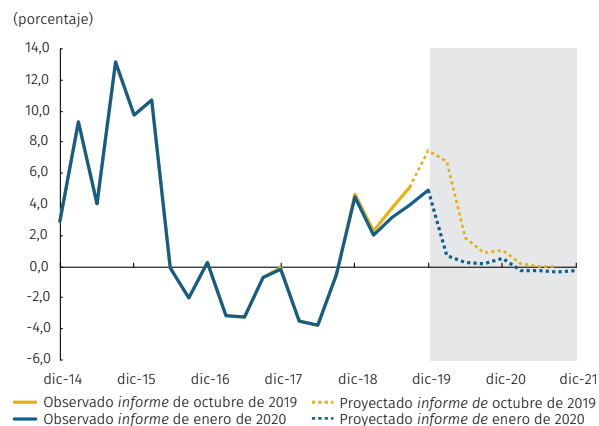


Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

El escenario central contempla menores presiones inflacionarias provenientes de la tasa de cambio real respecto a lo proyectado en octubre (Gráfico 2.12). Afín con el comportamiento reciente de los precios del petróleo y de las primas de riesgo, junto con la menor incertidumbre asociada con el comercio global, debido al acuerdo parcial bilateral entre China y los Estados Unidos, el escenario central considera una menor persistencia en la depreciación nominal del peso respecto al informe de octubre. En consecuencia, las presiones inflacionarias reflejadas en la brecha de la tasa

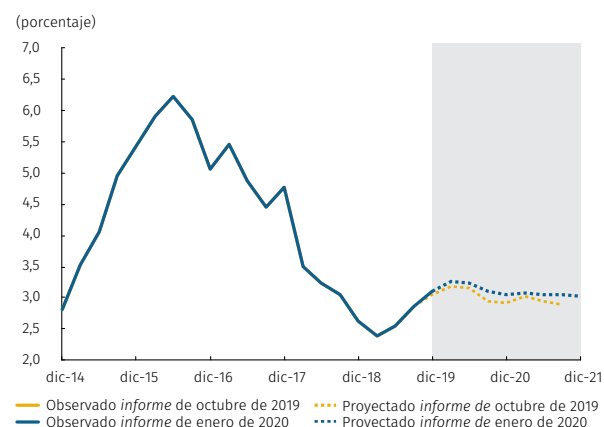
5 Los resultados suponen una política monetaria activa en la cual la tasa de referencia del Banco de la República se ajusta para garantizar el cumplimiento de la meta de inflación.

Gráfico 2.12
Brecha inflacionaria de la TCR^{a/} trimestral



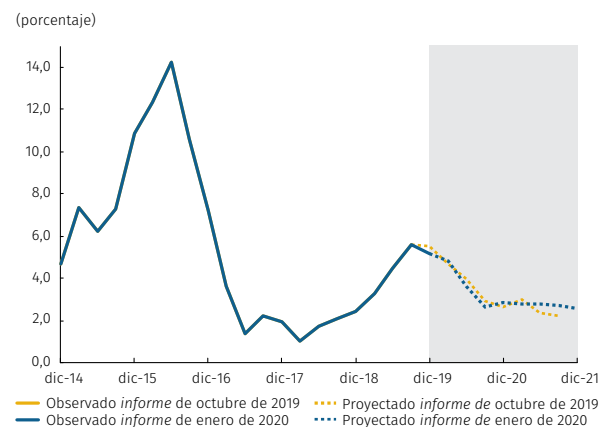
a/ La brecha inflacionaria de la tasa de cambio real (TCR) captura las presiones inflacionarias provenientes de la tasa de cambio. Valores positivos de esta brecha implican presiones alcistas sobre la inflación provenientes del tipo de cambio. Esta brecha se calcula como la desviación de la tasa de cambio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

Gráfico 2.13
IPC sin alimentos ni regulados (variación anual)



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

Gráfico 2.14
IPC de alimentos^{a/} (variación anual)



a/ Incluye comidas fuera del hogar.
Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

de cambio real son menores frente a las estimadas en dicho informe⁶.

La inflación básica (sin alimentos ni regulados) se mantendría cercana a la meta en el horizonte de pronóstico en un entorno de menores presiones inflacionarias originadas en la tasa de cambio y de excesos de capacidad productiva (Gráfico 2.13).

La inflación básica aumentaría ligeramente en los próximos dos trimestres, pero convergería a la meta a finales de 2020. Por componentes, el IPC de transables seguiría acelerándose hasta el primer trimestre de 2020, como resultado del dinamismo del consumo y el traspaso de la depreciación acumulada a los precios. En lo que resta del año este grupo debería ceder un poco ante las menores presiones esperadas de la tasa de cambio y unos precios internacionales que podrían seguir registrando descensos o aumentos muy bajos. La variación anual de los precios del grupo de los no transables se mantendría relativamente estable, aunque un poco más alta frente a lo esperado en octubre. El aumento en esta senda obedece, en parte, al aumento del salario mínimo (que resultó mayor que el esperado), y a las menores presiones bajistas originadas en una brecha del producto que se estima más cerrada. Lo anterior sería parcialmente compensado por unos ajustes en los arriendos que se proyectan bajos. En síntesis, la senda de inflación básica prevista recoge menores presiones provenientes de la tasa de cambio y una brecha un poco más cerrada que la esperada en octubre.

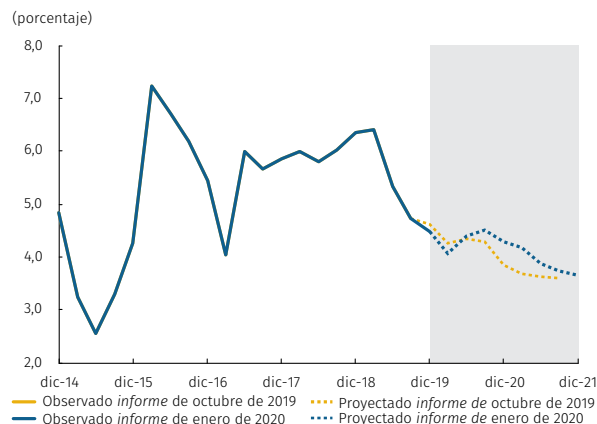
El IPC de alimentos se desaceleraría y a finales de 2020 registraría aumentos inferiores al 3% (Gráfico 2.14).

Durante 2019 el crecimiento en los precios de alimentos estuvo asociado a factores climáticos, al traspaso de la depreciación del peso al grupo de alimentos procesados, y a la entrada en vigor de los impuestos indirectos a las gaseosas. La reversión de dichos choques de oferta llevaría a que la variación de los precios de esta canasta disminuya durante 2020. No obstante, varios factores podrían moderar la desaceleración esperada en este grupo. Uno de ellos es la sorpresa al alza en las comidas fuera del hogar registrada a finales del año pasado, así como el impacto que podría tener el ajuste del salario mínimo sobre los precios de este servicio. También existe el riesgo de que continúen los incrementos observados recientemente en algunos precios internacionales de alimentos procesados, como los cereales y el aceite. Para la segunda mitad de 2020 y lo que resta del horizonte de pronóstico, el escenario central contempla que la variación anual del grupo de alimentos se estabilice en niveles inferiores a la meta.

El IPC de regulados se desaceleraría, pero a un menor ritmo que lo estimado un trimestre atrás, en parte por la mayor senda esperada del precio del petróleo. En diciembre pasado los reajustes en algunos servicios públicos resultaron menores que

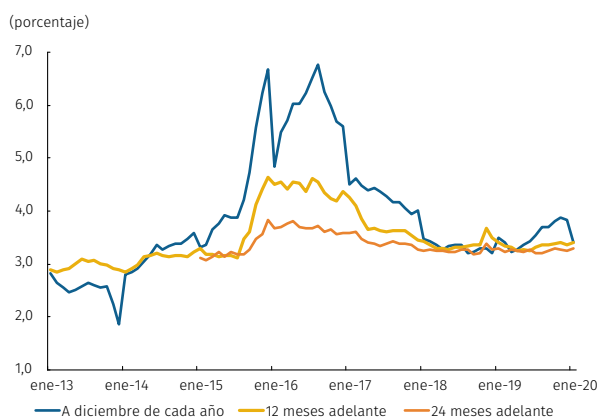
6 Al momento de realizar este informe se estaban observando fuertes caídas en los mercados financieros y en los precios del petróleo, y depreciaciones de varias monedas frente al dólar, que podrían estar asociadas con la propagación del Coronavirus en China y su contagio a otros países. Estos choques no hacen parte de este informe.

Gráfico 2.15
IPC de regulados
(variación anual)



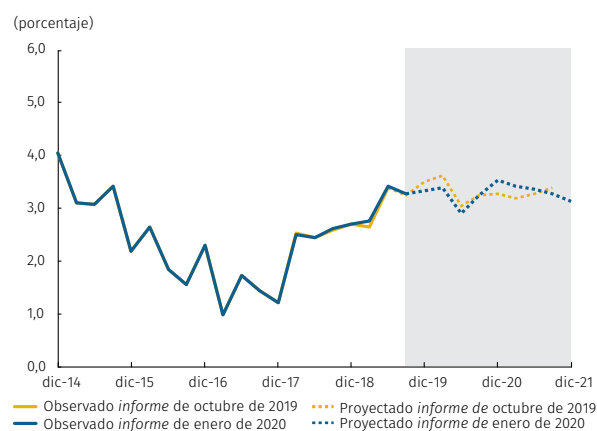
Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Gráfico 2.16
Expectativas de inflación de analistas de bancos y
comisionistas de bolsa



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

Gráfico 2.17
PIB trimestral
(variación anual)



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

los estimados y contribuyeron a revisar a la baja la proyección esperada de regulados para el primer trimestre de 2020 (Gráfico 2.15). Sin embargo, se siguen esperando ajustes superiores a la meta en estos rubros a lo largo del año. Lo anterior se sumaría al aumento en la senda esperada del precio internacional del petróleo y su traspaso a los precios internos de la gasolina y otros combustibles. De esta manera, a finales de 2020 la variación anual del grupo de regulados continuaría en niveles superiores al 4%.

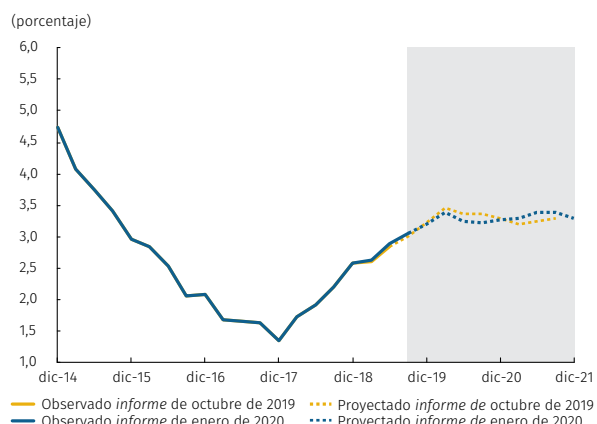
En enero, las medidas de expectativas de inflación de los analistas fueron ligeramente mayores frente a lo registrado en octubre e indican una inflación esperada alrededor del 3,4% a finales de año y de 3,29% en 2021. De acuerdo con la medición obtenida a partir de la encuesta mensual del Banco⁷, la inflación esperada a finales de 2020 es de 3,41% y a veinticuatro meses de 3,3% (Gráfico 2.16). En el informe de octubre dichos valores se ubicaban en 3,38% a diciembre de 2020 y en 3,28% para dos años adelante. La diferencia entre las expectativas recogidas en esta encuesta y el pronóstico de inflación del equipo técnico del Banco para 2020 se explica, en gran parte, por la mayor proyección en los precios de los alimentos implícita en los pronósticos de los analistas económicos. En el caso de la encuesta trimestral⁸, recogida por el Banco, a comienzos de enero, la cifra esperada a diciembre de 2020 es de 3,59% y a veinticuatro meses es de 3,58%. Por su parte, los cálculos derivados del *Break Even Inflation* (BEI) en el mercado de deuda pública para el 24 de enero muestran expectativas de inflación a dos, tres, cinco y diez años de 3,57%, 3,55%, 3,52% y 3,58%, respectivamente⁹.

2.2.2 Actividad económica

La economía colombiana habría cerrado 2019 con un crecimiento cercano al del potencial de largo plazo y mantendría un comportamiento similar durante los siguientes dos años (Gráfico 2.17). Existen varios factores que explicarían el dinamismo de la actividad económica. Uno de ellos son las tasas de interés relativamente bajas en un contexto de condiciones crediticias amplias. Otro es el fuerte crecimiento de las remesas externas de trabajadores, las cuales han incrementado el

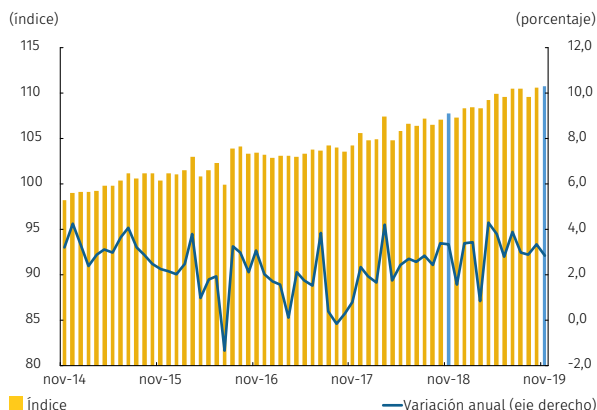
- 7 La *Encuesta Mensual de Expectativas de Analistas Económicos* (EME) consulta a los analistas económicos sobre sus expectativas de inflación, tasa de intervención del Banco de la República, tasa representativa del mercado (TRM) y crecimiento del PIB, para determinados horizontes temporales. La última encuesta disponible corresponde a la información recogida en enero de 2020.
- 8 La *Encuesta Trimestral de Expectativas Económicas* (ETE), tiene por objeto conocer la percepción y expectativas de empresarios colombianos sobre los principales indicadores económicos del país (inflación, salarios, tasa de cambio, tasa de interés, disponibilidad de crédito y liquidez, crecimiento económico y empleo).
- 9 Al descontar las primas de riesgo inflacionario y de liquidez, las tasas a dos y cinco años son 3,0% y 3,1%, respectivamente. Para estos cálculos se usa la metodología implementada por Espinosa, Melo y Moreno (2015). "Expectativas de inflación, prima de riesgo inflacionario y prima de liquidez: una descomposición del *Break Even Inflation* para los bonos del Gobierno colombiano", Borradores de Economía, núm. 903, Banco de la República.

Gráfico 2.18
PIB acumulado, 4 trimestres
(variación anual)



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

Gráfico 2.19
Indicador de seguimiento a la economía, base 2015
(serie desestacionalizada y variación anual)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

ingreso disponible de los hogares, además de la inmigración, que ha aumentado el consumo de bienes y servicios en el país. También la buena dinámica de las obras civiles (4G) y el impulso que la política fiscal han dado a la inversión, principalmente en maquinaria y equipo. En 2020 y 2021 varios de estos factores podrían continuar impulsando el crecimiento del producto, aunque algunos de ellos con un aporte menor. Con respecto a la demanda externa, se espera apenas una ligera recuperación de los socios comerciales, situación que se vería reflejada en un bajo crecimiento de las exportaciones. Por su parte, la presencia de favorables condiciones de financiamiento externo permitiría que la dinámica de la demanda interna supere a la del producto.

En este informe se mantuvo la estimación de crecimiento del PIB para todo 2019 en 3,2% (Gráfico 2.18).

Los resultados divulgados por el DANE para el tercer trimestre (3,3%, con series desestacionalizadas y ajustadas por efecto calendario¹⁰) confirmaron los pronósticos efectuados por el equipo técnico. Para el cuarto trimestre la economía habría mantenido una dinámica similar, con un crecimiento anual que se estima en 3,3%. El consumo privado y la inversión en maquinaria y equipo habrían sostenido tasas relativamente altas de expansión. Esta estimación tiene en cuenta un impacto negativo y pequeño asociado a las jornadas del paro nacional registradas en noviembre, las cuales se supone habrían afectado de forma transitoria al consumo por el lado del gasto, y al comercio y otros servicios por el lado de la oferta. Las cifras del bimestre octubre-noviembre del indicador de Seguimiento a la Economía (ISE), cuyo crecimiento anual promedio durante este bimestre fue del 3,1% (Gráfico 2.19), apoyan este pronóstico. Así las cosas, en 2019 la economía colombiana habría registrado su mejor desempeño desde el fin del ciclo alcista de los precios de las materias primas en 2014, lo que mostraría, además, la expansión más alta entre las mayores economías de América Latina.

La demanda interna habría registrado un fuerte dinamismo en 2019.

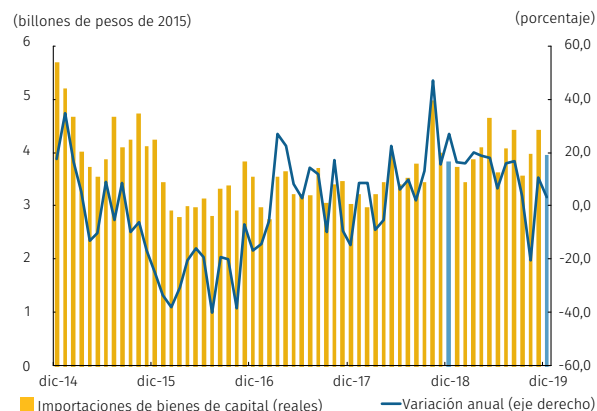
Para el cuarto trimestre de 2019 se estima un sólido crecimiento de la demanda interna (4,2%), aunque inferior al observado un trimestre atrás (4,8%). Esto obedece a una moderación del gasto privado debido a la reversión de algunos choques positivos pero transitorios en la inversión y a los efectos del paro sobre el consumo. Así, la demanda interna para todo 2019 crecerá por encima del 4,0%, superando el desempeño de 2018 (3,9%).

La inversión habría sido el componente más dinámico del PIB en 2019.

En el tercer trimestre de 2019, la inversión continuó recuperándose, registrando un crecimiento anual del 8,6%. El dinamismo volvió a concentrarse en el gasto en maquinaria y equipo de transporte y en la inversión de obras civiles. El buen desempeño que se ha venido observando en la inversión ha-

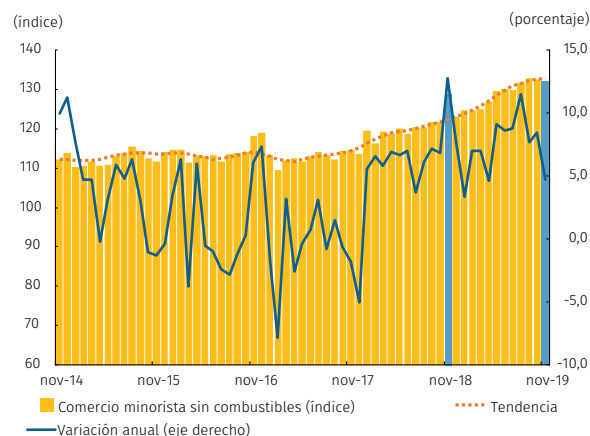
10 En adelante, en lo concerniente al PIB y sus componentes, se hará referencia a las series desestacionalizadas y ajustadas por efecto calendario según lo publica el DANE.

Gráfico 2.20
Importaciones de bienes de capital en pesos constantes



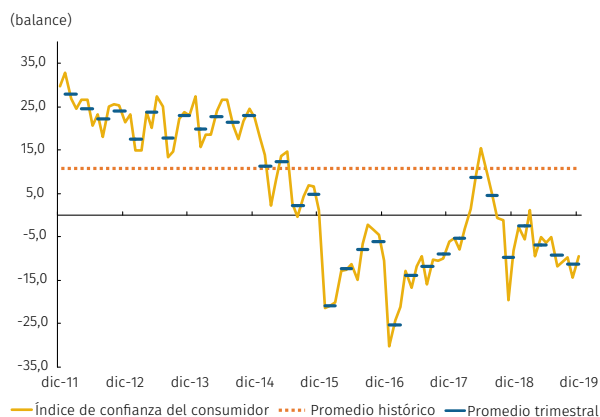
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.21
Encuesta mensual del comercio al por menor (total comercio minorista sin combustibles, desestacionalizado y corregido por efectos calendario)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.22
Índice de confianza del consumidor y promedio trimestral



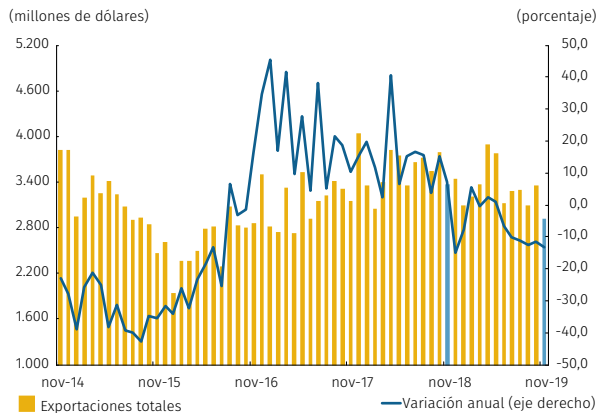
Fuente: Fedesarrollo; cálculos del Banco de la República.

bría sido facilitado por el estímulo de la Ley de Financiamiento, a lo que se sumaron avances importantes en los proyectos viales en ejecución, un importante aumento de la inversión en el sector de petróleo y un mayor gasto de los gobiernos regionales y locales al final de su mandato, incluida la renovación de los equipos de transporte masivo urbano. La inversión habría mantenido un crecimiento anual relativamente alto en el cuarto trimestre, como lo sugieren las cifras preliminares de importaciones de bienes de capital (Gráfico 2.20). No obstante, esta expansión se estima menor que la registrada en los dos trimestres anteriores, debido a una base de comparación mayor y que el aporte de los mencionados programas de renovación de los equipos de transporte masivo habría sido menor.

En 2019 el consumo privado habría crecido a tasas importantes (4,6%) y el consumo público se habría desacelerado (3,2% vs. 5,6% en 2018). En el cuarto trimestre, el gasto de los hogares habría crecido a una tasa anual algo menor que la observada en el tercero (5,0%). Este pronóstico considera principalmente los altos niveles ya alcanzados del componente transable del consumo, el freno que muestran las importaciones en el cuarto trimestre (con cifras provisionales de la DIAN) y los efectos transitorios del paro nacional. Esta proyección es respaldada por las ventas al por menor del bimestre octubre-noviembre, que continuaron con un buen ritmo de crecimiento, aunque inferior al del tercer trimestre (Gráfico 2.21). El dinamismo de este componente se habría dado a pesar de que la confianza de los consumidores, según la mide el indicador de Fedesarrollo, no ha repuntado (Gráfico 2.22). Por su parte, el consumo público tuvo un mejor desempeño en el tercer trimestre de 2019 frente a lo observado en la primera mitad del año, dinámica que se estima habría continuado en el cuarto, afín con los últimos meses de ejecución de los gobiernos locales y regionales. No obstante, para todo 2019 se habría observado un menor aporte del consumo público al crecimiento respecto al año anterior, tendencia que se mantendría hacia 2020.

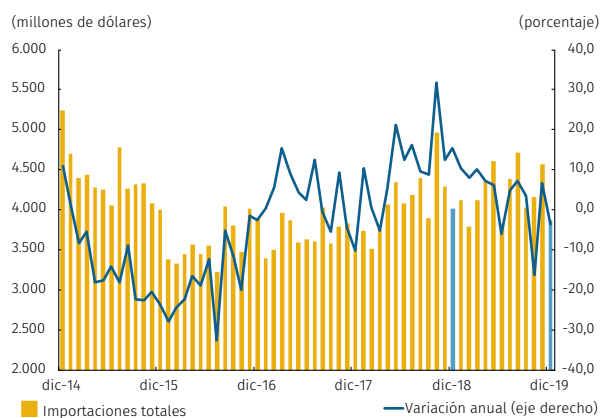
En 2019 las exportaciones netas habrían restado más al crecimiento que lo observado en 2018. Como se esperaba, las exportaciones del tercer trimestre de 2019 registraron un menor crecimiento anual (1,8%), confirmando el carácter transitorio del choque observado en el segundo. Para el cuarto trimestre las cifras disponibles de comercio exterior a noviembre sugieren un desempeño similar de este componente al del trimestre anterior (Gráfico 2.23). Esta estimación considera, principalmente, una moderación del crecimiento anual de las cantidades exportadas de café y menores caídas de las de carbón y petróleo observadas en el bimestre octubre-noviembre. Así, en 2019 las ventas reales externas habrían crecido 2,9%. Con respecto a las importaciones en pesos constantes, estas han mostrado tasas elevadas de crecimiento desde mediados de 2018, comportamiento que también se observó en el tercer trimestre de 2019 (10,7%). Sin embargo, las cifras provisionales a diciembre sugieren una moderación en su crecimiento anual para el cuarto trimestre, explicada, en parte, por una alta base de comparación (Gráfico 2.24). Esta menor dinámica se habría observado para todos los componentes de las importaciones. Así, en todo 2019 las importaciones habrían crecido 8,4%.

Gráfico 2.23
Exportaciones totales de bienes (FOB)
(millones de dólares y variación anual)



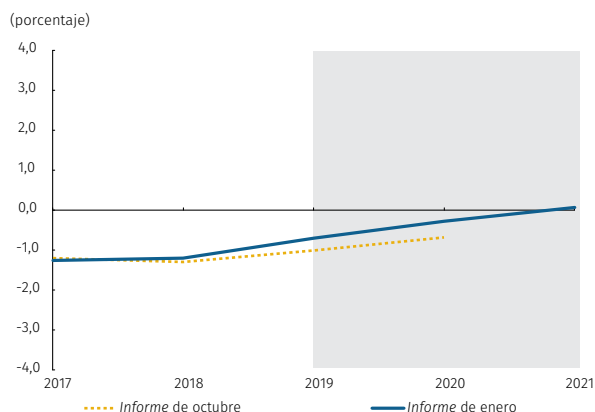
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.24
Importaciones totales de bienes (FOB)
(millones de dólares y variación anual)



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

Gráfico 2.25
Brecha del producto anual^{a/}



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

El equipo técnico revisó sus estimaciones del nivel y utilización de la capacidad productiva de la economía para 2019 (Gráfico 2.25).

Con el fin de refinar y actualizar los cálculos del nivel y la utilización de la capacidad productiva de la economía, el equipo técnico del Banco introdujo las siguientes modificaciones en sus estimaciones: 1) incorporó el efecto de los cambios demográficos derivados de los nuevos datos del *Censo nacional de población y vivienda* (2018) y de las cifras de migración de los años recientes hasta 2019; 2) revisó las implicaciones que las tendencias recientes del mercado laboral y la inflación tendrían en los cálculos de la capacidad productiva de la economía; 3) incorporó los efectos que la Ley de Financiamiento habría tenido sobre la inversión, y 4) revisó los métodos utilizados para estimar la capacidad productiva y su utilización, además de añadir nuevas metodologías para tal efecto (Recuadro 1). La revisión a la baja del dato de población en edad de trabajar del *Censo* de 2018 frente al de 2005 fue compensada en 2019 por los flujos migratorios hacia el país. La observación de una tendencia creciente de la tasa de desempleo y otros fenómenos del mercado laboral desde 2014 sugiere que la contribución efectiva del factor trabajo a la capacidad productiva sería menor que la estimada anteriormente. En contraste, el efecto positivo de la Ley de Financiamiento sobre la inversión habría favorecido la acumulación de capital, elevando la capacidad productiva de la economía. Al incorporar estos elementos, el equipo técnico concluyó que su efecto neto fue una reducción de la estimación de la capacidad productiva en 2019 frente al informe anterior, lo cual llevó a una revisión al alza en la estimación del uso de dicha capacidad en ese año. En igual sentido apuntan algunas señales derivadas del comportamiento de la inflación y los precios de las subcanastas del IPC, las cuales implican una brecha del producto más cerrada, incluso cuando se considera el efecto de las presiones cambiarias y los choques de oferta observados en la economía. Con todo lo anterior, con respecto al informe de octubre se reestimó la brecha del producto y el crecimiento tendencial para 2019, de -1,0% a -0,7% y de 2,9% a 2,7%, respectivamente (Gráfico 2.25).

En 2020 y 2021 la economía colombiana crecería 3,3%, impulsada principalmente por la demanda interna.

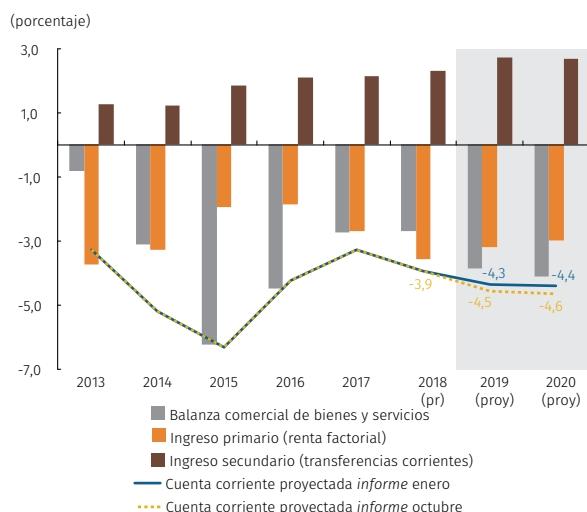
La inversión, que habría sido jalonada por la recuperación cíclica posterior al choque petrolero de 2014, mantendría un buen dinamismo, favorecida por un repunte de la inversión en construcción (principalmente en vivienda) que ayudaría a compensar la desaceleración estimada del gasto en maquinaria y equipo. Esta última se explica en parte por la moderación de los impactos positivos de la Ley de Crecimiento (que reemplazó a la Ley de Financiamiento). El consumo privado seguiría siendo favorecido por unas condiciones crediticias amplias, y por otros factores como las remesas y la inmigración, aunque en menor medida que en 2019. Debido a ello, el dinamismo de este componente del PIB debería moderarse en los próximos dos años, aunque continuaría creciendo a tasas superiores a las del PIB. A su vez, el consumo público seguiría reduciendo su dinámica, conforme con el cumplimiento de una meta fiscal más baja del balance del GNC con respecto a la de 2019. A lo anterior se sumaría el comienzo de los nuevos gobiernos locales

y regionales, que ha sido caracterizado por una desaceleración del gasto público debido a un menor dinamismo en la estructuración e implementación de proyectos de inversión pública y sus gastos asociados. Hacia 2021 el consumo público exhibiría tasas de crecimiento mayores en la medida en que aumenten los indicadores de ejecución de los gobiernos regionales y locales. Con todo esto se esperan tasas de crecimiento para la demanda interna inferiores al 4,0%, pero superiores a las del PIB.

La lenta recuperación de los socios comerciales no permite anticipar una expansión significativa de las exportaciones reales en el horizonte de pronóstico, mientras el crecimiento de las importaciones se moderaría en los próximos dos años. En 2020 y 2021 se espera que las ventas externas mantengan un ritmo de expansión bajo e inferior al del PIB debido a la debilidad que exhibiría la demanda externa. Ello, a pesar de los aumentos moderados en la producción de algunas materias primas exportadas por el país. Por su parte, se estiman tasas menores de crecimiento de la demanda por bienes transables debido, en parte, a la moderación esperada de la inversión en estos años. Además, el consumo de bienes durables podría registrar menores crecimientos como consecuencia de los posibles efectos de la depreciación acumulada del peso. Todo esto se reflejaría en un menor dinamismo de las importaciones que, sin embargo, continuarían creciendo a tasas superiores a las del PIB. El comportamiento esperado para las exportaciones y las importaciones reales implicarían una contribución menos negativa de la demanda externa neta al crecimiento en el horizonte de pronóstico.

En 2020 y 2021 los excesos de capacidad productiva continuarían reduciéndose. El pronóstico de crecimiento de la economía (3,3%) superaría al del producto tendencial, y con ello la brecha se cerraría en el transcurso de estos dos años. No obstante, existe una alta incertidumbre sobre la evolución futura del crecimiento tendencial por cuenta de los efectos que puedan tener el cambio demográfico y los estímulos fiscales a la inversión sobre los factores de producción y la productividad de los mismos.

Gráfico 2.26
Cuenta corriente anual y sus componentes como porcentaje del PIB



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

2.2.3 Balanza de pagos

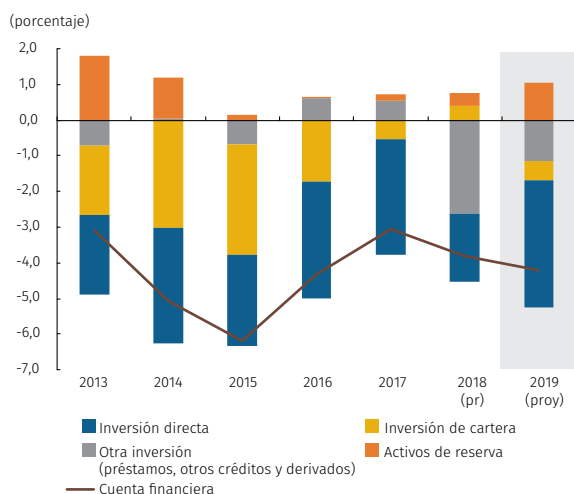
El déficit de la cuenta corriente se habría incrementado de 3,9% en 2018 a 4,3% del PIB en 2019, acorde con la mayor expansión de la demanda interna, la debilidad de los socios comerciales y los menores precios de exportación (Gráfico 2.26).

El buen desempeño del gasto de los hogares y de la inversión en maquinaria y equipo habrían impulsado las importaciones de bienes de consumo y de capital. Por su parte, los menores precios y producción de carbón, así como la reducción en la cotización internacional del crudo explicarían, en su mayoría, la caída de las exportaciones de bienes. Estos factores, sumados a la desaceleración de los socios comerciales, se habrían reflejado en el deterioro de la balanza comercial, el cual habría sido el principal determinante de la ampliación del déficit corriente en 2019. En contraste, la reducción de las utilidades de las empresas con capital extranjero y los mayores ingresos por remesas de trabajadores habrían mitigado dicha ampliación. La disminución en las utilidades habría sido el resultado de los menores precios de exportación de productos de origen

minero y petrolero, y del efecto de la depreciación del peso sobre las ganancias en dólares de las firmas enfocadas en el mercado interno. El déficit corriente como porcentaje del PIB para 2019 habría sido inferior en aproximadamente 0,2 pp al presentado en el informe de octubre, debido a las revisiones en los datos observados de comercio exterior y renta factorial, y a una mayor reducción estimada de las importaciones en el último trimestre del año.

En 2020 el déficit corriente se ubicaría alrededor del 4,4% del PIB, en un contexto en el cual la demanda interna seguiría registrando crecimientos por encima de los del producto. Para las importaciones de bienes se prevén ritmos de expansión anuales algo inferiores a los de 2019, debido a que se espera una moderación en el ritmo de crecimiento del gasto de los hogares y de la inversión, esta última con una recomposición a favor del sector no transable. En relación con las exportaciones, se estima un repunte modesto durante el año, inducido por el incremento en los precios y volúmenes de exportación del café y oro, mayores cantidades exportadas de petróleo y por una ligera recuperación de los socios comerciales de Colombia, factores que serían parcialmente compensados por la caída en los precios y las cantidades exportadas de carbón. Las mayores remesas de trabajadores y el ajuste a la baja de las utilidades de las empresas extranjeras continuarían contrarrestando la ampliación del desbalance externo. El déficit en cuenta corriente proyectado para 2020 (4,4%) sería menor que el previsto en el informe de octubre (4,6%), por cuenta de un panorama más favorable para los precios de los principales productos de exportación (con excepción del carbón).

Gráfico 2.27
Cuenta financiera y sus componentes como porcentaje del PIB



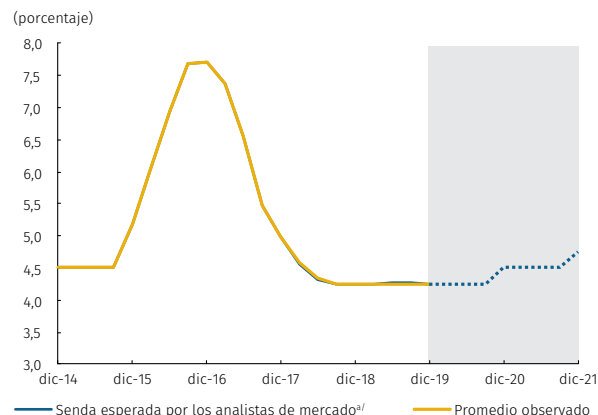
(pr): preliminar.
(proy): proyección.
Fuente: Banco de la República.

En 2019 y 2020 la inversión extranjera directa continuaría siendo la principal fuente de financiamiento externo, en un entorno de condiciones financieras internacionales favorables (Gráfico 2.27). Se espera que continúen los flujos de capital hacia empresas cuya actividad se concentra en el mercado interno, conforme al desempeño pronosticado del crecimiento económico durante estos dos años. Además, los ingresos de capital hacia el sector petrolero se mantendrían con el fin de sostener o aumentar los niveles de producción. Durante estos años el país conservaría el acceso a otras fuentes de financiamiento externo, tales como el endeudamiento y los flujos de portafolio, debido a que las tasas de interés internacionales se mantendrían relativamente bajas y las primas de riesgo se ubicarían por debajo de su promedio histórico.

2.2.4 Política monetaria y tasas de interés esperadas por los analistas

La senda de tasa de interés esperada por los analistas es similar a la senda implícita en el escenario central del equipo técnico para 2020 (Gráfico 2.28). De acuerdo con la encuesta de expectativas mensual realizada por el Banco de la República a mediados de enero, la respuesta mediana de los analistas sugiere que la tasa de interés de política cerraría 2020 en 4,50%. Lo anterior es coherente con el pronóstico planteado en el escenario central del equipo técnico, caracterizado por una brecha del producto negativa que se cierra

Gráfico 2.28
Tasa de interés de política promedio trimestral: observada y esperada por los analistas



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

en el horizonte de pronóstico, junto con tasas de inflación y expectativas de inflación superiores a la meta, pero que convergen cerca al 3% dentro del horizonte de pronóstico. Para 2021 la respuesta mediana de los analistas encuestados anticipa un incremento adicional de 25 pb hacia finales de dicho año. El momento, la magnitud y la velocidad de la normalización de la política monetaria estarán determinados principalmente por: 1) la dinámica de la demanda interna y la velocidad con que se cierre la brecha del producto, y 2) la evolución de las condiciones financieras externas, su efecto sobre la tasa de cambio y de esta sobre los precios.

Los principales riesgos del pronóstico macroeconómico pueden provenir de mayores presiones cambiarias ante un deterioro del contexto externo, de una reversión más lenta de los choques que afectaron los precios de los alimentos y de la incertidumbre sobre los determinantes de la capacidad productiva y sobre el uso de la misma. Deterioros en el contexto externo respecto al escenario central de pronóstico podrían verse reflejados en mayores presiones inflacionarias provenientes de la tasa de cambio. En segundo lugar, el escenario central recoge una senda de alimentos, en la cual los choques de oferta observados en 2019 se diluyen en el transcurso del año. Así, un posible riesgo consiste en que la disolución de estos choques sea más lenta que lo proyectado. En tercer lugar, la incertidumbre asociada a la evolución futura de las variables demográficas y de la inversión implica un riesgo sobre el pronóstico de la capacidad productiva. Por último, en este informe no se consideran efectos asociados con la reciente propagación del virus respiratorio originado en China.

03 / Situación económica actual

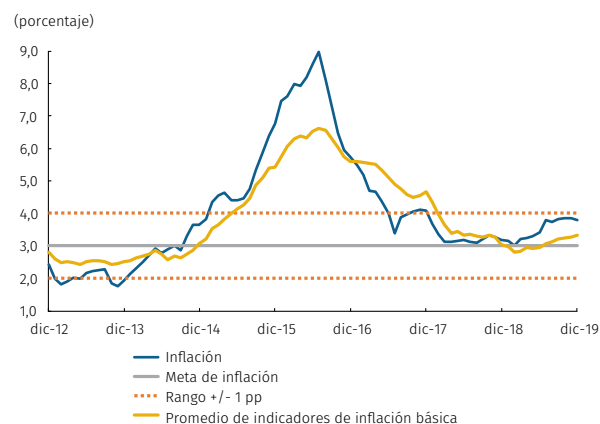
3.1 Comportamiento de la inflación y precios

En diciembre la inflación anual al consumidor se situó en 3,8%, un poco por debajo de lo previsto por el equipo técnico (Gráfico 3.1). Como se ha explicado en informes anteriores, el aumento de la inflación en los primeros tres trimestres del año fue el resultado de diferentes choques de oferta (que afectaron en mayor medida a los precios de los alimentos) y de la depreciación del peso. En línea con los pronósticos de los pasados dos Informes de Política Monetaria, a finales de 2019 los choques sobre los precios de los alimentos empezaron a diluirse, aunque algo más rápido que lo esperado, contribuyendo al quiebre en la tendencia alcista de la inflación que se observaba desde el primer trimestre. Esto, junto con descensos mayores a lo esperado en la variación anual del IPC de regulados, principalmente por el comportamiento en los precios de los combustibles y de la energía, compensaron las presiones alcistas originadas en la depreciación del peso. Por el contrario, el comportamiento de la demanda agregada habría contribuido con menores presiones a la baja sobre la inflación frente a lo estimado en informes anteriores, según se desprende de la reestimación de la brecha del producto presentada en este informe (Recuadro 1).

Como se esperaba, la inflación básica mantuvo una tendencia ascendente explicada, en parte, por presiones moderadas derivadas de la tasa de cambio y de la demanda agregada. En diciembre la variación anual del IPC sin alimentos ni regulados se situó en 3,1%, levemente por encima de lo previsto en el informe anterior (3,06%) y superior a lo observado a finales del tercer trimestre. Algo similar sucedió con los tres indicadores de inflación básica restantes y con el promedio de los cuatro indicadores que cerró el año en 3,3% (frente a 3,2% de septiembre). Todos los indicadores terminaron el año un poco por encima de la meta del 3,0%. Tanto transables como no transables ejercieron presiones alcistas sobre la inflación básica, aunque de manera moderada. La tendencia de esta inflación es consistente con una brecha del producto que se estima ha venido cerrándose desde 2018.

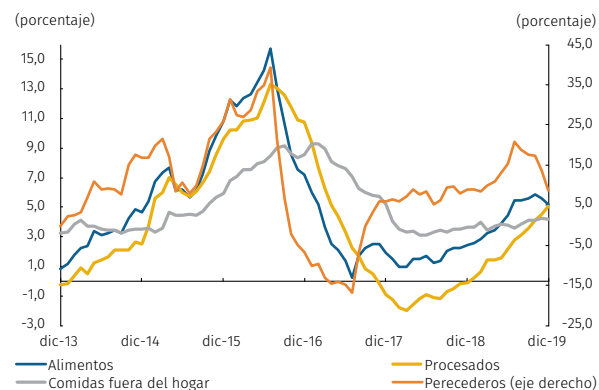
Las presiones alcistas sobre los precios de los alimentos comenzaron a ceder a partir de noviembre. El IPC de alimentos (incluidas comidas fuera del hogar) presentó en diciembre una variación anual del 5,2%, menor que la observada en septiembre (5,6%) y que la prevista en el informe de octubre (Gráfico 3.2). Esta reducción ha sido impulsada por el comportamiento de los alimentos perecederos, ya que los procesados y las comidas fuera del hogar siguieron ejerciendo presiones al alza. Desde el tercer trimestre los precios de los alimentos perecederos han presentado ajustes mensuales relativamente bajos o reducciones, permitiendo el descenso de la variación anual del IPC respectivo. Esta tendencia obedece, en parte, a la evolución normal del ciclo agrícola, pero también sugiere

Gráfico 3.1
IPC total y promedio de los indicadores de las canastas básicas
(variación anual)



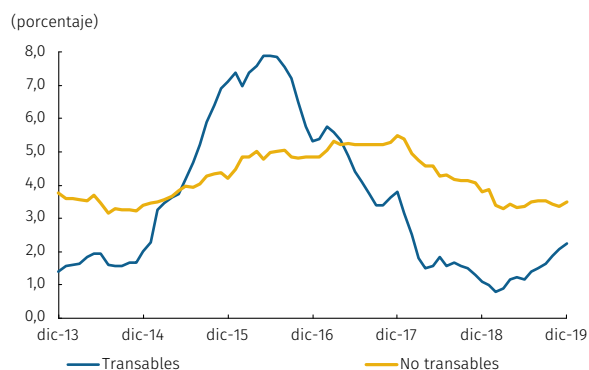
Fuentes: DANE y Banco de la República.

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



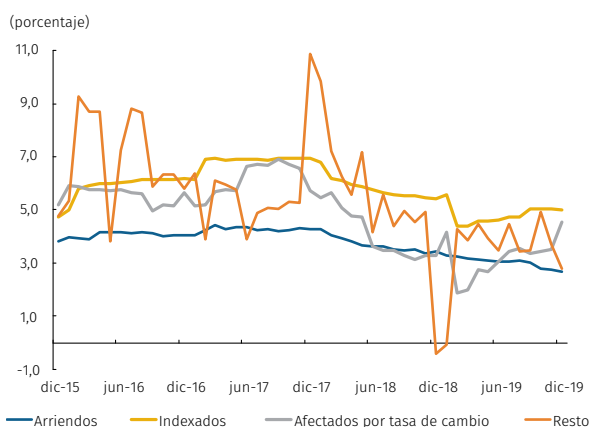
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

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



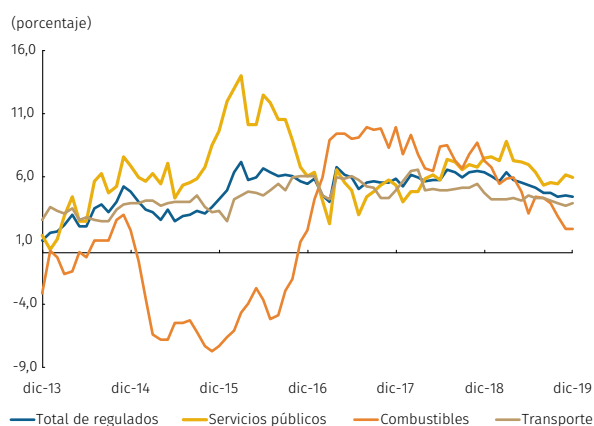
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.4
Componentes del IPC de no transables, sin alimentos ni regulados
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

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



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

que las presiones alcistas asociadas con factores climáticos (fenómeno de El Niño desde finales de 2018 y escasas lluvias en el segundo y tercer trimestre de 2019) estarían cediendo, en especial desde noviembre.

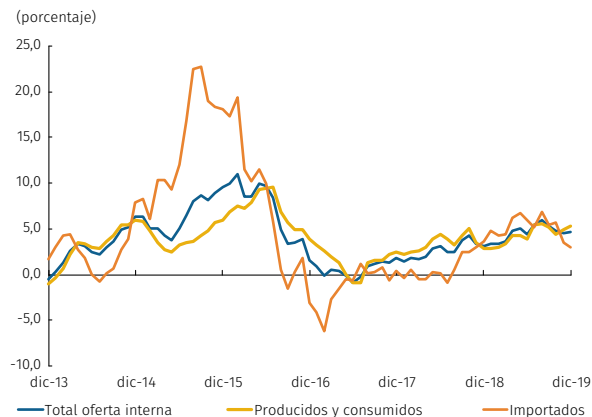
Los precios de los alimentos procesados siguieron afectados por la depreciación acumulada del peso y por algunos choques de oferta. Desde enero de 2019 se ha observado un aumento gradual de la variación anual del IPC de alimentos procesados, que a diciembre alcanzaba el 5,0% (Gráfico 3.2). Además del choque transitorio por cuenta de la introducción del impuesto plurifásico aplicado a las gaseosas, otros factores que estarían impulsando este indicador son el dinamismo de la demanda y el traspaso de la depreciación acumulada del peso a los precios de los alimentos de origen importado (aceite y cereales, principalmente). En el cuarto trimestre, además, se observó un incremento importante en los precios internacionales y el precio interno del arroz.

Acorde con la depreciación del peso y el dinamismo de la demanda, el ajuste anual del IPC de transables continuó aumentando en el cuarto trimestre. A diciembre la variación anual de esta canasta ascendió al 2,2%, superando un poco las expectativas del equipo técnico del Banco de la República. Desde finales del primer trimestre se observa en este indicador una tendencia creciente, aunque desde niveles muy bajos, que obedecería a una transmisión moderada de la depreciación acumulada del peso y, más recientemente, al dinamismo del consumo. De todas maneras, la tendencia alcista ha sido gradual y la variación anual sigue siendo relativamente baja e inferior a la meta, en un contexto en el que la brecha del producto se mantiene en terreno negativo, a pesar del dinamismo reciente de la demanda (Gráfico 3.3).

El dinamismo de la demanda también estaría relacionado con una variación anual del IPC de no transables que, a diciembre, fue levemente superior a lo pronosticado. En la segunda mitad del año, dicho indicador se sostuvo en niveles un poco superiores a los previstos y a los observados en el primer semestre. Para diciembre se observó un aumento no esperado que situó el indicador en 3,5% (Gráfico 3.3), el cual estuvo relacionado con incrementos en los servicios fijos de televisión, internet y telefonía, y con tasas de ajustes relativamente altas en rubros asociados al turismo, lo cual se corresponde con el dinamismo que exhibe este segmento del consumo. Estas presiones alcistas han sido atenuadas por el descenso gradual (al 2,7% en diciembre) de la variación anual del IPC de arriendos (Gráfico 3.4), el cual, por su parte, es consistente con las señales de debilidad que ha seguido mostrando el mercado inmobiliario.

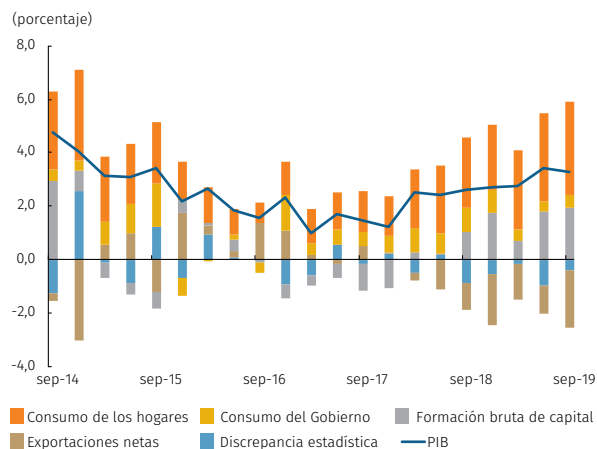
Menores ajustes anuales del precio de la gasolina y del transporte siguieron haciendo posible el descenso en la variación anual de regulados. La variación anual de los precios regulados continuó siendo relativamente alta en el cuarto trimestre (4,5% en diciembre), pero mantuvo una tendencia decreciente (Gráfico 3.5), situándose por debajo de lo previsto en el informe de octubre (4,6%). Buena parte de este descenso a lo largo del año se atribuye a los bajos ajustes que se registraron en

Gráfico 3.6
IPP por procedencia
(variación anual)



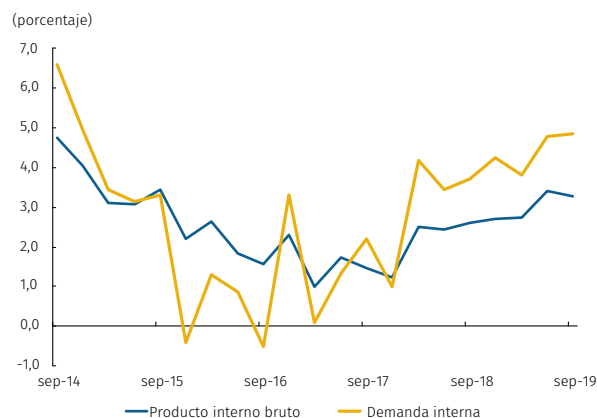
Fuente: DANE.

Gráfico 3.7
PIB trimestral por el lado del gasto^{a/}
(variación anual y contribuciones)



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

Gráfico 3.8
PIB y demanda interna trimestral^{a/}
(variación anual)



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

el precio interno de los combustibles. Dicha estabilidad, a su vez, se explica por un precio del petróleo que en promedio fue inferior en 2019 frente al observado en 2018 y que compensó las presiones alcistas originadas en la depreciación del peso. Como se esperaba, en el cuarto trimestre las tarifas de servicios públicos continuaron ajustándose a tasas anuales altas, aunque en el caso de la energía eléctrica las alzas han tendido a ser menores que las previstas en informes anteriores.

Durante el cuarto trimestre se moderaron las presiones inflacionarias provenientes de los costos no laborales. La tendencia alcista que presentaba la variación anual del índice de precios al productor (IPP) de oferta interna se interrumpió a partir de septiembre (5,3%), cuando dicho indicador empezó a descender, cerrando 2019 en 4,7% (Gráfico 3.6). En el último trimestre del año cedieron las presiones alcistas originadas en el IPP de importados, cuya variación anual terminó 2019 en 3,0% frente al 5,5% de un trimestre atrás. Este descenso se concentró en los precios de productos de la minería, metalúrgicos, de papel y químicos. En contraste, el ajuste anual del IPP de producidos y consumidos localmente pasó de 5,2% en septiembre a 5,4% en diciembre. Los precios al productor local han sido impulsados a lo largo del año por el dinamismo del consumo interno, los choques climáticos, las alzas en impuestos indirectos y por algunos cierres viales.

3.2. Crecimiento y demanda interna

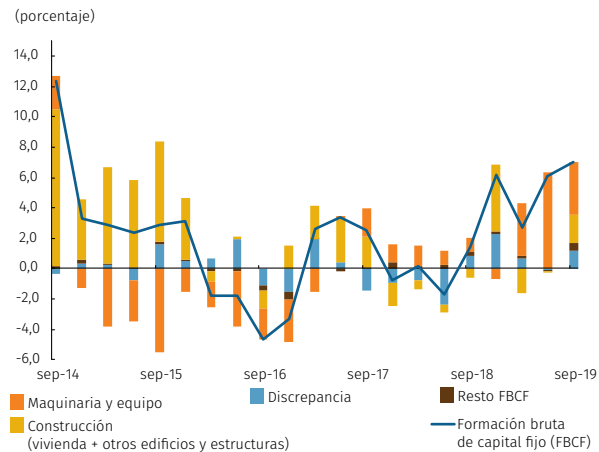
3.2.1 El PIB por el lado del gasto

En el tercer trimestre de 2019 la economía colombiana sostuvo un crecimiento similar al del segundo, acorde con lo previsto por el equipo técnico. Según las cifras publicadas por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), en dicho período el PIB corregido por estacionalidad y por efecto calendario registró una expansión anual del 3,3%, ligeramente por encima de la proyectada en el pasado *Informe de Política Monetaria* (3,2%) y cercana a la del promedio para el primer semestre del año (3,1%) (Gráfico 3.7). La expansión trimestral fue del 0,6%, lo que representó una desaceleración frente al segundo trimestre del año (1,3%). En su serie original el PIB también registró un crecimiento anual del 3,3% (frente al 3,0% del segundo trimestre de 2019).

La demanda interna continuó expandiéndose a una tasa mayor que la del PIB. La serie desestacionalizada de este agregado registró un crecimiento del 4,8% en el tercer trimestre de 2019, cifra igual a la expansión del segundo trimestre (Gráfico 3.8). El consumo de los hogares y la inversión en maquinaria y equipo fueron los componentes más dinámicos del gasto.

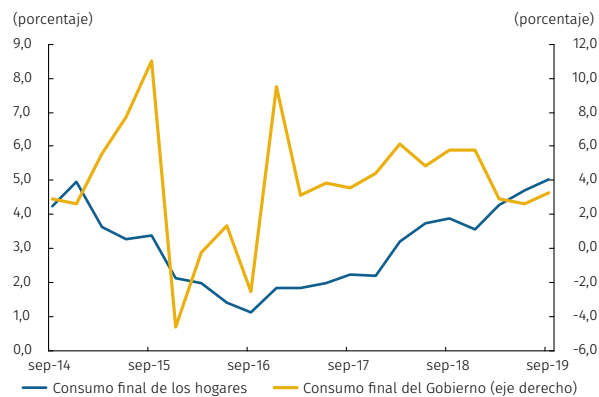
La formación bruta de capital fijo (FBCF) se aceleró y su crecimiento estuvo explicado, principalmente, por el comportamiento de la inversión en maquinaria y equipo y en otros edificios y estructuras (Gráfico 3.9). Durante el tercer trimestre de 2019 la FBCF se expandió a una tasa anual del 7,0%, superior al 6,1% del segundo trimestre. La inversión en maquinaria

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



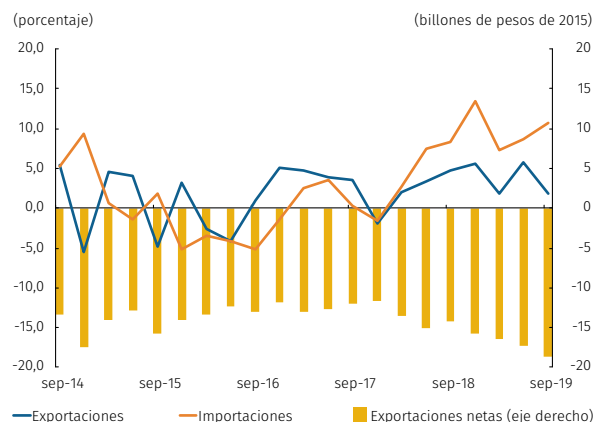
a/ Series desestacionalizadas y ajustadas por efecto calendario.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

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



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

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



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

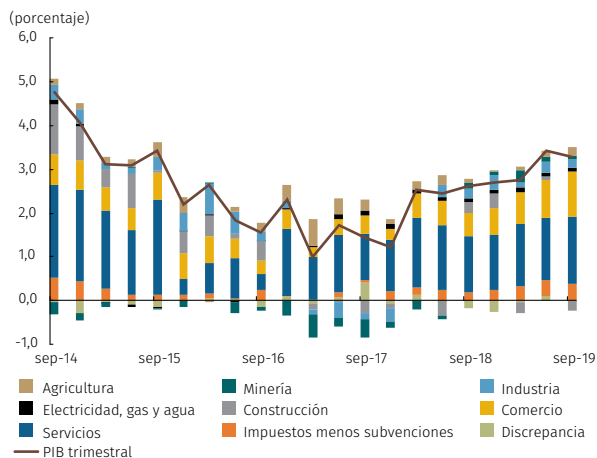
y equipo continuó creciendo a tasas de dos dígitos, aunque se desaceleró frente a los registros del segundo trimestre, y entre trimestres su nivel cayó 4,5%. Este comportamiento estuvo acorde con lo esperado por el equipo técnico del Banco, que anticipaba que la fuerte expansión del segundo trimestre tendría un componente transitorio al estar, en parte, asociado con la modernización de algunas flotas de transporte masivo y con las compras de aeronaves. En contraste, la inversión en otros edificios y estructuras (que incluye obras civiles) se aceleró, al crecer 6,6% (frente al 5,3% del trimestre anterior), jalonada por la ejecución de proyectos viales de cuarta generación (4G). La inversión en vivienda continuó su proceso de recuperación, principalmente de la mano del segmento de interés social (VIS). No obstante, el renglón continuó reportando tasas anuales de crecimiento que permanecen en terreno negativo (-3,8%), aunque significativamente menores que las de un trimestre atrás (-9,6%). Finalmente, a la expansión de la FBCF también contribuyó el importante dinamismo del renglón de recursos biológicos y cultivados, que en el tercer trimestre creció a una tasa cercana al 20%.

El consumo continuó mostrando un fuerte dinamismo, acelerándose tanto en el componente privado como en el público (Gráfico 3.10). Con la cifra de septiembre se completan tres trimestres en los que el consumo de los hogares ha crecido a tasas anuales superiores al 4%, desempeño que no se observaba desde 2014. Nuevamente, el crecimiento del consumo de servicios, el cual se aceleró en términos anuales, tuvo la mayor contribución a la expansión del consumo privado. Por su parte, aún con lo proyectado, el consumo de bienes durables se desaceleró tanto en variaciones anuales como trimestrales. El comportamiento del gasto de los hogares sucedió en un contexto de amplias condiciones de crédito, a tasas de interés reales en niveles bajos (sección 3.3). El incremento de las remesas, que en pesos reales crecieron 18,4%, junto con la inmigración proveniente de Venezuela, son factores que también habrían contribuido al dinamismo del consumo de los hogares. Por su parte, el consumo público se aceleró, al crecer un 3,3% anual, de acuerdo con lo previsto por el equipo técnico, dados los niveles de ejecución presupuestal. Sin embargo, la expansión de este componente continúa por debajo de la registrada durante 2018 (5,6%).

Las exportaciones reales perdieron dinamismo después del buen dato del segundo trimestre. En el tercer trimestre el crecimiento anual de este rubro del PIB en la serie desestacionalizada fue del 1,8%, cifra por debajo del registro del segundo trimestre (5,7%) (Gráfico 3.11). La importante expansión trimestral de las ventas externas observada en el segundo trimestre (3,5%), que el equipo técnico anticipaba como transitoria, en efecto se revirtió parcialmente en el tercero, período en el cual cayeron 1,2%.

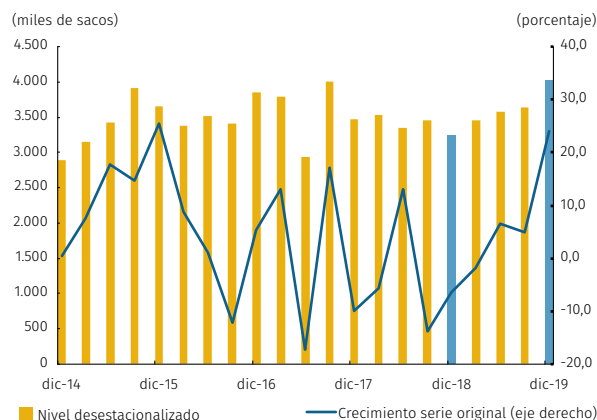
Las importaciones reales crecieron a tasas de dos dígitos, acelerándose frente a los registros del segundo trimestre. Su expansión anual en el período julio-septiembre fue del 10,7%, cifra afectada por una baja base de comparación (Gráfico 3.11). No obstante, en términos de crecimiento trimestral, las importaciones se desaceleraron, comportamiento consistente con

Gráfico 3.12
PIB trimestral por el lado de la oferta^{a/}
 (variación anual y contribuciones)



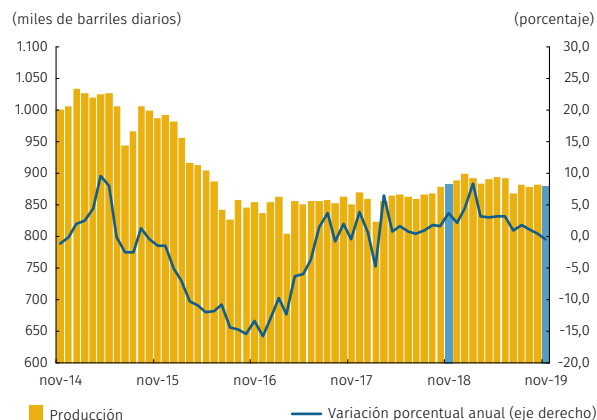
a/ Series desestacionalizadas y ajustadas por efecto calendario.
 Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.13
Producción de café
 (trimestral y variación anual)



Fuente: Federación Nacional de Cafeteros; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.14
Producción de petróleo
 (mensual y variación anual)



Fuente: ANH; cálculos del Banco de la República.

la dinámica del componente de la demanda interna intensiva en bienes importados. Al contemplar lo anterior, el aporte de las exportaciones netas al crecimiento del PIB se hizo más negativo en el tercer trimestre.

3.2.2 El PIB por el lado de la oferta e indicadores sectoriales

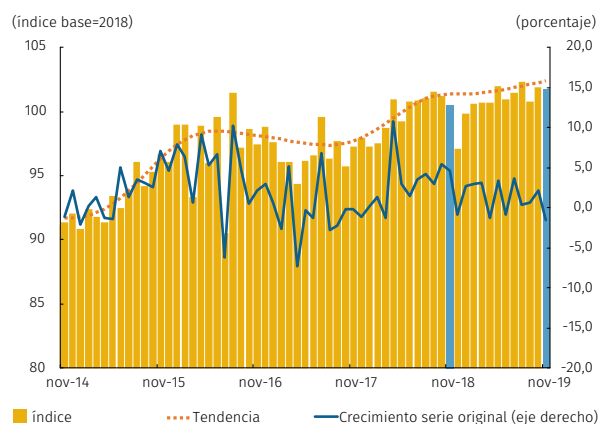
El crecimiento anual del tercer trimestre estuvo impulsado, fundamentalmente, por el sector de comercio, reparación, transporte y alojamiento, y las actividades financieras y de seguros. Estos dos sectores explicaron 1,4 pp de la expansión total del 3,3% durante el tercer trimestre (Gráfico 3.12). Las actividades financieras y de seguros se expandieron a una tasa significativamente alta (7,4%), superior a la proyectada y favorecida por el comportamiento de la cartera y los rendimientos de portafolio. A su vez, el comercio, reparación, transporte y alojamiento registró su mayor tasa de crecimiento desde 2014 (6,1%), donde las subramas de comercio al por mayor y por menor, y el alojamiento y servicios de comida fueron las que más contribuyeron a esta buena dinámica. Las cifras de la *Encuesta mensual de comercio al por menor*, del bimestre octubre-noviembre, muestran que las ventas reales del comercio minorista continuaron con un buen ritmo de crecimiento, aunque menor que en el tercer trimestre, en parte por los efectos adversos del paro.

El sector de la construcción y el de información y comunicaciones fueron los únicos que presentaron tasas de variación anual negativas. El valor agregado de la construcción se contrajo anualmente 2,9%, en particular por la pronunciada caída del renglón de edificaciones residenciales y no residenciales (-11,1%), que no logró ser compensada por el dinamismo de la construcción de obras civiles (12,5%). Las cifras del *Censo de edificaciones* en sus componentes VIS y no VIS evidenciaron una mejor dinámica en el primero durante el tercer trimestre, donde los renglones de nuevas áreas y áreas que reinician proceso de construcción contribuyeron de forma positiva; sin embargo, la variación del área en proceso del segmento no VIS se mantuvo en terreno negativo. Por otra parte, el valor agregado del sector de información y comunicaciones se redujo en 0,4%, debido a una menor demanda por estos servicios y a problemas operativos con algunos proveedores de telefonía.

En el tercer trimestre el crecimiento del sector agropecuario se aceleró. La variación anual del sector fue del 3,0% (frente a 2,1% en el segundo trimestre) explicada, especialmente, por la expansión del renglón de cultivos (3,5%). En ellos, la producción de café creció 4,9% durante el tercer trimestre y 24,1% durante el cuarto, recuperándose del choque climático adverso de la segunda mitad de 2018 (Gráfico 3.13). La subrama de ganadería también se aceleró tanto en tasas de crecimiento anual como trimestral, a pesar de los efectos negativos del cierre de la vía al Llano.

La minería continuó registrando un crecimiento bajo, debido a la lenta expansión de la producción de petróleo y a la caída de la de carbón. Durante el tercer trimestre la producción de petróleo se expandió a una tasa promedio del 1,4%, desacelerándose frente al 3,2% del segundo trimestre, debido a problemas asociados con el orden público (Gráfico 3.14). Esto se reflejó en

Gráfico 3.15
Índice de producción industrial real
(serie desestacionalizada, componente tendencial y
variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

un crecimiento anual más bajo en el renglón de extracción de petróleo y gas natural. La extracción de carbón continuó contrayéndose en el tercer trimestre, consecuencia de la menor demanda mundial por este mineral y de los factores adversos en los procesos de exploración y explotación. Las cifras del bimestre octubre-noviembre indican que la producción promedio de crudo aumentó en el margen, aunque continúa con crecimientos anuales bajos.

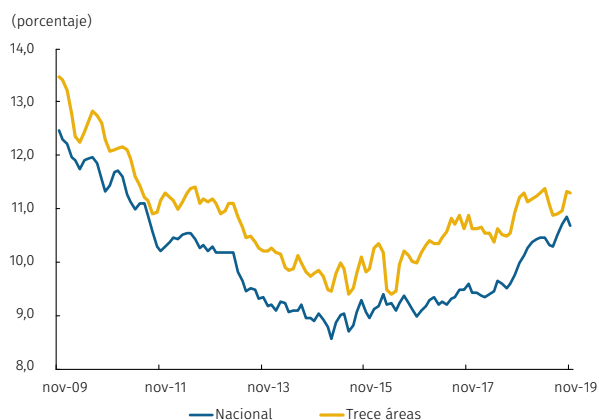
La industria manufacturera se desaceleró en este período. La expansión anual del valor agregado en este sector pasó del 2,1% en el segundo trimestre al 1,7% en el tercero. Las mayores contribuciones a esta desaceleración se registraron en los segmentos de fabricación de maquinaria y equipo, y fabricación de vehículos automotores. En contraste, el renglón de elaboración de productos alimenticios y bebidas fue el que más aportó a la dinámica del tercer trimestre, con un crecimiento anual del 3,6%, mientras que la refinación de petróleo continuó contrayéndose en variaciones anuales (-1,9%). Las cifras de producción industrial del bimestre octubre-noviembre, provenientes de la *Encuesta mensual manufacturera* del DANE (Gráfico 3.15), apuntan a una dinámica algo menor para el último trimestre del año.

3.3 Mercado laboral¹¹

El mercado laboral continuó con su lento deterioro, sobre todo en las zonas rurales. Durante el trimestre móvil terminado en noviembre de 2019, la tasa de desempleo (TD) para el total nacional mantuvo una tendencia creciente y con niveles relativamente mayores a los observados un año atrás. Esta tendencia ha sido más marcada en el caso de las zonas rurales y otras cabeceras que en el de las trece áreas metropolitanas (Gráfico 3.16). En los últimos meses el aumento de la TD de las zonas rurales ha sido el resultado de una caída en la tasa de ocupación (TO), la cual fue parcialmente mitigada por una reducción en la oferta laboral (TGP), sobre todo por parte de los trabajadores secundarios, en particular jóvenes sin educación superior, quienes durante este período han pasado a la inactividad. Por su parte, en las trece principales zonas urbanas, la TD se ha mantenido relativamente estable, aunque en niveles superiores a los de 2018.

Las cifras de la Gran encuesta integrada de hogares (GEIH) del DANE muestran una caída de los ocupados en el total nacional. Esto obedece principalmente a una contracción del número de ocupados rurales en el sector agrícola, cuyo retroceso en los últimos meses se ha concentrado en unidades no especializadas con producciones diversas y de pequeña escala. Sumado a esto, se ha observado una caída del empleo en el sector manufacturero. La generación de empleo se concentró en las actividades económicas de construcción y de servicios,

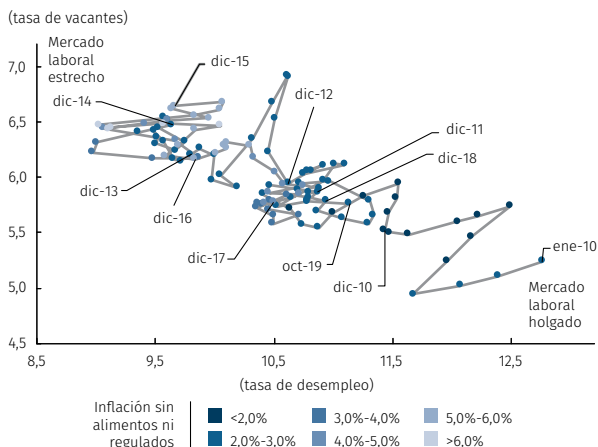
Gráfico 3.16
Tasa de desempleo
(trimestre móvil desestacionalizado)



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

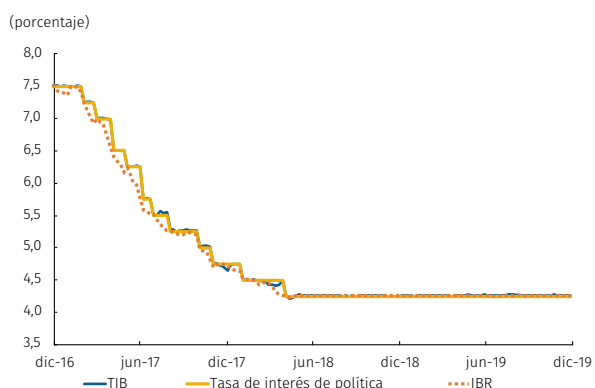
11 Para un análisis más detallado de la reciente evolución del mercado laboral, lo invitamos a consultar el *Reporte del Mercado Laboral* del Banco de la República, disponible en: <http://www.banrep.gov.co/es/reporte-mercado-laboral>

Gráfico 3.17
Curva de Beveridge para las 7 ciudades principales



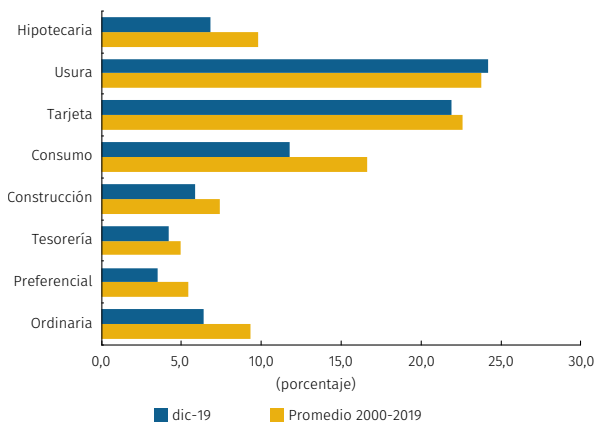
Notas: series desestacionalizadas. Trimestre móvil. Se usa la tasa de vacantes estimada por la metodología de contrataciones de la GEIH, véase Morales, L. F., & Lobo, J. (2017). *Estimating Vacancies from Firms' Hiring behavior: The Case of a Developing Economy*. Borradores de Economía, núm 1017. Fuentes: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.18
Tasa de política, TIB e IBR^{a/}
(datos semanales)



a/ TIB: tasa interbancaria. IBR: indicador bancario de referencia. Tasa de política: repo. Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

Gráfico 3.19
Tasas de interés reales del crédito bancario en moneda nacional
(deflactado con IPC sin alimentos)



Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y DANE; cálculos del Banco de la República.

y esto ha sucedido tanto en el total nacional como en las trece ciudades metropolitanas más importantes.

En la segunda mitad del año, las grandes áreas urbanas continuaron mejorando su calidad del empleo. El aumento reciente de la ocupación en las zonas urbanas se concentró en el empleo asalariado y formal, mientras que el empleo no asalariado e informal presentó reducciones anuales. Sumado a esto, continuó el crecimiento anual de los ingresos laborales reales. El ingreso real de los no asalariados, el cual venía cayendo, volvió a crecer; por su parte, el de los asalariados mantuvo su crecimiento anual, y su comportamiento se explica por la incidencia del salario mínimo sobre los ocupados asalariados sin educación superior.

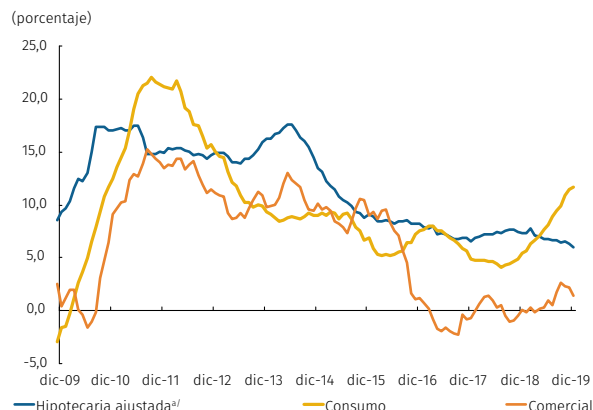
El mercado laboral se mantiene holgado y la estimación de la brecha de desempleo sigue siendo positiva, por lo que no constituye una fuente de presiones inflacionarias, según lo sugieren unos incrementos de los ingresos laborales reales inferiores al crecimiento de la productividad media laboral y al comportamiento de las vacantes y el desempleo. La productividad laboral, medida como la razón producto real sobre el número total de horas trabajadas, creció más que los ingresos laborales reales, debido principalmente al buen dinamismo del PIB durante el tercer trimestre del año. Adicionalmente, con información a octubre de 2019, el indicador de estrechez del mercado laboral, definido como la razón entre vacantes sobre el número de desempleados, sigue registrando una tendencia decreciente, lo que sugiere un mercado laboral que se mantendría holgado. Al ubicar estos datos en la curva de Beveridge (Gráfico 3.17), en la que se relaciona la tasa de vacantes con la tasa de desempleo, se evidencia que el mercado laboral se sitúa alrededor de un punto medio en el que no debería generar presiones inflacionarias.

3.4 Mercado monetario y financiero

Las tasas de interés del mercado monetario se mantuvieron cercanas a la tasa de política (Gráfico 3.18). La tasa interbancaria (TIB) y el indicador bancario de referencia *overnight* (IBR) a un mes estuvieron estables en niveles muy próximos a la tasa de política, registrando promedios en el último trimestre de 2019 entre 4,25% y 4,26%. El IBR a tres meses también estuvo nivelado con la tasa de política, y el IBR a seis meses se situó 5 pb por arriba.

En el cuarto trimestre las tasas de interés reales de colocación del sistema bancario continuaron bajas en un entorno de amplia disponibilidad de crédito (Gráfico 3.19). En dicho período las tasas de interés nominales de los créditos destinados a consumo tendieron a estabilizarse, luego de dos trimestres con tendencia decreciente. Al finalizar 2019, en términos reales la tasa de interés de los préstamos de consumo se situó en 11,8%, cifra inferior en 4,9 pp al promedio calculado desde el año 2000. Las tasas de interés comerciales reales disminuyeron y a diciembre de 2019 las de los créditos preferenciales (3,5%) y ordinarios (6,4%) fueron

Gráfico 3.20
Cartera bruta real en moneda nacional
(crecimiento real, deflactor IPC sin alimentos)



a/ Cartera bancaria más titularizaciones.

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

Gráfico 3.21
Consumo semidurable y durable y desembolsos de crédito de consumo^{a/}
(variación real anual, datos trimestrales)



a/ Los desembolsos incluyen tarjeta de crédito. Los desembolsos son suavizados de orden 2.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y DANE; cálculos del Banco de la República.

menores en 1,9 pp y 2,9 pp frente a sus promedios, respectivamente.

El crédito bancario real en moneda nacional se aceleró debido al comportamiento de los préstamos dirigidos a consumo, mientras que la cartera comercial continuó con crecimientos bajos (Gráfico 3.20). A final de 2019 el crédito a los hogares aumentó su crecimiento real anual hasta 9,9%, comportamiento liderado por los recursos destinados a consumo. La fuerte competencia en la oferta de crédito del sistema bancario, principalmente en préstamos de consumo sin libranza, ha contribuido a la mayor dinámica del gasto de los hogares en bienes durables y semidurables (Gráfico 3.21). Por su parte, en el último trimestre se observó una desaceleración de la cartera comercial bancaria. Sin embargo, cuando se adiciona a esta última el fondeo con emisión de bonos en el mercado local y el financiamiento externo directo, esta cifra agregada sugiere que el crecimiento del endeudamiento de las empresas grandes se mantuvo en el cuarto trimestre.

Las condiciones financieras son favorables en un contexto de tasas de interés bajas y disponibilidad de crédito. Las entidades bancarias registraron mejoras en sus indicadores de calidad de crédito y reducciones de la cartera vencida comercial. Adicionalmente, mantuvieron un cubrimiento alto en todas las modalidades de cartera y continúan con solidez patrimonial, factores favorables para la oferta de crédito a tasas de interés bajas. Para los próximos trimestres los resultados de la *Encuesta de crédito* aplicada a los intermediarios financieros sugieren que las nuevas disponibilidades se destinarían preferiblemente a crédito, que no perciben cuellos de botella para atender una mayor demanda de préstamos y no prevén endurecer los requerimientos para la aprobación de desembolsos. El resultado a enero de 2020 de la *Encuesta de expectativas económicas* también indica un entorno favorable de financiamiento por parte de los demandantes de crédito, en donde se percibe una alta disponibilidad de recursos para este fin.

Recuadro 1

Nuevas estimaciones del PIB potencial (tendencial) y la brecha del producto en Colombia

Leonardo Bonilla Mejía
José David Pulido*

Una de las variables más relevantes para la toma de decisiones de política monetaria es el producto interno bruto (PIB) potencial, que mide la máxima cantidad de bienes y servicios que puede producir una economía sin generar presiones inflacionarias¹. La brecha del producto, definida como la diferencia porcentual entre el PIB observado y el PIB potencial, le permite a los formuladores de política diagnosticar la existencia de dichas presiones inflacionarias. Cuando la demanda agregada es inferior a la capacidad de producción, la brecha es negativa, lo cual puede resultar en mayor holgura en el mercado laboral y menor inflación. Al contrario, durante los períodos en que la brecha es positiva se espera un mercado laboral más estrecho y aumentos en la inflación.

Una de las dificultades prácticas de la política monetaria es que el PIB potencial no es una medida observable. Su estimación depende de diferentes metodologías estadísticas y económicas que permiten inferir su nivel y tendencia. Dado que cada método tiene supuestos y restricciones e incorpora incertidumbre, siempre habrá un margen de error en la estimación del PIB potencial. Adicionalmente, como no hay un único criterio para escoger entre los distintos modelos disponibles, en la práctica la medida de esta variable se construye combinando los resultados de varias metodologías.

En este *Informe de Política Monetaria* se amplían y actualizan las metodologías existentes para calcular el PIB potencial y la brecha del producto, y se incorporan los cálculos del nuevo censo de población, los efectos de la migración reciente desde Venezuela y el impacto de la Ley de Financiamiento sobre los factores productivos.

El nuevo conjunto de modelos parte de seis metodologías ampliamente utilizadas en la literatura económica especializada. Estas incluyen un modelo de contabilidad de crecimiento (función de producción), un modelo estadístico (filtro Hodrick-Prescott univariado) y cuatro modelos

semiestructurales que tienen en cuenta diferentes aspectos de la estructura de la economía y de los mercados de bienes y laboral. Una breve descripción de cada metodología se presenta al final del recuadro.

Hay dos innovaciones importantes con respecto a las metodologías usadas previamente. La primera es la inclusión de dos modelos nuevos en el conjunto de los semiestructurales, denominados aquí como *Ley de Okun* y *4GM libre*, que incorporan aspectos claves de la economía colombiana. Por un lado, el primer modelo tiene en cuenta la concomitancia entre el mercado laboral y el de bienes mediante la inclusión de una relación explícita entre el nivel de la actividad económica y la tasa de desempleo (conocida como Ley de Okun, de donde deriva su nombre), y estima simultáneamente un PIB potencial y una tasa de desempleo no aceleradora de la inflación (Nairu, por su sigla en inglés). Por su parte, el modelo *4GM libre*, que hace parte de los modelos centrales de pronóstico de política monetaria (véase Banco de la República, 2019a), incorpora una desagregación de cuatro subcanastas del índice de precios al consumidor (IPC: alimentos, regulados, transables y no transables) y sus correspondientes relaciones con las brechas del producto y de tasa de cambio real, lo que proporciona una comprensión más detallada de los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

La segunda innovación tiene que ver con la actualización del modelo de función de producción. En primer lugar, se actualizaron las series de población de acuerdo con los resultados del *Censo nacional de población y vivienda* de 2018 y de la evolución del fenómeno migratorio que se refleja en la *Gran encuesta integrada de hogares* (GEIH), ambas investigaciones del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE). El Gráfico R1.1 compara los niveles y crecimientos anuales de la serie de la población en edad de trabajar (PET), que se incorporaba anteriormente, con los de la nueva serie actualizada. Por un lado, en el panel A se aprecia que la serie actualizada registra un crecimiento menor de la PET antes del fenómeno migratorio y una posterior aceleración de su expansión por cuenta de la migración. Por otro lado, en el panel B se observa que ambas series en niveles coinciden entre finales de 2018 e inicios de 2019. Así, los efectos en los cálculos de los cambios poblacionales reflejados en el Censo y los provenientes de la migración se han compensado de tal forma que el nivel de la PET a 2019 es muy similar a lo estimado anteriormente.

En segundo lugar, se actualizó la estimación de la Nairu a partir de una batería de cinco modelos cuyos resultados se vienen presentando en el *Reporte del Mercado Laboral* del Banco de la República y del modelo *Ley de Okun* (para más detalles véase la segunda sección de este recuadro). El Gráfico R1.2 muestra el resultado de la estimación de esta variable junto con la tasa de desempleo urbana², que da cuenta tanto de una leve tendencia al alza de la Nairu en los últimos años como de una tasa de desempleo que se mantiene por encima de esta, indicando la presencia de

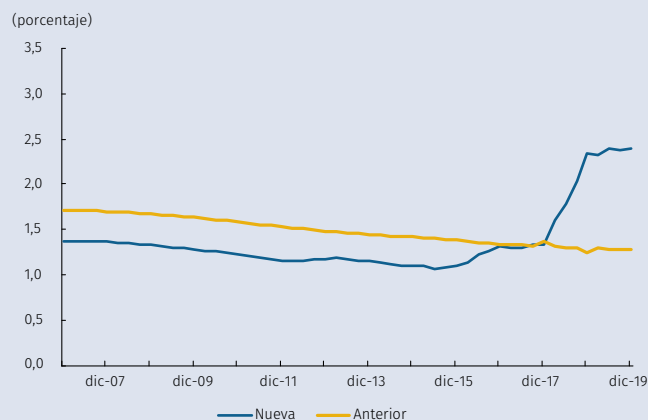
* Los autores son, respectivamente, investigador e investigador júnior del Grupo de Análisis del Mercado Laboral de la Subgerencia de Política Monetaria e Información Económica. Agradecemos los valiosos comentarios de Hernando Vargas, Juan José Ospina y Carlos Huertas. Las opiniones no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

1 No confundir con el crecimiento de estado estacionario de la economía, al cual se converge en el largo plazo. Todos los modelos se calibran con un crecimiento de estado estacionario de 3,3%.

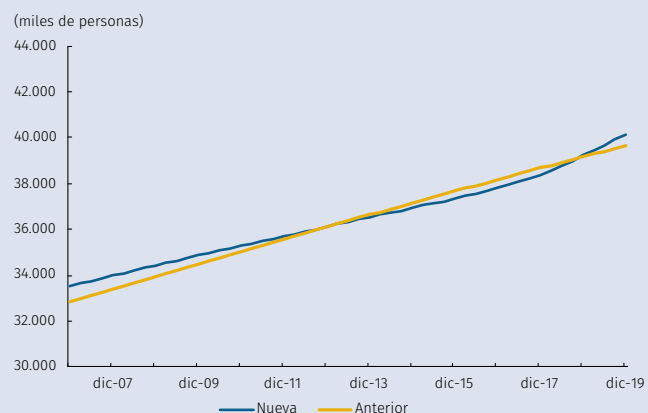
2 En particular, para la estimación de la Nairu se utiliza la tasa de desempleo de las 7 ciudades principales, por su mayor disponibilidad histórica.

Gráfico R1.1
Actualización de las series de población en edad de trabajar en el modelo de función de producción

A. Crecimiento anual



B. Niveles



Nota: Los actuales cálculos de la PET son consistentes con las cifras censales del total nacional, mientras que la serie anterior de la PET provenía directamente de la GEIH del DANE, la cual no es representativa del territorio nacional. Esto produce un menor nivel de la anterior serie hasta 2012.
Fuente: cálculos del Banco de la República.

Gráfico R1.2
Tasa de desempleo urbana (7 ciudades) y estimación de la NAIRU (promedio 6 modelos) (trimestral desestacionalizada)



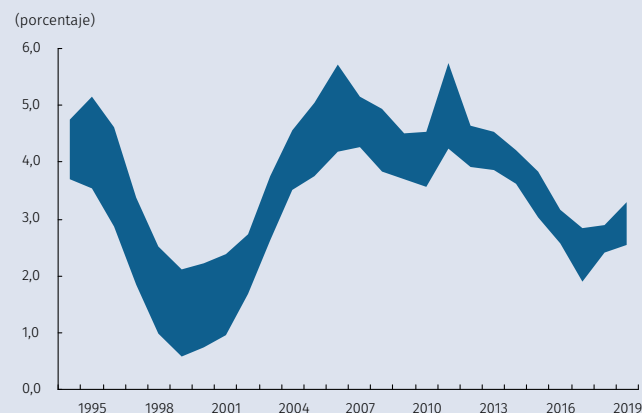
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

bajas presiones inflacionarias desde el mercado laboral³. Finalmente, se modificó la especificación del modelo para incorporar cambios en la composición de la mano de obra por nivel de escolaridad, ampliando el número de trabajadores por una medida de capital humano.

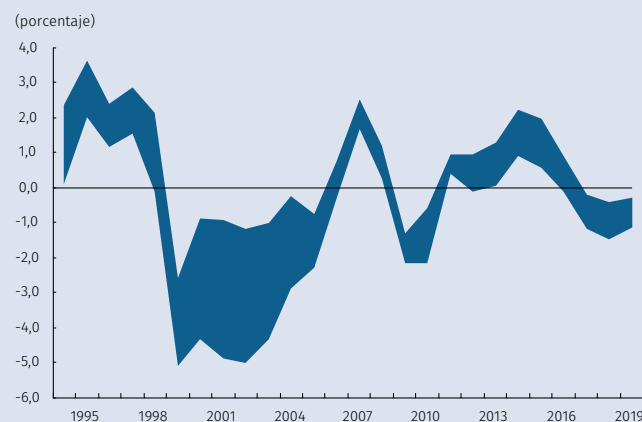
El Gráfico R1.3 muestra la evolución temporal del valor mínimo y el máximo de las estimaciones del conjunto de seis modelos para el crecimiento del PIB potencial y la brecha de producto entre 1994 y 2019. Desde 2017 se estima una brecha del producto negativa, pero que tiende a cerrarse en los dos últimos años. El Cuadro R1.1 muestra el valor de dichas estimaciones para 2019, las cuales sugieren un crecimiento del PIB potencial en un rango entre 2,53 y 3,29, con una brecha del producto que estaría entre -1,11 y -0,26.

Gráfico R1.3
Evolución temporal de las distintas estimaciones del PIB potencial y brecha del producto

A. Crecimiento del PIB potencial: valor máximo y mínimo de las estimaciones



B. Brecha del producto (media de las estimaciones)



Fuente: cálculos del Banco de la República.

3 Para el tercer trimestre de 2019 los modelos estiman una Nairu en un rango entre 9,3% y 11,4%. Las distintas medidas de Nairu disponibles se evaluaron en términos de bondad de ajuste y poder predictivo sobre curvas de Phillips de salarios e inflación de no transables. Los resultados del ejercicio no son concluyentes a favor de una sola medida, por lo que se prefiere el promedio de éstas.

Cuadro R1.1
Estimaciones del PIB potencial y la brecha del producto para 2019

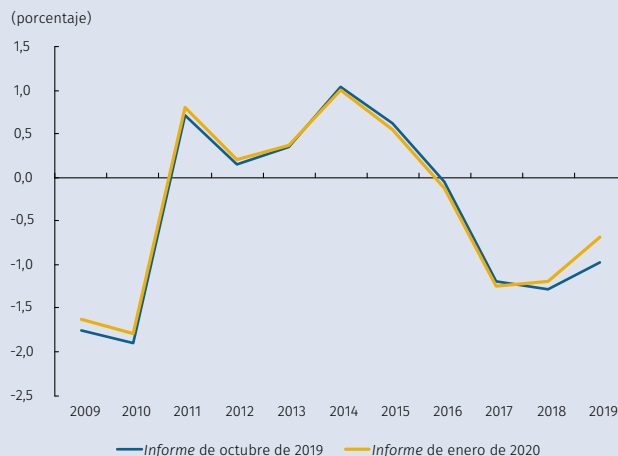
	PIB potencial	Brecha del producto
Enfoque 1: contabilidad del crecimiento		
Función de producción (actualizado)	2,86	-0,84
Enfoque 2: filtros estadísticos		
Hodrick y Prescott con pronósticos	2,80	-0,44
Enfoque 3: modelos semi-estructurales		
Expectativas adaptativas	3,11	-0,44
Expectativas racionales	3,29	-0,52
Ley de Okun (nuevo)	2,88	-1,11
4GM – libre (nuevo)	2,53	-0,26
Mínimo	2,53	-1,11
Máximo	3,29	-0,26

Fuente: cálculos del Banco de la República.

Estas estimaciones son utilizadas por el equipo técnico para complementar a los modelos centrales de pronóstico en la descripción del estado actual de la economía. De sus resultados se derivan dos conclusiones importantes. En primer lugar, la revisión de la tendencia creciente del desempleo da lugar a una Nairu más alta que la antes estimada, lo que sugiere menores excesos de capacidad en el mercado laboral con respecto a los que se habían considerado previamente. Esta conclusión se mantiene inclusive en las estimaciones con el modelo *Ley de Okun*, que tiene en cuenta tanto la relación entre la inflación y la brecha del producto como la relación de esta última con la brecha del desempleo. Al incorporar esta información bajo el prisma de la función de producción, se infieren también menores excesos de capacidad total que los anteriormente previstos, aun considerando los efectos positivos de la Ley de Financiamiento en la acumulación del capital y el hecho de que la revisión demográfica tiene un efecto leve para 2019 (Gráfico R1.1). En segundo lugar, cuando se revisa el comportamiento de la inflación, la variación de los precios de las subcanastas del IPC y los determinantes de estas variables, se concluye que para explicar estas evoluciones se requiere una brecha de producto más cerrada (modelo *4GM libre*).

Al tomar en cuenta todas estas consideraciones, la brecha que se utiliza para el pronóstico macro se muestra en el Gráfico R1.4, comparada con la estimada en el trimestre anterior. Como se menciona a lo largo del informe, la brecha del producto de 2019 se estima un poco más cerrada (en promedio 29 pb) frente a la publicada tres meses atrás, lo que es consistente con una revisión a la baja de la senda de crecimiento potencial.

Gráfico R1.4
Estimación de la brecha del producto usada en el pronóstico macroeconómico



Fuente: cálculos del Banco de la República.

Breve descripción de las metodologías

Función de producción

Esta estimación se basa en el enfoque de contabilidad del crecimiento. Se representa la capacidad productiva de la economía a partir de una función de producción agregada tipo Cobb-Douglas en términos de valor agregado, en la que cada factor productivo se ajusta por sus niveles “efectivos”:

$$Y_t = A_t \times (UCI_t \times K_t)^\alpha \times (PET_t \times TGP_t \times (1 - U_t) \times H_t)^{1-\alpha}; \alpha = 0,4$$

donde Y_t corresponde al PIB; UCI_t es una medida del uso de la capacidad instalada de la economía⁴; K_t representa el inventario de capital agregado⁵; PET_t es la población en edad de trabajar; TGP_t es la tasa global de participación; U_t es la tasa de desempleo, y H_t es una función no lineal de los años promedio de escolaridad, siguiendo la especificación propuesta por Inklaar y Timmer (2013). El PIB potencial se obtiene como:

$$Y_t^* = A_t^* \times (UCI_t^* \times K_t^*)^\alpha \times (PET_t^* \times TGP_t^* \times (1 - Nairu_t) \times H_t^*)^{1-\alpha}$$

Las variables con asterisco representan los componentes tendenciales de las respectivas series (obtenidos a partir de filtros de Hodrick y Prescott con pronósticos y distintos valores del parámetro de suavización), y la Nairu corresponde al promedio de seis metodologías distintas, cinco

4 Esta medida corresponde a la medición para la industria manufacturera que publica Fedesarrollo.

5 Este se obtiene a partir de la ecuación de inventario perpetuo usando las tasas de inversión observadas y un supuesto sobre la tasa de depreciación.

de ellas usadas en el *Reporte del Mercado Laboral*⁶, y la sexta es derivada del modelo *Ley de Okun*, explicado más adelante.

Para un horizonte de pronóstico de mediano plazo (hasta dos años), el modelo utiliza las sendas resultantes de crecimiento e inversión de los modelos centrales de pronóstico, proyecciones de las tasas de participación y de desempleo basadas en combinaciones de pronóstico de modelos de flujos de trabajadores (véase Banco de la República, 2019b), y modelos econométricos para el pronóstico de la utilización de la capacidad instalada y de la escolaridad.

Modelos semiestructurales

En este tipo de modelos se representan las principales relaciones entre las variables de interés por medio de un sistema de ecuaciones macroeconómicas simultáneas, cuya microfundamentación puede ser obtenida a partir de modelos nekeynesianos. El conjunto de parámetros de estos modelos, que en algunos casos es relativamente grande, se estima con técnicas bayesianas. En total, se cuenta con cuatro modelos que emplean este enfoque, y que tienen en cuenta diferentes dimensiones de la estructura de la economía.

Los dos primeros, que se han usado de manera regular desde hace varios años, se describen en Gonzalez *et al.* (2013) y se denominan en el Cuadro R1.1 como modelos de *expectativas racionales* y de *expectativas adaptativas*. Ambos modelos representan a una economía pequeña y abierta sin mercado laboral, y difieren en la manera como los agentes del modelo forman expectativas. En resumen, ambos modelos están representados por una curva IS, una curva de Phillips, una regla de política, una ecuación de paridad de tipos interés descubierta y las definiciones de la brecha del producto, del PIB potencial, de las expectativas de inflación y de los niveles de equilibrio de la tasa de interés real doméstica y externa y del tipo de cambio real. La distinta formación de expectativas de los agentes entre las dos especificaciones hace diferir las formas funcionales que toman varias ecuaciones del sistema⁷.

El tercer modelo, denominado aquí como *Ley de Okun*, y que recién se incorpora en la batería de modelos, representa una economía cerrada basada en la especificación

propuesta por Blagrove *et al.* (2015). La principal característica de este modelo es la inclusión de una ecuación que relaciona explícitamente el nivel del producto con el de la tasa de desempleo, relación que se conoce en la literatura como Ley de Okun. El modelo se complementa con una curva de Phillips, choques permanentes y transitorios en los mercados de bienes y laboral, y las definiciones de la brecha del producto y de desempleo junto con sus correspondientes niveles potencial y no inflacionario (Nairu)⁸.

Finalmente, el modelo *4GM libre*, que se resume en Guarín y Romero (2019) y se describe de manera completa en Gonzalez *et al.* (2020), es uno de los actuales modelos centrales de pronóstico de política monetaria. Representa a una economía pequeña y abierta exportadora de petróleo, y en su versión actual carece de mercado laboral, aunque está en proceso de incorporación. El sistema de ecuaciones resulta similar al de los dos primeros modelos semiestructurales descritos, pero con una caracterización más detallada del origen de las presiones inflacionarias al desagregar cuatro subcanastas del IPC (alimentos, regulados, transables y no transables) y considerar la evolución de sus precios relativos. Las estimaciones de este modelo se incorporan en el conjunto de modelos satélite de manera no condicionada, esto es, sin depender de las proyecciones de corto plazo con las que usualmente se condiciona al modelo para la generación de los pronósticos macro.

6 Las cinco metodologías que se emplean son: 1) la tasa de desempleo estructural de un modelo de búsqueda, con base en Shimer (2012); 2) la tasa de desempleo que no acelera la inflación en una curva de Phillips con expectativas adaptativas, de acuerdo con Ball y Mankiw (2002); 3) la tasa de desempleo de equilibrio obtenida a partir de un S-VAR con el crecimiento, la inflación y la tasa de desempleo (King y Morley, 2007); 4) un filtro estadístico en donde la Nairu cambia acorde con un *spline* cúbico, con base en Julio (2001), y 5) la tasa de desempleo que no acelera la inflación en una curva de Phillips con cambios demográficos, basada en Arango *et al.* (2013). Para la implementación de las tres primeras metodologías en el caso colombiano véase Arango y Flórez (2018).

7 Para una descripción detallada de las ecuaciones de ambos modelos véase Gonzalez *et al.* (2013).

8 Para una descripción detallada de las ecuaciones del modelo véase Blagrove *et al.* (2015).

Referencias

- Arango, L. E.; Flórez, L. A. (2018) “Determinants of Structural Unemployment in Colombia: A Search Approach”, *Empirical Economics*, pp. 1-34.
- Arango, L. E.; García, A.; Posada, C. E. (2013) “Inflación y desempleo en Colombia: Nairu y tasa de desempleo compatible con la meta de inflación (1984-2010)”, en Arango, L. E y F. Hamann (eds.), *El mercado de trabajo en Colombia: hechos, tendencias e instituciones*, Banco de la República, Bogotá.
- Ball, L.; Mankiw, N. G. (2002) “The Nairu in Theory and Practice”, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 16 (Fall), pp. 115-136.
- Banco de la República (2019a). *Informe de Política Monetaria*, octubre, Bogotá.
- Banco de la República (2019b). “Tendencia a la baja de la demanda laboral: pausa en las ciudades y continúa en las áreas rurales”, *Reporte del Mercado Laboral*, núm. 12, octubre, Bogotá.
- Blagrove, P.; García-Saltos, R.; Laxton, D.; Zhang, F. (2015). “A Simple Multivariate Filter for Estimating Potential Output”, IMF Working Papers, núm. WP/15/79, Fondo Monetario Internacional.
- González, A.; Guarín, A.; Rodríguez, D.; Vargas, H. (2020). “4GM: A New Model for the Monetary Policy Analysis in Colombia”, Borradores de Economía (por publicar), Banco de la República.
- Guarín, A.; Romero, J. V. (2019). “Recuadro 2: El modelo 4GM”, *Informe de Política Monetaria*, Banco de la República, octubre.
- González, A.; Ocampo, S.; Pérez, J.; Rodríguez, D. (2013). “Brecha del producto y medidas de la tasa de interés neutral para Colombia”, *Monetaria*, vol. 35, núm. 2, pp. 251-310.
- Inklaar, R.; Timmer, M. P. (2013). “Capital, Labor and TFP in PWT 8.0” (mimeo), Groningen Growth and Development Centre, University of Groningen.
- Julio, J. M. (2001). “How Uncertain Are Nairu Estimates in Colombia”, Borradores de Economía, núm. 184, Banco de la República.
- King, T.; Morley, J. (2007) “In Search of the Natural Rate of Unemployment”, *Journal of Monetary Economics*, núm. 54, pp. 550-564.
- Shimer, R. (2012) “Reassessing the Ins and Outs of Unemployment”, *Review of Economic Dynamics*, vol. 15, núm. 2, pp. 127-148.

Recuadro 2 Los alimentos lideraron la inflación en 2019

Edgar Caicedo G.
Nilson Felipe Lizarazo B.
Eva María Ramírez G.*

La inflación al consumidor durante 2019 presentó una tendencia alcista, al pasar de 3,2% en diciembre de 2018 a 3,8% un año después (Cuadro R2.1). Diversas presiones inflacionarias se hicieron presentes a lo largo del año, entre las que se destacan la presencia de un evento de El Niño, el aumento de impuestos indirectos, la depreciación del tipo de cambio y presiones de demanda¹.

En la canasta del consumidor el segmento que lideró el repunte de la inflación durante 2019 fue el de alimentos, cuyo ajuste anual en diciembre (5,20%) se situó por encima del nivel observado en las otras tres grandes agrupaciones del índice de precios al consumidor (transables, no transables y regulados), y superó ampliamente el registro observado doce meses atrás (2,43%). Esta tendencia alcista en el ajuste anual de los alimentos en el IPC se extendió hasta octubre pasado (5,84%), corrigiéndose a la baja en noviembre y diciembre (5,20%). Al final, la subcanasta de alimentos terminó aportando cerca del 85% del impulso inflacionario de 2019, mientras el resto de la canasta explicó el restante 15% (Cuadro R2.1).

¿Qué factores impulsaron los precios de los alimentos en buena parte de 2019?

Diversos factores de demanda y oferta contribuyeron a que los alimentos se convirtieran en la principal fuente de presiones alcistas sobre el IPC en 2019, a saber:

El ciclo de producción agrícola

El repunte del IPC de alimentos en 2019 estuvo determinado por el comienzo de una fase ascendente de precios, una vez se diluyó la tendencia contraccionista de precios entre 2016 y 2018. Lo anterior, situó el precio relativo de los alimentos en niveles bajos al finalizar el 2018, desestimulando la ampliación del área sembrada agrícola y esto a su vez derivó en presiones inflacionarias durante buena parte de 2019, las cuales se concentraron sobre todo en el componente percedero de los alimentos (Gráfico R2.1).

* Los autores son, en su orden, profesional líder y estudiantes en práctica del Departamento de Programación e Inflación del Banco de la República. Las opiniones no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

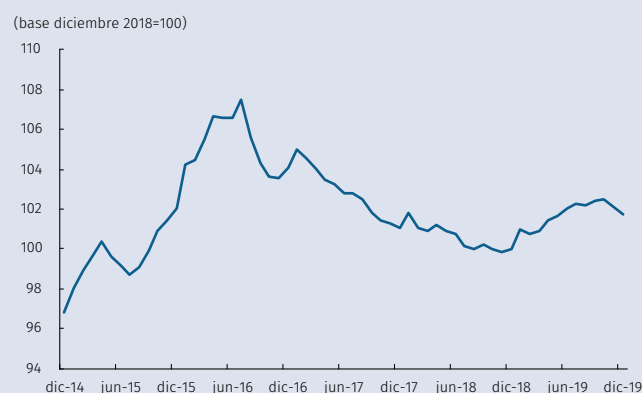
¹ Véase al respecto el capítulo 3 de este informe.

Cuadro R2.1
Contribución a la aceleración de la inflación

Descripción	Contribución a la inflación de 2018	Contribución a la inflación de 2019	Diferencia en puntos porcentuales	Diferencia en (porcentaje)
Total	3,18	3,80	0,626	100
Sin alimentos	2,47	2,56	0,095	15,13
Transables	0,25	0,43	0,177	28,28
No transables	1,20	1,48	0,278	44,40
Regulados	1,02	0,66	-0,360	-57,55
Alimentos	0,71	1,24	0,532	84,87

Fuente: DANE; cálculo de los autores.

Gráfico R2.1
Precio relativo de los alimentos
(IPC alimentos/IPC sin alimentos)



Fuente: DANE; cálculos de los autores.

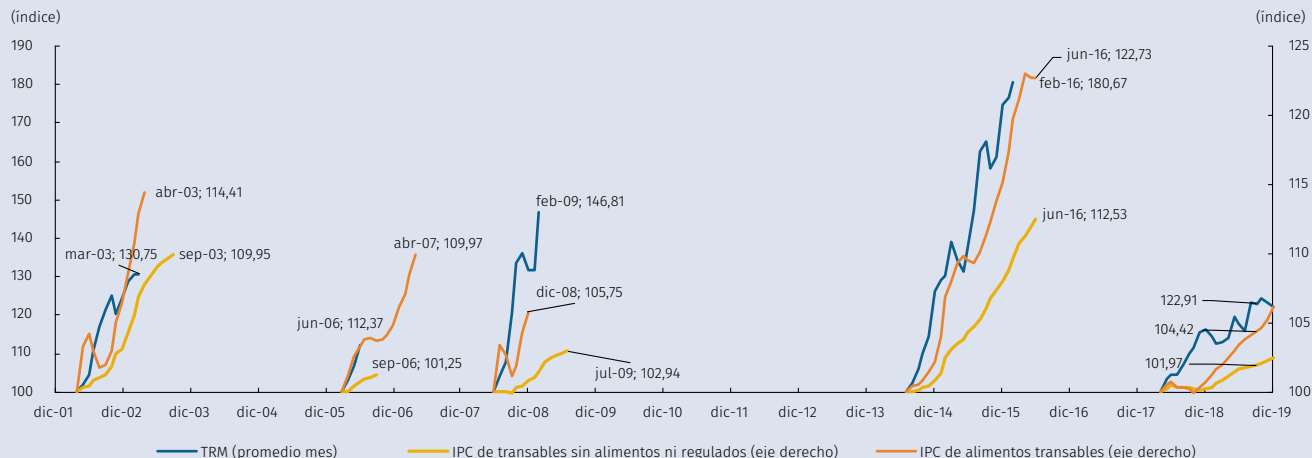
Factores climáticos

Los precios de los alimentos fueron afectados por la presencia del fenómeno climático El Niño, y aunque su intensidad fue débil, una vez se desvaneció a mediados de año, aquel se enlazó con unas condiciones particularmente secas en buena parte del territorio nacional, originadas por El Niño del océano Índico². En conjunto estas perturbaciones climáticas disminuyeron las precipitaciones durante todo el año, afectando el precio de la carne en la costa Atlántica (con particular fuerza a comienzos de año), y aplazando las decisiones de siembra, en especial en aquellos cultivos muy sensibles a las bajas precipitaciones, como fue el caso del arroz, cuyo ajuste anual de precios superó el 17,0% en 2019.

² Estas condiciones de baja pluviosidad en especial se han concentrado en el centro y occidente del país, y son el reflejo de un fenómeno denominado como dipolo del océano Índico (popularmente conocido como El Niño del Índico), el cual viene afectado no solo la productividad agropecuaria sino el nivel de los embalses, manteniendo los precios de la energía en bolsa en los últimos meses incluso tan altos como los observados en el más reciente evento de El Niño de 2018-2019.

Gráfico R2.2

Tasa representativa del mercado (TRM) vs. IPC de transables sin alimentos ni regulados e IPC de alimentos transables (base de comparación entre variables = 100)



Fuente: Banco de la República y DANE; cálculo de los autores.

Menor oferta mundial de carne de cerdo

Los precios de la proteína de origen animal en Colombia, especialmente los de la carne de cerdo y, por efecto sustitución, la vacuna, se han visto impulsados por el brote de la peste porcina africana que generó un sacrificio masivo en varios países, principalmente de Asia. Al menos una tercera parte del hato porcino de China fue sacrificado en 2019 y este virus podría destruir una cuarta parte del hato mundial de cerdos³.

Cierres viales

Los anteriores choques de oferta, los cuales impulsaron al alza el IPC de alimentos, fueron potenciados por los intermitentes cierres de la vía al Llano desde mayo de 2019, pero especialmente por un cierre definitivo, el cual se extendió desde mediados de junio hasta finales de año. Estos problemas viales generaron alzas transitorias en los precios de los alimentos perecederos, en especial en las centrales de abasto de Bogotá, Villavicencio y Yopal.

La depreciación del peso y su traspaso a los precios internos

La depreciación acumulada desde el segundo trimestre de 2018 viene impactando con mayor fuerza al componente transable de los alimentos, frente al resto de la canasta transable del IPC. Como se observa en el Gráfico R2.2, la transmisión del incremento del tipo de cambio al IPC de los alimentos transables es, en general, más alta y automática que aquella observada en el IPC de transables sin alimentos ni regulados. No solo la depreciación del peso ha impulsado los precios de los alimentos, más recientemente se viene registrando una escalada de los precios internacionales de los alimentos.

3 Véase: <http://mundoagropecuario.com/la-cuarta-parte-de-todos-los-cerdos-del-mundo-podrian-morir-de-peste-porcina-segun-la-organizacion-de-salud-animal/>

Mayores márgenes de ganancia en las actividades rurales

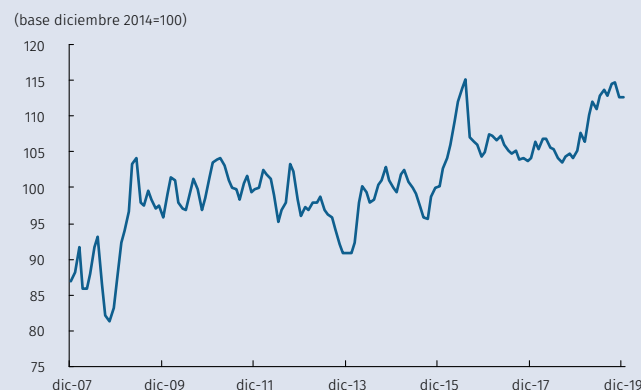
El margen de ganancia de la actividad agropecuario registró una significativa alza durante buena parte del año, corrigiéndose a la baja tan solo en los dos últimos meses de 2019 (Gráfico R2.3). En efecto, cuando los márgenes de ganancia mejoran en las actividades del campo, se hacen latentes presiones alcistas sobre los precios al productor, que posteriormente se transmiten a los precios al consumidor. Estos márgenes tendieron a ceder en el último trimestre del año, lo cual está en sintonía con la caída reciente de los ajustes anuales del IPC de alimentos.

Factores de demanda

Pero no solamente los precios al consumidor de los alimentos se vieron impulsados en 2019 por factores de oferta y externos; también las presiones de demanda se hicieron

Gráfico R2.3

Aproximación del margen de utilidad del sector agropecuario (IPP agropecuario/costos no laborales)^{a/}



a/ Los costos no laborales se aproximaron con una suma ponderada del IPP de maquinaria y herramientas de uso agropecuario y el de los insumos agrícolas (abonos, plaguicidas, fungicidas, herbicidas, etc.). Fuente: DANE; cálculos de los autores.

presentes con un consumo privado muy dinámico, que quizá refleje en alguna magnitud el fenómeno inmigratorio de los últimos semestres. Incluso la alta demanda de los productos colombianos, en especial alimentos, por los residentes venezolanos estarían contribuyendo a su menor disponibilidad interna. Asimismo, el crédito de consumo mostró un gran desempeño el año pasado, siendo la variable que más aportó al crecimiento de la cartera en 2019 (véase la sección 3.4 de este informe). Por último, las remesas, cuyo crecimiento real superó los dos dígitos en 2019, también dinamizaron el consumo de los hogares y presionaron la inflación al alza.

A manera de conclusión, es importante anotar que buena parte de los choques alcistas señalados ya se desvanecieron, y aquellos que están aún presentes son de naturaleza transitoria. En consecuencia, se espera que los precios de los alimentos continúen moderando su ritmo de crecimiento en los próximos meses, sin que existan razones para que los agentes modifiquen sus expectativas inflacionarias.

Anexo 1

Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros

En este anexo se presenta un resumen de las proyecciones más recientes de analistas locales y extranjeros sobre las principales variables de la economía para 2020 y 2021. Al momento de la consulta, los agentes contaban con información hasta el 27 de enero de 2020.

1. Proyecciones para 2020

En promedio, los analistas locales esperan un crecimiento económico de 3,2%, lo que es levemente superior al crecimiento promedio esperado por los analisis-

tas en el Informe de Política Monetaria del trimestre anterior (3,1%). De manera similar, las entidades extranjeras consultadas pronostican una expansión promedio del PIB de 3,3%, siendo inferior a la registrada en el informe anterior (3,4%).

En cuanto a los precios, los analistas locales proyectan en promedio una inflación del 3,3% al finalizar el año, cifra menor a la registrada en el informe de octubre (3,4%). Por su parte, los extranjeros prevén una cifra de 3,3% al terminar el año. Ambas proyecciones se encuentran levemente por encima de la meta de inflación del 3,0% fijada por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR).

Con respecto al tipo de cambio, los analistas nacionales esperan que la tasa representativa del mercado (TRM) finalice el año en un valor promedio de COP 3.293, cifra similar a los COP 3.289 expuestos en el

Cuadro A1
Proyecciones para 2020

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación IPC	Tasa de cambio nominal fin de	DTF Nominal (porcentaje)	Déficit fiscal (porcentaje del PIB)	Tasa de desempleo en las trece ciudades (porcentaje)
Analistas locales						
Alianza Valores ^{a/}	3,0	3,5	3.450	4,8	2,5	10,4
ANIF ^{b/}	3,3	3,4	n. d.	4,7	1,1	11,1
Banco de Bogotá ^{a/}	3,3	3,0	3.250	4,6	2,2	10,5
Bancolombia ^{a/}	3,3	3,5	3.290	4,8	2,5	10,8
BBVA Colombia ^{a/}	3,2	3,4	3.340	4,5	2,3	10,7
BTG Pactual ^{a/}	3,0	3,1	3.300	4,1	2,5	10,0
Corficolombiana ^{a/}	3,1	3,4	3.350	4,5	2,6	n. d.
Corredores Davivienda ^{a/c/}	3,2	3,1	3.320	4,3	2,2	10,4
Credicorp Capital ^{a/d/}	3,2	3,4	3.200	4,5	2,4	11,5
Davivienda ^{a/}	3,2	3,1	3.320	4,3	2,2	10,4
Fedesarrollo ^{a/}	3,5	3,4	n. d.	n. d.	2,8	n. d.
Itaú ^{a/e/}	3,1	3,3	3.320	4,4	2,2	10,0
Ultraserfinco ^{a/f/}	3,5	3,6	3.080	4,8	2,4	10,5
Promedio	3,2	3,3	3.293	4,5	2,3	10,6
Analistas externos						
Citigroup	3,5	3,0	3.352	n. d.	n. d.	n. d.
Deutsche Bank	3,4	3,6	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.
Goldman Sachs	3,4	3,3	3.300	n. d.	n. d.	n. d.
JP Morgan	3,0	3,3	3.450	n. d.	n. d.	n. d.
Promedio	3,3	3,3	3.367	n.d.	n.d.	n.d.

a/ La proyección de déficit corresponde al del GNC.

b/ La proyección de déficit corresponde al del SPC.

c/ Antigua Corredores Asociados.

d/ Antigua Correal.

e/ Antigua Corpbanca, hasta junio de 2017.

f/ Antigua Ultrabursátiles.

n. d.: no disponible

Fuente: Banco de la República (encuesta electrónica).

Cuadro A1
Proyecciones para 2021

	Crecimiento del PIB real	Inflación IPC	Tasa de cambio nominal
	(porcentaje)		fin de
Analistas locales			
Alianza Valores	3,3	3,4	3.350
ANIF	3,5	3,3	n. d.
Banco de Bogotá	3,5	3,0	3.280
Bancolombia	3,3	3,6	3.260
BBVA Colombia	3,5	3,2	3.220
BGT Pactual	3,2	3,0	3.280
Corficolombiana	3,5	3,0	3.383
Corredores Davivienda ^{a/}	n. d.	3,0	n. d.
Credicorp Capital ^{b/}	3,3	3,1	3.100
Davivienda	n. d.	3,0	n. d.
Fedesarrollo	3,7	3,3	n. d.
Itaú ^{c/}	3,0	3,0	3.320
Ultraserfinco ^{d/}	3,4	3,4	3.050
Promedio	3,4	3,2	3.249
Analistas externos			
Citigroup	3,3	3,1	3.252
Deutsche Bank	3,6	3,2	n. d.
Goldman Sachs	3,4	3,2	3.200
JP Morgan	3,1	3,4	n. d.
Promedio	3,4	3,2	3.226

a/ Antiguo Corredores Asociados.

b/ Antiguo Correval.

c/ Antiguo Corpbanca, hasta junio de 2017.

d/ Antiguo Ultrabursátiles.

n. d.: no disponible

Fuente: Banco de la República (encuesta electrónica).

informe anterior. Los analistas extranjeros proyectan en promedio una TRM cercana a los COP 3.367 para el cierre de año.

Para la tasa de los depósitos a término fijo (DTF), los analistas locales proyectan valores promedio de 4,5% y de 10,6% para la tasa de desempleo.

2. Proyecciones para 2021

Para 2021 los analistas nacionales y extranjeros esperan un crecimiento económico promedio del 3,4% y una inflación a final del año de 3,2%. En cuanto al tipo de cambio nominal, las entidades nacionales esperan valores promedio de COP 3.249 y las externas de COP 3.226.

Anexo 2

Principales variables del pronóstico macroeconómico

		Años											
		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Variables exógenas													
Externas ^{a/}													
PIB socios comerciales ^{b/}	Porcentaje, variación anual, corregido por estacionalidad	4,8	5,0	4,0	3,6	2,8	2,1	1,6	2,6	2,5	1,4	1,7	2,0
Precio del petróleo (referencia Brent)	Dólares por barril, promedio del período	80	111	112	109	99	54	45	55	72	64	64	62
Tasa de interés efectiva de fondos federales (Fed)	Porcentaje, promedio de período												
Credit Default Swaps a 5 años para Colombia	Puntos básicos, promedio del período	135	131	119	113	101	184	212	129	114	99	103	136
Internas													
Tasa de interés real neutral para Colombia	Porcentaje, promedio de período	1,6	1,4	1,3	0,9	0,9	1,1	1,3	1,1	1,3	1,2	1,4	1,5
PIB potencial para Colombia (tendencial)	Porcentaje, variación anual	4,5	4,6	4,5	4,4	4,1	3,4	2,8	2,5	2,5	2,7	2,8	2,9
Variables endógenas													
Precios													
IPC total	Porcentaje, variación anual, fin de período	3,17	3,73	2,44	1,94	3,66	6,77	5,75	4,09	3,18	3,80	3,14	3,01
IPC sin alimentos ^{c/}	Porcentaje, variación anual, fin de período	2,80	3,10	2,40	2,40	3,30	5,20	5,10	5,00	3,50	3,40	.	.
IPC de transables	Porcentaje, variación anual, fin de período	-0,30	0,80	0,80	1,40	2,00	7,10	5,30	3,80	1,10	2,20	.	.
IPC no transables	Porcentaje, variación anual, fin de período	3,50	3,60	3,90	3,80	3,40	4,20	4,90	5,50	3,80	3,50	.	.
IPC regulados	Porcentaje, variación anual, fin de período	6,64	5,81	1,91	1,05	4,84	4,28	5,44	5,86	6,37	4,48	4,30	3,67
IPC alimentos ^{d/}	Porcentaje, variación anual, fin de período	4,09	5,27	2,52	0,86	4,69	10,85	7,22	1,92	2,43	5,20	2,83	2,55
IPC perecederos	Porcentaje, variación anual, fin de período	11,00	7,70	-3,90	-0,20	16,70	26,00	-6,60	5,80	8,90	8,70	.	.
IPC procesados	Porcentaje, variación anual, fin de período	2,30	4,50	2,80	-0,20	2,50	9,60	10,70	-0,90	-0,10	5,00	.	.
IPC comidas fuera del hogar	Porcentaje, variación anual, fin de período	4,50	5,60	4,90	3,30	3,50	6,00	8,50	5,20	3,70	4,20	.	.
Indicadores de inflación básica													
IPC sin alimentos	Porcentaje, variación anual, fin de período	2,80	3,10	2,40	2,40	3,30	5,20	5,10	5,00	3,50	3,40	.	.
IPC núcleo 20	Porcentaje, variación anual, fin de período	3,20	3,90	3,20	2,70	3,40	5,20	6,20	4,90	3,20	3,40	.	.
IPC sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos	Porcentaje, variación anual, fin de período	2,60	3,20	3,00	2,20	2,80	5,90	6,00	4,00	2,80	3,50	.	.
IPC sin alimentos ni regulados ^{e/}	Porcentaje, variación anual, fin de período	1,80	2,38	2,55	2,74	2,81	5,42	5,05	4,76	2,64	3,10	3,06	3,03
Promedio de todos los indicadores de inflación básica	Porcentaje, variación anual, fin de período	2,60	3,20	2,80	2,50	3,10	5,40	5,60	4,70	3,00	3,30	.	.
TRM	Pesos por dólar, promedio de período	1.899	1.848	1.798	1.869	2.001	2.742	3.055	2.951	2.956	3.281	.	.
Brecha inflacionaria de la tasa de cambio real	Porcentaje, promedio del período	-3,2	-1,6	-3,3	-1,0	-0,5	9,1	2,2	-1,8	-0,8	3,5	0,4	-0,3
Actividad económica													
Producto Interno Bruto	Porcentaje, variación anual, daec	4,3	7,4	3,9	4,6	4,7	3,0	2,1	1,4	2,6	3,2	3,3	3,3
Gasto de consumo final	Porcentaje, variación anual, daec	5,2	6,6	5,2	4,8	4,6	3,4	1,6	2,4	4,0	4,3	.	.
Gasto de consumo final de los hogares	Porcentaje, variación anual, daec	5,1	6,6	5,3	4,0	4,6	3,1	1,6	2,1	3,6	4,6	.	.
Gasto de consumo final del Gobierno general	Porcentaje, variación anual, daec	5,2	6,5	4,8	8,9	4,7	4,9	1,8	3,8	5,6	3,2	.	.
Formación bruta de capital	Porcentaje, variación anual, daec	6,7	19,0	3,4	6,1	11,8	-1,2	-0,2	-3,2	3,5	6,0	.	.
Formación bruta de capital fijo	Porcentaje, variación anual, daec	8,7	14,9	3,0	6,0	9,9	2,8	-2,9	1,9	1,5	4,9	.	.
Vivienda	Porcentaje, variación anual, daec	-11,2	4,4	-2,3	3,9	9,6	9,5	-0,2	-1,9	0,1	-6,2	.	.
Otros edificios y estructuras	Porcentaje, variación anual, daec	12,0	3,9	5,0	6,9	12,1	10,2	0,0	4,6	1,5	3,8	.	.
Maquinaria y equipo	Porcentaje, variación anual, daec	12,0	30,3	5,4	5,5	8,3	-9,3	-7,9	1,4	2,1	13,9	.	.
Recursos biológicos cultivados	Porcentaje, variación anual, daec	12,4	7,5	-7,2	4,0	0,9	2,3	13,1	0,3	0,9	6,6	.	.
Productos de propiedad intelectual	Porcentaje, variación anual, daec	6,8	9,6	4,2	15,7	6,8	1,2	-12,0	2,5	4,5	1,8	.	.
Demanda interna	Porcentaje, variación anual, daec	5,9	9,2	4,8	5,1	6,2	2,4	1,2	1,2	3,9	4,4	.	.
Exportaciones	Porcentaje, variación anual, daec	2,1	12,3	4,9	4,7	-0,3	1,7	-0,2	2,5	3,9	2,9	.	.
Importaciones	Porcentaje, variación anual, daec	10,8	22,0	9,4	7,4	7,8	-1,1	-3,5	1,2	7,9	8,4	.	.
Brecha del producto ^{f/}	Porcentaje	-1,8	0,8	0,2	0,4	1,0	0,6	-0,1	-1,2	-1,2	-0,7	-0,3	0,1
Indicadores coyunturales													
Producción real de la industria	Porcentaje, variación anual, corregido por estacionalidad	3,4	5,5	-0,3	-1,7	1,9	2,1	4,0	-0,7	3,0	.	.	.
Ventas del comercio al por menor, sin combustibles	Porcentaje, variación anual, corregido por estacionalidad	13,5	10,5	3,0	4,0	9,2	2,9	1,6	-1,2	7,0	.	.	.
Producción de café	Porcentaje, variación anual, producción acumulada del período	14,2	-12,5	-0,8	40,6	11,5	16,8	0,4	-0,3	-4,5	8,8	.	.
Producción de petróleo	Porcentaje, variación anual, promedio del período	17,1	16,5	3,2	6,6	-1,9	1,6	-11,7	-3,7	1,4	.	.	.
Mercado laboral ^{g/}													
Total nacional													
Tasa de desempleo	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio de período	11,8	10,8	10,4	9,6	9,1	8,9	9,2	9,4	9,7	10,5	.	.
Tasa de ocupación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio de período	55,4	56,8	57,8	58,0	58,4	59,0	58,5	58,4	57,8	56,6	.	.
Tasa global de participación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio de período	62,7	63,7	64,5	64,2	64,2	64,7	64,5	64,4	64,0	63,3	.	.
Trece ciudades y áreas metropolitanas													
Tasa de desempleo	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio de período	12,4	11,4	11,2	10,6	9,9	9,8	10,0	10,6	10,8	11,2	.	.
Tasa de ocupación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio de período	57,6	59,1	60,1	60,3	61,2	61,4	60,7	59,9	59,2	58,6	.	.
Tasa global de participación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio de período	65,7	66,7	67,6	67,5	67,9	68,0	67,5	67,0	66,4	66,0	.	.
Balanza de pagos ^{h/ i/}													
Cuenta corriente (A + B + C)	Millones de dólares	-8.732	-9.803	-11.362	-12.501	-19.764	-18.564	-12.036	-10.241	-13.005	-13.844	-14.614	.
Porcentaje del PIB	Porcentaje, términos nominales	-3,0	-2,9	-3,1	-3,3	-5,2	-6,3	-4,2	-3,3	-3,9	-4,3	-4,4	.
A. Bienes y servicios	Millones de dólares	-2.164	636	-1.187	-3.164	-11.863	-18.267	-12.706	-8.447	-8.879	-12.260	-13.665	.
B. Ingreso primario (renta de los factores)	Millones de dólares	-11.228	-15.490	-15.009	-14.224	-12.523	-5.727	-5.229	-8.405	-11.768	-10.210	-9.887	.
C. Ingresos secundarios (transferencias corrientes)	Millones de dólares	4.659	5.051	4.833	4.887	4.622	5.430	5.898	6.611	7.643	8.626	8.938	.
Cuenta financiera (A + B + C + D)	Millones de dólares	-9.332	-8.707	-11.553	-11.740	-19.292	-18.244	-12.273	-9.558	-12.567	.	.	.
Porcentaje del PIB	Porcentaje, términos nominales	-3,3	-2,6	-3,1	-3,1	-5,1	-6,2	-4,3	-3,1	-3,8	.	.	.
A. Inversión extranjera (i + ii)	Millones de dólares	-947	-6.227	-15.646	-8.558	-12.270	-7.506	-9.331	-10.147	-6.411	.	.	.
i. Extranjera en Colombia (IED)	Millones de dólares	6.430	14.647	15.040	16.210	16.169	11.724	13.848	13.837	11.535	.	.	.
ii. Colombiana en el exterior	Millones de dólares	5.483	8.420	-606	7.652	3.899	4.218	4.517	3.690	5.125	.	.	.
B. Inversión de cartera	Millones de dólares	88	-6.171	-4.769	-7.438	-11.565	-9.166	-4.839	-1.617	1.297	.	.	.
C. Otra inversión (préstamos, otros créditos y derivados)	Millones de dólares	-11.615	-52	3.457	-2.690	106	-1.988	1.732	1.661	-8.640	.	.	.
D. Activos de reserva	Millones de dólares	3.143	3.742	5.406	6.946	4.437	415	165	545	1.187	.	.	.
Errores y omisiones (E Y O)	Millones de dólares	-599	1.096	-191	762	472	320	-237	683	438	.	.	.
Tasas de interés													
Tasa de política	Porcentaje, promedio de período	3,2	4,0	5,0	3,4	3,9	4,7	7,1	6,1	4,4	4,3	.	.
Tasa de política esperada por analistas ^{j/}	Porcentaje, promedio de período	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	4,3	4,6
IBR overnight	Porcentaje, promedio de período	3,2	4,1	5,0	3,4	3,8	4,7	7,1	6,1	4,3	4,3	.	.
Tasa de interés comercial	Porcentaje, promedio de período	7,6	9,0	10,3	8,7	8,7	9,4	12,8	11,1	9,3	8,8	.	.
Tasa de interés de consumo	Porcentaje, promedio de período	18,0	18,2	19,2	17,9	17,3	17,2	19,2	19,4	17,9	16,5	.	.
Tasa hipotecaria	Porcentaje, promedio de período	13,1	13,0	13,2	11,1	11,1	11,0	12,4	11,6	10,4	.	.	.

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

b/ Se calcula con los primeros 21 socios comerciales (sin Venezuela) ponderados por las exportaciones no tradicionales de Colombia en dólares.

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

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

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

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

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

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

i/ Los resultados para 2017 y 2018 son preliminares.

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

daec: desestacionalizado y ajustado por efectos calendario.

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

Anexo 2 (continuación)

Principales variables del pronóstico macroeconómico

	2016			
	T1	T2	T3	T4
VARIABLES EXÓGENAS				
Externas ^{h/}				
PIB socios comerciales ^{b/}	Porcentaje, variación trimestral anualizada, corregido por estacionalidad			
Precio del petróleo (referencia Brent)	1,5	2,0	2,0	2,6
Tasa de interés efectiva de fondos federales (Fed)	35	47	47	51
Credit Default Swaps a 5 años para Colombia	0,36	0,37	0,40	0,45
	266	225	179	180
Internas				
Tasa de interés real neutral para Colombia	Porcentaje, promedio de período			
PIB potencial para Colombia (tendencial)	Porcentaje, variación anual			
VARIABLES ENDOGENAS				
Precios				
IPC total	Porcentaje, variación anual, fin de período			
IPC sin alimentos ^{c/}	7,98	8,60	7,27	5,75
IPC de transables	6,20	6,31	5,92	5,14
IPC no transables	7,38	7,90	7,20	5,31
IPC regulados	4,83	4,97	4,85	4,85
IPC alimentos ^{d/}	7,24	6,71	6,19	5,44
IPC perecederos	12,35	14,28	10,61	7,22
IPC procesados	27,09	34,94	6,66	-6,63
IPC comidas fuera del hogar	10,83	12,09	12,56	10,74
Indicadores de inflación básica	7,53	8,11	9,18	8,54
IPC sin alimentos	Porcentaje, variación anual, fin de período			
IPC Núcleo 20	6,20	6,31	5,92	5,14
IPC sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos	6,48	6,82	6,73	6,18
IPC sin alimentos ni regulados ^{e/}	6,57	6,77	6,65	6,03
Promedio de todos los indicadores de inflación básica	5,91	6,20	5,84	5,05
TRM	6,29	6,52	6,29	5,60
Brecha inflacionaria de la tasa de cambio real	3,262	2,993	2,950	3,016
	10,7	-0,1	-2,0	0,3
Actividad económica				
Producto Interno Bruto	Porcentaje, variación anual, daec			
Gasto de consumo final	2,7	1,8	1,6	2,3
Gasto de consumo final de los hogares	1,5	1,3	0,4	3,3
Gasto de consumo final del Gobierno general	2,0	1,4	1,1	1,8
Formación bruta de capital	-0,3	1,3	-2,5	9,5
Formación bruta de capital fijo	0,3	1,7	-0,4	-2,3
Vivienda	-1,8	-1,8	-4,7	-3,3
Otros edificios y estructuras	-8,4	0,7	-1,0	8,6
Maquinaria y equipo	3,6	-0,1	-2,5	-1,0
Recursos biológicos cultivados	-5,0	-11,1	-6,7	-8,6
Productos de propiedad intelectual	10,2	21,0	14,1	-4,5
Demanda interna	-8,0	-11,7	-14,2	-14,0
Exportaciones	1,3	0,9	-0,5	3,3
Importaciones	-2,6	-4,1	0,9	5,2
Brecha del producto ^{f/}	-3,4	-4,1	-5,2	-1,4
Indicadores coyunturales	0,5	0,2	-0,1	-0,1
Producción real de la industria	Porcentaje, variación anual, corregido por estacionalidad			
Ventas del comercio al por menor, sin combustibles	6,0	6,2	1,8	2,3
Producción de café	-1,7	1,5	-1,4	3,9
Producción de petróleo	8,9	1,1	-12,2	5,4
	-7,4	-11,5	-13,3	-14,8
Mercado laboral ^{g/}				
Total nacional				
Tasa de desempleo	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio de período			
Tasa de ocupación	9,4	9,1	9,2	9,1
Tasa global de participación	58,7	58,4	58,4	58,6
13 ciudades y áreas metropolitanas	64,8	64,3	64,3	64,5
13 ciudades y áreas metropolitanas				
Tasa de desempleo	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio de período			
Tasa de ocupación	10,2	9,5	10,1	10,2
Tasa global de participación	61,3	60,7	60,3	60,6
	68,2	67,1	67,1	67,5
Balanza de pagos ^{h/}				
Cuenta corriente (A + B + C)				
Porcentaje del PIB	Millones de dólares			
A. Bienes y servicios	-3,439	-2,590	-3,466	-2,541
B. Ingreso primario (renta de los factores)	-0,1	-0,0	-0,0	-0,0
C. Ingresos secundarios (transferencias corrientes)	-3,792	-2,757	-3,367	-2,789
Cuenta financiera (A + B + C + D)	-1,018	-1,270	-1,509	-1,432
Porcentaje del PIB	1,371	1,437	1,410	1,679
A. Inversión extranjera (i + ii)	-3,620	-3,154	-3,423	-2,077
i. Extranjera en Colombia (IED)	-0,1	-0,0	-0,0	-0,0
ii. Colombiana en el exterior	-1,797	-2,726	-1,579	-1,353
B. Inversión de cartera	4,684	3,638	2,256	3,269
C. Otra inversión (préstamos, otros créditos y derivados)	1,012	913	677	1,916
D. Activos de reserva	-856	-1,625	-975	-1,384
Errores y omisiones (E Y O)	810	1,352	-954	524
	98	-155	85	136
	-181	-564	43	465
Tasas de interés				
Tasa de política	Porcentaje, promedio de período			
Tasa de política esperada por analistas ^{i/}	6,1	6,9	7,7	7,7
IBR overnight	-	-	-	-
Tasa de interés comercial	6,1	6,9	7,7	7,7
Tasa de interés de consumo	11,7	13,0	13,4	13,2
Tasa hipotecaria	18,5	19,0	19,5	19,6
	11,8	12,4	12,7	12,7

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

b/ Se calcula con los primeros 21 socios comerciales (sin Venezuela) ponderados por las exportaciones no tradicionales de Colombia en dólares.

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

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

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

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

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

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

i/ Los resultados para 2017 y 2018 son preliminares.

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

daec: desestacionalizado y ajustado por efectos calendario

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

	2017				2018				2019				2020				2021			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
	2,4	2,8	3,3	3,1	2,2	2,7	1,3	2,2	0,3	1,8	1,8	0,1	2,8	1,6	1,6	2,0	2,0	2,2	2,4	2,4
	55	51	52	62	67	75	76	68	64	69	62	62	65	64	64	63	62	62	62	62
	0,70	0,95	1,15	1,20	1,45	1,74	1,92	2,22	2,40	2,40	2,19	1,64	1,63	1,63	1,63	1,63	1,63	1,63	1,63	1,63
	144	130	127	113	99	113	110	132	121	104	90	83	90	98	107	117	128	135	139	143
	4,69	3,99	3,97	4,09	3,14	3,20	3,23	3,18	3,21	3,43	3,82	3,80	3,76	3,50	3,18	3,14	3,15	3,11	3,06	3,01
	5,13	5,12	4,71	5,01	4,05	3,81	3,71	3,48	3,26	3,15	3,28	3,37	-	-	-	-	-	-	-	-
	5,59	4,41	3,41	3,79	1,80	1,83	1,57	1,09	0,90	1,17	1,65	2,24	-	-	-	-	-	-	-	-
	5,33	5,21	5,21	5,49	4,76	4,27	4,13	3,79	3,29	3,36	3,53	3,49	-	-	-	-	-	-	-	-
	4,05	6,01	5,68	5,86	6,01	5,82	6,03	6,37	6,42	5,33	4,74	4,48	4,08	4,40	4,51	4,30	4,17	3,87	3,74	3,67
	3,65	1,37	2,22	1,92	0,98	1,74	2,05	2,43	3,26	4,46	5,58	5,20	4,85	3,60	2,65	2,83	2,75	2,77	2,68	2,55
	-13,09	-14,72	-0,32	5,84	7,13	8,47	9,51	8,88	9,98	15,46	17,50	8,66	-	-	-	-	-	-	-	-
	6,28	3,29	0,84	-0,91	-2,01	-0,91	-0,72	-0,08	1,43	2,18	3,57	5,04	-	-	-	-	-	-	-	-
	8,94	7,62	6,01	5,21	3,32	3,13	3,32	3,68	3,43	3,80	4,12	4,18	-	-	-	-	-	-	-	-
	5,13	5,12	4,71	5,01	4,05	3,81	3,71	3,48	3,26	3,15	3,28	3,37	-	-	-	-	-	-	-	-
	6,01	5,31	4,87	4,87	4,04	3,58	3,56	3,23	3,09	3,28	3,51	3,42	-	-	-	-	-	-	-	-
	5,61	5,07	4,31	4,02	2,99	2,71	2,81	2,76	2,57	2,87	3,21	3,46	-	-	-	-	-	-	-	-
	5,44	4,87	4,44	4,76	3,49	3,23	3,04	2,64	2,38	2,54	2,87	3,10	3,25	3,24	3,10	3,06	3,08	3,05	3,05	3,03
	5,55	5,09	4,58	4,66	3,64	3,33	3,28	3,03	2,82	2,96	3,22	3,34	-	-	-	-	-	-	-	-
	2,923	2,919	2,977	2,987	2,860	2,841	2,961	3,164	3,241	3,340	3,411	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	-3,2	-3,2	-0,7	-0,1	-3,5	-3,8	-0,5	4,5	2,0	3,2	4,0	5,0	0,8	0,3	0,2	0,5	-0,2	-0,3	-0,3	-0,2
	1,0	1,7	1,5	1,2	2,5	2,4	2,6	2,7	2,8	3,4	3,3	3,3	3,4	2,9	3,2	3,5	3,4	3,4	3,3	3,1
	2,2	2,2	2,6	2,5	3,6	4,0	4,1	4,1	4,2	4,3	4,6	4,2	-	-	-	-	-	-	-	-
	1,8	2,0	2,2	2,2	3,2	3,7	3,9	3,5	4,3	4,7	5,0	4,3	-	-	-	-	-	-	-	-
	3,2	3,9	3,6	4,4	6,2	4,9	5,8	5,7	2,9	2,6	3,3	4	-	-	-	-	-	-	-	-
	-1,6	-2,3	-4,2	-4,6	1,1	0,2	4,8	8,1	3,0	8,1	8,6	4,3	-	-	-	-	-	-	-	-
	2,6	3,3	2,5	-0,8	0,2	-1,7	1,4	6,2	2,7	6,1	7,0	3,9	-	-	-	-	-	-	-	-
	5,6	3,8	-2,3	-13,6	-1,8	0,2	-1,4	3,6	-10,3	-9,6	-3,8	-0,7	-	-	-	-	-	-	-	-
	2,2	5,1	6,4	4,8	-0,5	-1,3	-0,8	8,8	2,0	5,3	6,6	1,3	-	-	-	-	-	-	-	-
	-4,8	0,6	6,3	4,1	4,8	3,0	3,0	-2,1	11,3	20,7	11,1	12,7	-	-	-	-	-	-	-	-
	8,4	-10,5	-4,2	8,6	-2,7	2,0	7,6	-2,6	-1,1	-4,0	19,9	10,5	-	-	-	-	-	-	-	-
	-2,4	2,7	5,1	4,8	4,7	5,9	3,7	3,8	3,1	0,4	1,9	1,9	-	-	-	-	-	-	-	-
	0,1	1,3	2,2	1,0	4,2	3,4	3,7	4,3	3,8	4,8	4,8	4,2	-	-	-	-	-	-	-	-
	4,7	4,0	3,6	-1,9	2,0	3,3	4,8	5,7	1,9	5,7	1,8	2,1	-	-	-	-	-	-	-	-
	2,5	3,6	0,3	-1,5	2,7	7,5	8,3	13,4	7,3	8,7	10,7	6,8	-	-	-	-	-	-	-	-
	-0,5	-0,7	-1,0	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,0	-0,8	-0,7	-0,6	-0,5	-0,4	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,1
	-0,6	-2,5	1,5	-1,3	1,3	4,8	3,4	2,7	2,6	0,9	0,4	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	-1,7	-0,7	0,2	-2,5	6,1	6,0	6,7	9,1	5,5	8,2	8,9	-	-							