
INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

ISSN - 2711 - 1164



04/
2024



Abril de 2024

INFORME DE **POLÍTICA** **MONETARIA**

* Presentado por el equipo técnico a la Junta Directiva, para su reunión del 30 de abril de 2024.

Actualización 8 de mayo de 2024

Esta nueva versión incorpora correcciones de tipo ortotipográfico que no alteran la información presentada anteriormente.

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



Gerencia Técnica

Hernando Vargas Herrera
Gerente

Subgerencia de Política Monetaria e Información Económica (*)

Juan José Ospina Tejeiro
Subgerente

Departamento de Programación e Inflación

Carlos Huertas Campos
Director

Sección de Inflación

Adolfo León Cobo Serna
Jefe

Édgar Caicedo García
Juan Pablo Cote Barón
Nicolás Martínez Cortés
Franky Galeano Ramírez
Karen Pulido Mahecha
Sergio Restrepo Ángel

Sección de Programación Macroeconómica

Viviana Alfonso Corredor
Jefe

Luis Hernán Calderón López
Johanna Barbosa Buitrago
Marlon Salazar Silva
Darío Perdomo Sanchez

Sección de Gestión del Proceso de Pronóstico

Celina Gaitán Maldonado
Jefe

Andrea Salazar Díaz
Nicol Rodríguez Rodríguez
Tatiana Mora Arbeláez
Nicolle Herrera Pinto

Departamento de Modelos Macroeconómicos

Franz Hamann Salcedo
Director

Sección de Pronóstico

Julián Pérez Amaya
Jefe

Jose Vicente Romero Chamorro
Jonathan Muñoz Martínez
Sebastián García Echeverry
Laura Acevedo Schoenbohm
Juan Camilo Laborde Vera
Cristian González Téllez

Sección de Desarrollo de Modelos y Capacidades

José David Pulido Pescador
Jefe

Sara Naranjo Saldarriaga
Anderson Grajales Olarte
Juan Andrés Rincón Galvis

(*) En la elaboración de este Informe también colaboraron Eliana González, jefe de la Sección de Estadística; Deicy Cristiano, Julián Cárdenas, Isleny Carranza y Ramón Hernández, profesionales de la Sección de Estadística; Jesús Bejarano, director del Departamento de Análisis Macroeconómico Aplicado; Andrés Herrera, David López, Steven Zapata y Manuela Quintero, profesionales del Grupo de Análisis Fiscal y Sectorial; Aarón Levi Garavito, investigador de la Subgerencia de Política Monetaria e Información Económica; Sebastián Quintero, Óscar Murillo, Gabriel Plata, Sara Olmos, Camila Pinzón, Jeison Rodríguez, Daniel Riaño, 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 tercer día hábil siguiente a la reunión se publican las minutas de la Junta, donde se describen las posturas que llevaron a adoptar la decisión. Adicionalmente, el segundo día hábil siguiente a la Junta, en enero, abril, julio y octubre, se publica el Informe de Política Monetaria (IPM)⁴ realizado por el equipo técnico del Banco. El cuarto día hábil 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 mayo de 2023.

Contenido

1. Resumen **9**
 - 1.1 Resumen macroeconómico **9**
 - 1.2 Decisión de política monetaria **12**

2. Pronósticos macroeconómicos y análisis de riesgos **13**
 - 2.1 Contexto externo **13**
 - 2.2 Proyecciones macroeconómicas **18**
 - 2.3 Balance de riesgos del pronóstico macroeconómico **26**

3. Situación económica actual **29**
 - 3.1 Comportamiento de la inflación y precios **29**
 - 3.2 Crecimiento y demanda interna **32**
 - 3.3 Mercado laboral **34**
 - 3.4 Mercado financiero y monetario **35**

Recuadro 1: Un indicador de los servicios de transporte para medir la actividad económica colombiana **38**

Recuadro 2: Evolución reciente y perspectivas de la inversión **44**

Recuadro 3: Evaluación del error de pronóstico macroeconómico de 2023 **51**

Anexo 1 Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros **54**

Anexo 2 Principales variables del pronóstico macroeconómico **55**

Anexo 3 Densidades predictivas para otras variables relevantes del pronóstico macroeconómico **58**

Índice de gráficos

- Gráfico 1.1** Índice de precios al consumidor **9**
- Gráfico 1.2** IPC sin alimentos ni regulados **9**
- Gráfico 1.3** Producto interno bruto, acumulado 4 trimestres **10**
- Gráfico 1.4** Brecha del producto **10**
- Gráfico 1.5** Tasa de interés de política, TIB e IBR **12**

- Gráfico 2.1** PIB real de los socios comerciales **13**
- Gráfico 2.2** Inflación en algunos de los principales socios comerciales del país **14**
- Gráfico 2.3** Tasa de interés de política monetaria en algunos de los principales socios comerciales del país **14**
- Gráfico 2.4** Supuesto trimestral del precio del petróleo **15**
- Gráfico 2.5** Índice de presiones sobre las cadenas globales de suministro **15**
- Gráfico 2.6** Supuesto trimestral de la tasa de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos **16**
- Gráfico 2.7** Supuesto trimestral de la prima de riesgo de Colombia (CDS) **17**
- Gráfico 2.8** Comportamiento de la prima de riesgo y de la tasa de cambio nominal para algunos países de América Latina **18**
- Gráfico 2.9** Brecha inflacionaria de la TCR trimestral **18**
- Gráfico 2.10** Índice de precios al consumidor **19**
- Gráfico 2.11** IPC sin alimentos ni regulados **19**
- Gráfico 2.12** IPC alimentos **20**
- Gráfico 2.13** IPC regulados **20**
- Gráfico 2.14** Pronósticos de inflación de bancos y comisionistas de bolsa **20**
- Gráfico 2.15** ISE total y por sectores de actividad **21**
- Gráfico 2.16** PIB trimestral **21**
- Gráfico 2.17** Exportaciones totales de bienes (FOB) **22**
- Gráfico 2.18** Importaciones totales de bienes (CIF) **22**
- Gráfico 2.19** Producto interno bruto, acumulado 4 trimestres **23**
- Gráfico 2.20** Brecha del producto **24**
- Gráfico 2.21** Cuenta corriente anual **25**
- Gráfico 2.22** Tasa de interés de política promedio trimestral observada y esperada por los analistas **25**
- Gráfico 2.23** Índice de precios al consumidor, densidad predictiva **28**
- Gráfico 2.24** IPC sin alimentos ni regulados, densidad predictiva **28**
- Gráfico 2.25** Producto interno bruto, acumulado 4 trimestres, densidad predictiva **28**
- Gráfico 2.26** Brecha del producto, densidad predictiva **28**

- Gráfico 3.1** IPC e indicadores de inflación básica **29**
- Gráfico 3.2** IPP por procedencia **29**
- Gráfico 3.3** IPC de bienes y servicios, sin alimentos ni regulados **29**
- Gráfico 3.4** IPC de servicios, sin alimentos ni regulados y sus componentes **30**
- Gráfico 3.5** IPC de regulados y sus componentes **31**
- Gráfico 3.6** IPC de alimentos y sus componentes **31**
- Gráfico 3.7** Producto interno bruto **32**
- Gráfico 3.8** Contribuciones a la variación anual del PIB trimestral **32**
- Gráfico 3.9** Formación bruta de capital fijo trimestral **33**
- Gráfico 3.10** Gasto de consumo final de los hogares y del Gobierno General **33**
- Gráfico 3.11** Exportaciones, importaciones y balanza comercial **33**
- Gráfico 3.12** Niveles sectoriales de valor agregado del cuarto trimestre de 2023 relativos al cuarto trimestre de 2019 **34**
- Gráfico 3.13** Población ocupada por dominios geográficos **34**
- Gráfico 3.14** Empleo por posición ocupacional: agregado nacional **34**
- Gráfico 3.15** Tasa de desempleo por dominios geográficos **35**
- Gráfico 3.16** Curva de Beveridge para las siete ciudades principales **35**
- Gráfico 3.17** Tasas reales de interés del crédito **36**
- Gráfico 3.18** Cartera bruta en moneda nacional **37**
- Gráfico 3.19** Indicador de mora **37**

Gráfico R1.1	Índice de los servicios de transporte para Colombia	40
Gráfico R1.2	Componentes del Istco	41
Gráfico R1.3	Relación del Istco con algunos indicadores de actividad económica	41
Gráfico R2.1	Formación bruta de capital fijo y contribuciones de sus componentes	44
Gráfico R2.2	Relación lineal de la inversión en maquinaria y equipo y algunos de sus determinantes	46
Gráfico R2.3	Inversión en maquinaria y equipo	47
Gráfico R2.4	Inversión en otros edificios y estructuras	47
Gráfico R2.5	Inversión en vivienda	49
Gráfico R2.6	Indicadores del mercado de la vivienda	49
Gráfico R3.1	Error de pronóstico de la inflación en 2023	52
Gráfico R3.2	Error de pronóstico del crecimiento en 2023	53
Gráfico A3.1	Supuesto trimestral del crecimiento 12 meses de los socios comerciales con base en las proyecciones anuales, densidad predictiva	58
Gráfico A3.2	Supuesto trimestral del precio del petróleo, densidad predictiva	58
Gráfico A3.3	Supuesto trimestral de la tasa de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos, densidad predictiva	58
Gráfico A3.4	Supuesto trimestral de la prima de riesgo de Colombia (CDS), densidad predictiva	58
Gráfico A3.5	IPC de alimentos, densidad predictiva	59
Gráfico A3.6	IPC de regulados, densidad predictiva	59

Índice de cuadros

Cuadro 2.1	Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales	13
Cuadro 3.1	Tasas de interés promedio mensual	36
Cuadro R1.1	Principales fuentes de información del Istco	39
Cuadro R1.2	Correlación contemporánea con indicadores líderes	42

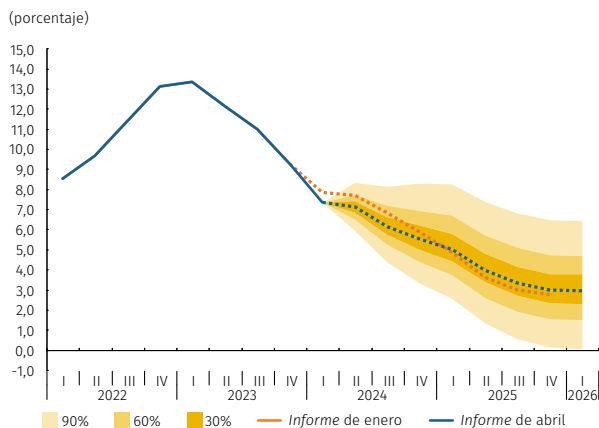
1. Resumen

1.1 Resumen macroeconómico

Durante el primer trimestre la inflación total y la básica¹ continuaron descendiendo y lo hicieron a un ritmo mayor que el proyectado, aunque siguen registrando tasas que superan la meta. Las acciones acumuladas de la política monetaria y la disolución de algunos choques que han afectado los precios continuarían contribuyendo a que la inflación converja al 3% en 2025. En marzo la inflación total y la básica se ubicaron en el 7,4% y 6,8%, respectivamente, continuando con la tendencia decreciente registrada desde el año anterior. Entre diciembre de 2023 y marzo de este año todos los grandes segmentos del índice de precios al consumidor (IPC) se desaceleraron, siendo la canasta de bienes y de alimentos las de mayor contribución a la reducción de la inflación anual en este periodo. Este comportamiento se explicó por la apreciación del peso, por una amplia oferta de alimentos, por las reducciones de costos y precios internacionales y por menores ajustes de los servicios públicos, que contrarrestaron las presiones al alza asociadas con rubros como los arriendos. Lo anterior, en el contexto de una política monetaria contractiva y en presencia de algunos excesos de capacidad productiva estimados para este periodo. Hacia adelante se continúa previendo la convergencia de la inflación hacia la meta, en medio de una demanda débil, una indexación de varios precios a una tasa de inflación menor que en 2023, y de la persistencia de algunos de los factores que han explicado el descenso observado de la inflación. Con todo esto, los pronósticos de la inflación total y básica se situaron para finales de 2024 en un 5,5% y 5,1%, respectivamente, frente al 5,9% y 5,4% en el *Informe de enero* (Gráficos 1.1 y 1.2). En 2025 la inflación continuaría moderándose y se ubicaría en valores cercanos al 3% para finales de ese año. Estas proyecciones continúan enfrentando una elevada incertidumbre e involucran riesgos importantes al alza asociados, entre otros, con el comportamiento futuro de la tasa de cambio, por factores locales o externos, con posibles ajustes represados en algunos servicios públicos y de transporte, y con las condiciones climáticas, las cuales también son fuente de incertidumbre para la canasta de alimentos.

En 2023 la actividad económica se desaceleró algo más de lo estimado en el *Informe anterior*. Para 2024 se espera una recuperación del crecimiento económico (1,4%), que se acentuaría en 2025, senda que sería compatible con la convergencia de la inflación a la meta. De acuerdo con las cuentas nacionales del DANE, en 2023 la actividad económica registró un crecimiento anual del 0,6%, inferior al 1,0% estimado en el *Informe de enero*. Lo anterior se explicó, en gran medida, por una revisión a la baja en las cifras de las cuentas nacionales, lo cual se refleja en un nivel de producto inferior para 2021, 2022 y 2023. La revisión a la baja se presentó en la demanda externa neta,

Gráfico 1.1
Índice de precios al consumidor^{a/, b/}
(variación anual, fin de periodo)

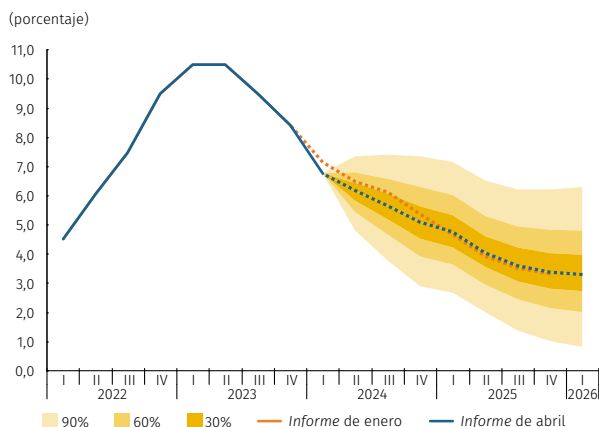


a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las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

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

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

Gráfico 1.2
IPC sin alimentos ni regulados^{a/, b/}
(variación anual, fin de periodo)



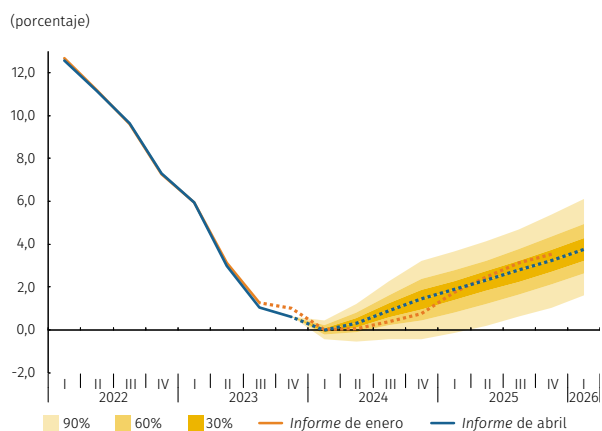
a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las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

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

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

1 Sin alimentos ni regulados.

Gráfico 1.3
Producto interno bruto, acumulado 4 trimestres^{a, b, c/}
(variación anual)



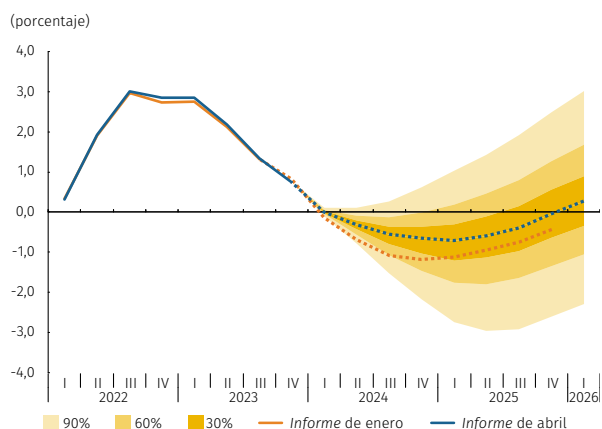
a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las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

b/ Series desestacionalizadas y ajustadas por efectos calendario.

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

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

Gráfico 1.4
Brecha del producto^{a, b, c/}
(acumulado 4 trimestres)



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

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

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

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

la formación bruta de capital fijo y el consumo público, lo que fue parcialmente compensado por una revisión al alza en el consumo privado. Con todo esto, la demanda interna cayó en un 3,8%, producto de un débil desempeño de la inversión y una moderación en el ritmo de crecimiento del consumo. No obstante, la caída de la demanda interna resultó menor que la esperada (-4,3%). Para el primer trimestre de 2024 los indicadores económicos sugieren un incremento trimestral del consumo y una formación bruta de capital fijo que se mantendría en un nivel muy cercano al observado en el cuarto trimestre de 2023. La demanda interna habría mejorado frente a lo observado a finales del año anterior y su caída anual se moderaría. La demanda externa neta en pesos constantes habría continuado en terreno negativo, no obstante, su contribución a la variación anual del PIB habría seguido siendo positiva. Todo lo anterior apunta a un crecimiento anual del PIB del 0,3% durante los tres primeros meses de 2024, superior a lo anticipado en el Informe de enero (-1,0%). Por el lado de la oferta, este pronóstico considera niveles de actividad altos en el sector primario, gracias a una oferta agrícola significativamente mayor que lo estimado en enero. En lo que resta de 2024 y hacia 2025, los niveles de actividad económica continuarían recuperándose. Esto, en un entorno de condiciones de financiamiento externo algo menos apretadas y de una política monetaria menos restrictiva a lo largo del horizonte de pronóstico, a medida que la inflación converge a la meta del 3%. Con esto, para 2024 se proyecta un crecimiento económico del 1,4% (antes 0,8%), jalonado por el consumo y a pesar de un débil desempeño esperado de la inversión. Para 2025 el crecimiento sería del 3,2% (antes 3,5%), con un consumo que continuaría mejorando, una inversión que se recuperaría desde los muy bajos niveles de 2024 (pero que permanecería en niveles inferiores a los de 2019), y una recuperación gradual de la demanda externa (Gráfico 1.3). Para los mismos años, la proyección de excesos de capacidad productiva se redujo y se proyecta que estos se eliminen al final del horizonte de pronóstico (Gráfico 1.4). Es importante anotar que algunos indicadores de alta frecuencia, como el indicador de seguimiento a la economía (ISE), respaldan el aumento de la proyección del crecimiento de la actividad económica para el primer trimestre de 2024, en buena parte por un desempeño atípicamente sobresaliente, y en principio transitorio, de algunas actividades del sector primario, pero también por un comportamiento favorable de algunos servicios. Adicionalmente, estas estimaciones continúan sujetas a un alto grado de incertidumbre por factores externos (tensiones políticas globales y una política monetaria en los países avanzados) e internos (incertidumbre sobre la evolución e impacto de las reformas presentadas al Congreso y respuesta de la demanda interna a las condiciones financieras locales y a posibles menores ingresos fiscales).

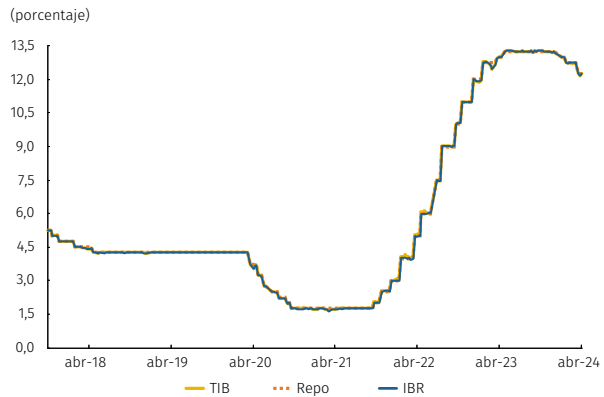
Para 2024 se espera que el déficit de la cuenta corriente como porcentaje del PIB se sitúe en el 3,1%, superior al 2,7% observado en 2023. En 2024 la ampliación del déficit externo se explicaría, principalmente, por el aumento de las importaciones de bienes y por los menores precios esperados del carbón y café frente a 2023, los cuales generarían una caída en las exportaciones en dólares, a pesar de las mejores perspectivas del precio internacional del petróleo. No obstante, el aumento marginal esperado del déficit corriente, la disminución del

desbalance externo observado en 2023 y su nivel relativamente estable esperado para 2024 representan una mejor posición externa del país y hacen que la economía sea menos vulnerable ante deterioros significativos en el contexto global.

Frente a las estimaciones del Informe de enero, la inflación global sigue alta y su ritmo de reducción es menor, la desaceleración de la demanda externa ha sido más lenta y las condiciones de financiamiento externas del país mejoraron. Para 2024 varios organismos internacionales estiman una desaceleración más lenta de la economía global y una inflación que se reduciría a un menor ritmo, por lo cual esta última se mantendría por encima de las metas de varios bancos centrales. En el caso particular de Estados Unidos, las cifras del mercado laboral fueron mejores de lo esperado y la desaceleración de la actividad económica estaría siendo más lenta, mientras que la inflación ha sido mayor frente a lo anticipado por el mercado y se aceleró durante los últimos tres meses. Como respuesta, los futuros asociados con la tasa de interés de política monetaria en ese país han aumentado recientemente para 2024 y 2025. Por lo anterior, en este Informe se revisó al alza la senda esperada de la tasa de interés de la Reserva Federal (Fed), entidad que ahora contempla reducciones escalonadas que comenzarían hacia el final del tercer trimestre del año y ubicarían esta tasa en un rango entre el 4,75 % y 5,0 % al cierre de 2024. A pesar de esto, en los últimos meses las condiciones financieras internacionales se han relajado, lo que se ha reflejado en una caída de la prima de riesgo soberano de Colombia y una apreciación del peso frente al último trimestre de 2023. En lo que resta del año se espera un deterioro de los términos de intercambio, aunque menor que el estimado en el Informe anterior, debido, en parte, al aumento en las perspectivas del precio internacional del petróleo. La incertidumbre sobre los pronósticos externos y sobre su impacto en el país se mantiene elevada, dada la imprevisible evolución de los conflictos globales (Ucrania y Medio Oriente), el aumento de las tensiones geopolíticas en las últimas semanas, la evolución del comercio exterior, las condiciones financieras externas y la percepción del riesgo soberano de Colombia, entre otros.

La postura contractiva de la política monetaria ha contribuido a la reducción de los desequilibrios macroeconómicos del país. No obstante, la inflación y la mayoría de las medidas de expectativas continúan ubicándola por encima de la meta del 3 %. Para el primer trimestre de 2024 los indicadores de actividad económica señalan que la economía habría continuado ajustándose y que ya se estarían presentando excesos de capacidad productiva, aunque algo menores que los estimados en enero. No obstante, el mercado laboral continúa mostrando tasas de desempleo en niveles relativamente bajos respecto a la historia de la variable, aunque con deterioros del empleo en los últimos meses. La dinámica del crédito siguió moderándose y el deterioro de la calidad de la cartera continuó, pero el sistema financiero colombiano mantiene niveles de provisiones, solvencia y liquidez que le permitirían enfrentar un debilitamiento macroeconómico importante. El déficit en la cuenta corriente se redujo y la posición externa se hizo más sostenible. Las inflaciones total y básica volvieron a reducirse más de lo pronosticado, pero se mantienen en tasas elevadas que superan ampliamente la meta. La mayoría de las expectativas de inflación se mantienen por encima del 3 %, en particular aquellas a dos años. Hacia adelante, se espera que la inflación siga disminuyendo, en un entorno de excesos de capacidad productiva. Este contexto macroeconómico, caracterizado por una inflación elevada, expectativas de inflación superiores al 3 % y riesgos al alza en estas variables, señala la necesidad de mantener una postura de política monetaria que continúe propendiendo por la convergencia de la inflación hacia la meta en 2025 y que se ubique en 3 % +/- 1 pp a mediados de dicho año. Dadas la reducción de la inflación y de sus expectativas, la moderación de la demanda interna y un balance externo más sostenible, dicha postura incluye una disminución de la tasa de interés nominal de política monetaria. En la medida en que se siga consolidando la convergencia de la inflación y sus expectativas hacia la meta y se mantengan condiciones favorables para la estabilidad macroeconómica del país, la política monetaria podrá ser menos restrictiva.

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



a/ TIB: Tasa de interés interbancaria. IBR: Indicador bancario de referencia. Repo: Tasa de interés de política monetaria.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

1.2 Decisión de política monetaria

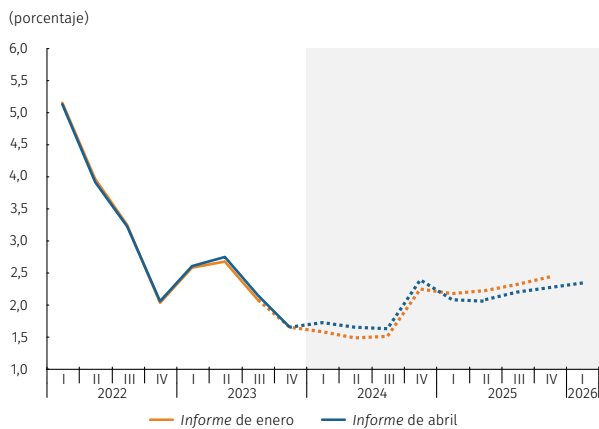
En sus reuniones de marzo y abril de 2024 la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) decidió, por mayoría, reducir la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos básicos (pb) en cada reunión, llevándola al 11,75 % (Gráfico 1.5).

2. Pronósticos macroeconómicos y análisis de riesgos¹

2.1 Contexto externo

2.1.1 Demanda externa

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



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

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

Principales socios	2022 (pr)	2023 (pr)	2024 (proy)	2025 (proy)
Estados Unidos	1,9	2,5	2,1	1,7
Zona del euro	3,4	0,5	0,6	1,5
China	3,0	5,2	4,7	4,3
Ecuador	6,2	2,4	0,7	2,1
Brasil	3,0	2,9	1,9	2,0
Perú	2,7	-0,6	1,9	2,6
México	3,9	3,2	2,4	1,9
Chile	2,1	0,2	2,2	2,4
Total socios comerciales^{a/}	3,6	2,3	1,8	2,2

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

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

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

La demanda externa relevante para el país continuaría desacelerándose en 2024 y repuntaría en 2025. No obstante, la desaceleración sería menor que lo contemplado en el Informe anterior (Gráfico 2.1). El más reciente informe del Fondo Monetario Internacional (FMI) proyecta que el crecimiento económico mundial de 2024 se mantendría estable frente a 2023 en un 3,2%. En cuanto a los principales socios comerciales del país, se destaca el buen desempeño de la economía de Estados Unidos en lo corrido de 2024, explicado por la fortaleza de su mercado laboral, la migración, el crecimiento salarial de los hogares, y las buenas perspectivas en los sectores de servicios y manufactura². A esto se suma la buena dinámica económica observada recientemente en Brasil, así como las sorpresas positivas en los últimos indicadores de actividad económica de China. Esto último ha aumentado la confianza en el cumplimiento de la meta de crecimiento económico anual establecida por el gobierno chino³. A su vez, el crecimiento en 2024 de los socios contempla una recuperación en otras economías como Chile, Perú y, en menor medida, la zona del euro, luego de la debilidad de la actividad económica observada en 2023. Además de lo anterior, se contemplan unas condiciones financieras internacionales relativamente holgadas frente a lo observado el año anterior y expectativas del comienzo en la reducción de tasas de política monetaria en 2024 en algunas economías avanzadas. Con esto, para 2024 el supuesto de crecimiento de los socios comerciales se revisó ligeramente al alza al 1,8% (frente al 1,7% del Informe anterior), lo que continúa representando una desaceleración frente al 2,3% estimado para 2023. Para 2025 se prevé un repunte del crecimiento al 2,2%⁴ (Cuadro 2.1) en la medida en que la inflación de los

1 Las proyecciones presentadas en este capítulo fueron realizadas a partir de estimaciones de los modelos centrales de pronóstico Patacon y 4GM. Para mayor detalle de estos modelos véase <https://www.banrep.gov.co/es/node/149> y <https://www.banrep.gov.co/en/4gm-new-model-monetary-policy-analysis-colombia>

2 En la escritura de este Informe se conoció que, según cifras preliminares, en el primer trimestre de 2024 el PIB de Estados Unidos presentó un crecimiento trimestral anualizado del 1,6%.

3 Durante la elaboración del presente Informe se conoció que, en el primer trimestre de 2024, la economía china creció un 5,3% en términos anuales, por encima de la expectativa del mercado y del objetivo de crecimiento del 5,0% fijado por el gobierno chino para todo el año.

4 Este crecimiento sería, sin embargo, inferior al promedio histórico del indicador (2,94% entre 2001 y 2022).

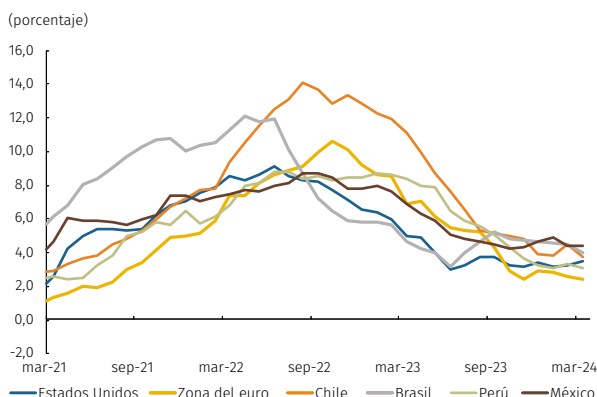
diferentes socios continúe convergiendo a sus metas (Gráfico 2.2) y el ciclo de flexibilización de las tasas de política monetaria continúe (Gráfico 2.3). Esta proyección sigue enfrentando una incertidumbre elevada ante el posible impacto de los eventos climatológicos adversos sobre la actividad económica global, la persistencia de tensiones geopolíticas, comerciales y bélicas a nivel mundial y la alta incertidumbre política de cara a las elecciones que realizarán en 2024 en gran parte del mundo.

2.1.2 Desarrollos de precios en el extranjero

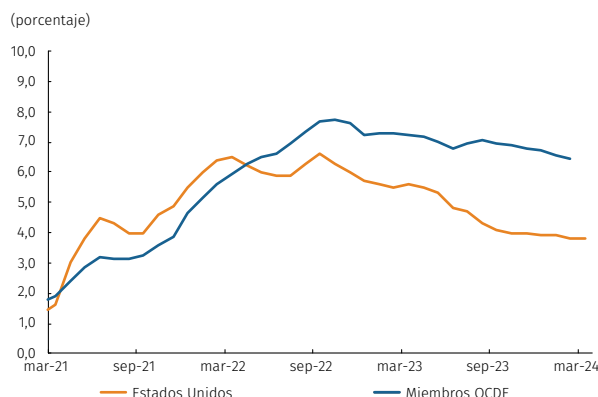
El supuesto del precio del petróleo se revisó al alza en el horizonte de pronóstico frente al Informe anterior (Gráfico 2.4), en un entorno de oferta restringida, de aumento de la demanda de crudo y de tensiones geopolíticas crecientes. En el primer trimestre de 2024 se observó un precio promedio del crudo para la referencia Brent de USD82 por barril (bl), ligeramente inferior a lo registrado durante el cuarto trimestre de 2023 (USD82,8 bl). No obstante, en lo corrido al 19 de abril se ha observado un incremento en los precios, ubicándolo cerca de USD89 bl.

Gráfico 2.2
Inflación en algunos de los principales socios comerciales del país

A. Inflación total



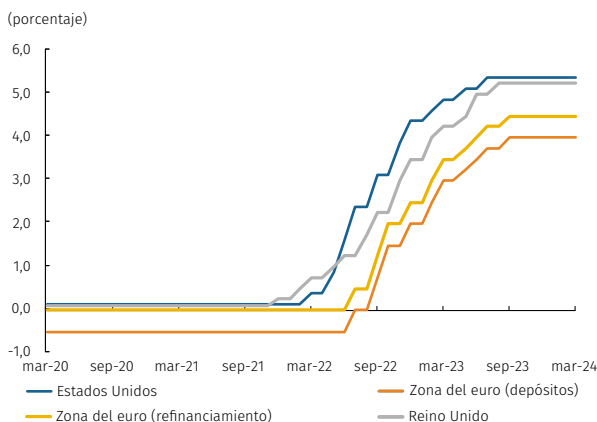
B. Inflación excluyendo alimentos y energía



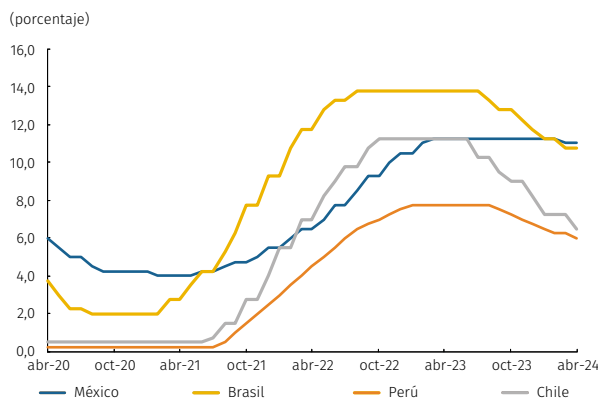
Fuentes: Bloomberg y Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE).

Gráfico 2.3
Tasa de interés de política monetaria en algunos de los principales socios comerciales del país

A. Economías avanzadas

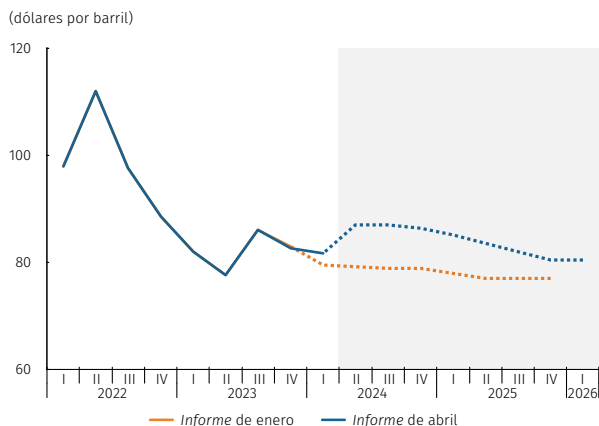


B. América Latina



Nota: los datos de abril de 2024 son los observados al 19 de ese mes.
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 2.4
Supuesto trimestral del precio del petróleo



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

La tendencia creciente en los precios y la revisión al alza en la senda esperada de la cotización internacional del petróleo en el presente *Informe* se debe, en parte, a una oferta mundial de petróleo restringida. En particular, por los recortes sobre la extracción de crudo implementados por la Organización de Países Exportadores de Petróleo y sus aliados (OPEP+)⁵, que se espera que se mantengan a lo largo de 2024. A esto se suma la moderación observada y esperada en la producción de petróleo en Rusia, junto con la reducción en la producción de algunos países como México. De igual forma, contribuyen a la revisión al alza el escalamiento de las tensiones geopolíticas en Medio Oriente, los ataques de Ucrania a refinerías de petróleo rusas, el aumento en la demanda de petróleo impulsada por la actividad económica de China e India, y el creciente consumo de algunos de sus derivados. Sin embargo, el aumento en los precios estaría limitado por el incremento esperado en la oferta mundial de petróleo de los países que no pertenecen a la OPEP, principalmente la de Estados Unidos, así como por un mayor uso de energías limpias. Con todo lo anterior, se supone un precio promedio para el Brent cercano a los USD86 bl en 2024 y de USD83 bl en 2025, proyecciones superiores a lo contemplado en el *Informe* de enero (USD79 bl y USD77 bl, respectivamente). En general, la incertidumbre sobre la evolución de este precio se mantiene elevada debido, principalmente, a los conflictos geopolíticos que afectan este mercado.

En 2024 los términos de intercambio se reducirían frente al año anterior, pero menos que lo contemplado en el *Informe* de enero debido al incremento esperado en los precios del petróleo. Para el presente año, se continúa proyectando un deterioro anual de los términos de intercambio de Colombia, por cuenta de las reducciones en la cotización internacional de algunas materias primas exportadas (carbón y café) y el crecimiento de los precios en dólares de los bienes intermedios importados por el país. No obstante, la disminución se daría en una menor magnitud que lo proyectado en el *Informe* anterior, debido al incremento esperado en la cotización internacional de los precios del petróleo y del oro.

Gráfico 2.5
Índice de presiones sobre las cadenas globales de suministro^{a/}



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

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

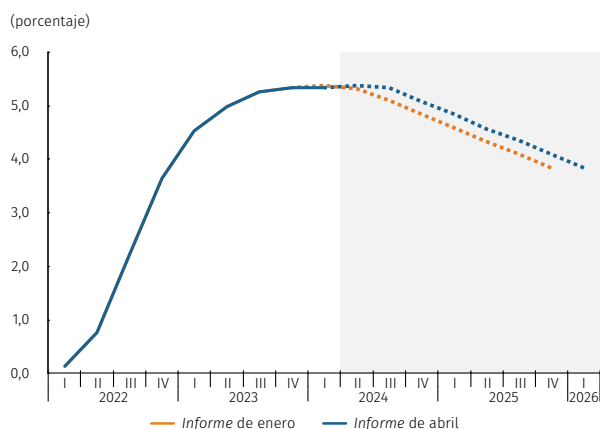
La inflación global continuaría moderándose a lo largo de 2024, pero se mantendría por encima de la meta en países como Estados Unidos y la zona del euro. Durante 2023 la inflación total mundial se redujo de manera significativa, debido, principalmente, a unos menores precios de la energía y de los alimentos, a la desaceleración económica mundial, y a una política monetaria restrictiva a nivel global. Por su parte, la moderación de la inflación subyacente, aunque más lenta, se dio en medio de unos menores precios de las materias primas energéticas y la normalización gradual de las cadenas globales de suministro (Gráfico 2.5), lo que contribuyó a la reducción de los precios de los bienes. No obstante, las cifras más recientes de inflación total y básica para los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) han aumentado debido a los incrementos recientes en los precios internacionales de

5 En el comunicado publicado el 3 de marzo de 2024, los países miembros de la OPEP y sus aliados mantuvieron los recortes voluntarios sobre la producción de petróleo de 2,2 millones de barriles diarios hasta el final del segundo trimestre de 2024.

la energía y por presiones en los precios de los servicios, que aún persisten⁶. En este contexto, el más reciente informe del FMI revisó ligeramente al alza su proyección de inflación total mundial del 5,8% al 5,9% para 2024 y del 4,4% al 4,5% para 2025, resaltando que las economías avanzadas retornarían a su objetivo inflacionario antes que las economías emergentes y en vías de desarrollo. En Estados Unidos en marzo de 2024 la inflación total sorprendió al mercado por cuarto mes consecutivo, al acelerarse al 3,5% (Gráfico 2.2). Este valor fue producto de aumentos recientes en los precios locales de la gasolina y de algunos servicios. La inflación básica se ubicó en el 3,8%, dato que también sorprendió al alza al mercado. En la zona del euro el proceso deflacionario ha continuado y para marzo la inflación total se moderó al 2,4%, mientras que la inflación básica se redujo al 2,9% (Gráfico 2.2). Durante 2024 la inflación total en estas economías continuaría moderándose, dado que la postura de la política monetaria se mantendría contractiva, pero la inflación se mantendría por encima de su meta a finales del año. Se contempla un riesgo al alza en el corto plazo sobre esta variable, que estaría asociado con las tensiones geopolíticas, las cuales podrían generar interrupciones en los mercados energéticos, aumentos en los costos de transporte derivados por problemas en el canal de Panamá y el mar Rojo y la persistencia de la solidez en los mercados laborales locales.

2.1.3 Desarrollos financieros externos

Gráfico 2.6
Supuesto trimestral de la tasa de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos

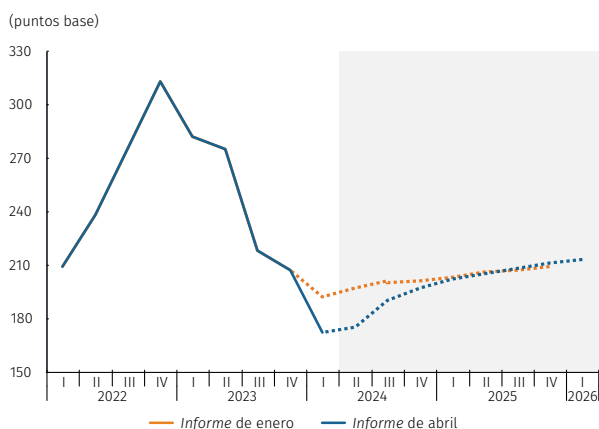


Fuente: Reserva Federal de San Luis; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

El supuesto de la tasa de interés de política monetaria en Estados Unidos se revisó al alza para el horizonte de pronóstico (Gráfico 2.6), en un entorno de mayores presiones inflacionarias en esa economía. En la reunión del 30 de abril - 1 de mayo de 2024, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por su sigla en inglés) mantuvo sin cambios su tasa de interés en un rango entre el 5,25% y 5,50%⁷, en línea con lo proyectado en el Informe anterior (Gráfico 2.3). En las minutas de la reunión de marzo, los miembros del FOMC señalaron la necesidad de tener una mayor confianza en que la inflación convergiera de manera sostenible a su objetivo del 2% antes de reducir su tasa de interés⁸. Esto, en un contexto en el que el balance de riesgos para la inflación pasó de ser equilibrado a sesgado al alza. Lo anterior se dio en medio de las sorpresas alcistas en los datos más recientes del mercado laboral y de la inflación⁹. Como respuesta a aquellos datos, en las últimas semanas los

- 6 A febrero de 2024 la inflación total y básica de los países miembros de la OCDE fue del 5,7% y 6,4%, respectivamente, luego del pico observado en octubre de 2022 (10,7% y 7,7%, respectivamente).
- 7 En su reunión del 11 de abril de 2024, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo sus tasas de interés de referencia estables por quinta reunión consecutiva y el mercado sigue contemplando reducciones que comenzarían hacia mediados de 2024.
- 8 Dicho mensaje fue ratificado por el Presidente de la Reserva Federal en la rueda de prensa de la reunión del primero de mayo.
- 9 Durante sus más recientes reuniones (enero, marzo y mayo de 2024) el FOMC ha observado sorpresas al alza en la inflación total y básica de diciembre, enero y febrero. Posterior a la reunión de marzo, se conoció una nueva sorpresa en los datos, en donde la inflación total se aceleró al 3,5% y la básica se ubicó en el 3,8%.

Gráfico 2.7
Supuesto trimestral de la prima de riesgo de Colombia (CDS)^{a/}



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

futuros asociados con la tasa de interés de política monetaria han aumentado para 2024 y 2025¹⁰, e incluso contemplan un menor número de reducciones en dicha tasa que las estimadas en las proyecciones más recientes del FOMC. Teniendo en cuenta lo anterior, para 2024 se revisó al alza el supuesto de la tasa de interés de la Reserva Federal, el cual ahora contempla dos reducciones escalonadas que comenzarían a finales del tercer trimestre de este año y ubicarían la tasa de interés en un rango entre el 4,75% y 5,0% al cierre de 2024. Hacia 2025 continuarían dándose las reducciones en la tasa de referencia y esta se ubicaría en un rango entre el 3,75% y 4,0% a finales del año, en la medida en que la inflación se acerque a su meta. Se mantiene la elevada incertidumbre sobre este supuesto, la cual está asociada con las preocupaciones sobre la sostenibilidad fiscal de ese país, los posibles aumentos en la tasa de interés real neutral, los riesgos sobre la estabilidad financiera (derivados de la exposición de la banca al sector inmobiliario comercial) y los impactos de los conflictos geopolíticos sobre los precios internacionales de la energía que afectan la inflación local.

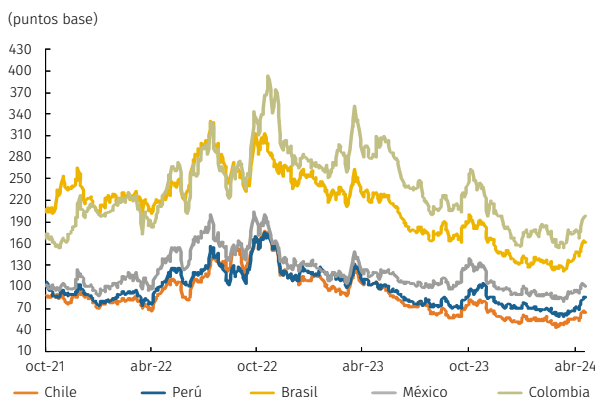
Para 2024 y 2025 la prima de riesgo para Colombia sería menor respecto a lo estimado en el Informe de enero (Gráfico 2.7), en un contexto de condiciones financieras externas más holgadas. Durante el primer trimestre del año los principales indicadores de volatilidad en los mercados financieros internacionales continuaron moderándose, alcanzando valores previos a la pandemia. Lo anterior, junto con el fin del ciclo de alzas en las tasas de interés de política en las economías avanzadas, los buenos resultados de la actividad económica en Estados Unidos, la mejora en los índices accionarios, entre otros, se reflejaron en condiciones financieras internacionales más holgadas. En este contexto, las primas de riesgo de varios países emergentes siguieron reduciéndose en el primer trimestre de 2024 frente al promedio observado en el cuarto trimestre del año anterior (Gráfico 2.8, panel A). En el caso de Colombia, el promedio del *credit default swap* (CDS) a cinco años pasó de 208 puntos básicos (pb) en el cuarto trimestre de 2023 a 172 pb para el primer trimestre de 2024, y el peso colombiano continuó apreciándose para el mismo periodo (Gráfico 2.8, panel B). Sin embargo, el recrudecimiento de los conflictos geopolíticos en Medio Oriente durante la segunda semana de abril elevó la tensión y la aversión al riesgo en los mercados internacionales. Con esto, la prima de riesgo del país se incrementó de 165 pb en promedio durante marzo a 183 pb en lo corrido al 19 de abril. En línea con estos acontecimientos, se supone una senda de la prima de riesgo ligeramente inferior a la del Informe anterior, que alcanzaría, en promedio, los 184 pb en 2024. Para 2025 se mantiene el supuesto de un CDS que en promedio alcanzaría los 207 pb¹¹. Esta senda de la prima de riesgo mantiene una tendencia creciente, acorde con la alta

10 Para finales de 2024 y 2025 los futuros asociados con la tasa de interés de política monetaria, tomados el 19 de abril de 2024, se ubican en el 4,99% y 4,36%, respectivamente, frente al 4,10% y 3,48% de los futuros tomados el 24 de enero de 2024.

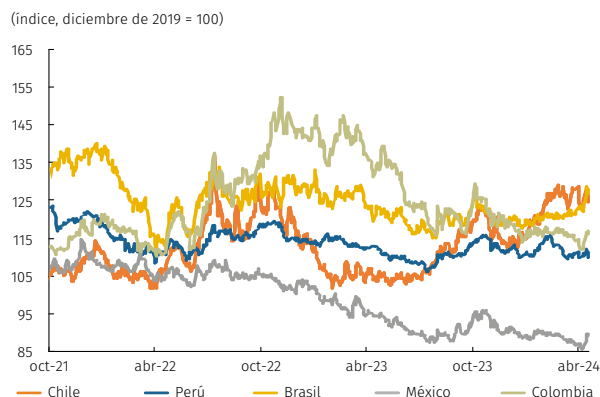
11 En el Informe de enero el supuesto para el CDS a cinco años de Colombia fue de 198 pb para 2024 y 207 pb para 2025.

Gráfico 2.8
Comportamiento de la prima de riesgo y de la tasa de cambio nominal para algunos países de América Latina

A. Credit default swap a cinco años



B. Tasa de cambio nominal



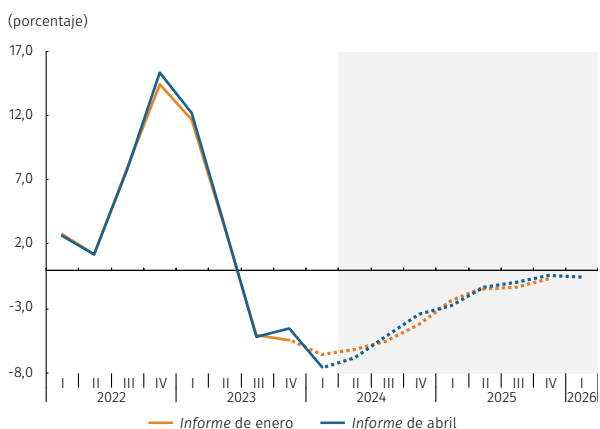
Nota: cifras hasta el 19 de abril de 2024.
Fuente: Bloomberg; cálculos del Banco de la República.

incertidumbre sobre el futuro de las cuentas fiscales del país y un nivel de endeudamiento público que aumentaría en el horizonte de pronóstico. La trayectoria también considera la elevada incertidumbre global y la presencia de crecientes conflictos geopolíticos mundiales.

2.2 Proyecciones macroeconómicas¹²

2.2.1 Inflación

Gráfico 2.9
Brecha inflacionaria de la TCR trimestral^{a/}
(variación anual, fin de periodo)



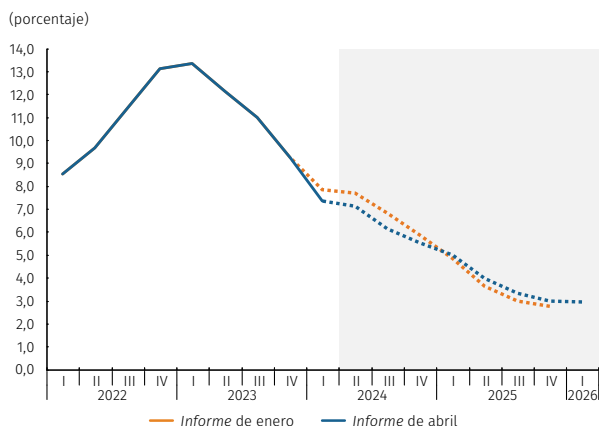
a/ La brecha inflacionaria de la tasa de cambio real (TCR) captura las presiones inflacionarias provenientes de la tasa de cambio. Valores positivos de esta brecha implican presiones alcistas sobre la inflación provenientes del tipo de cambio. Esta brecha se calcula como la desviación de la tasa de cambio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

La inflación total continuaría descendiendo en lo que resta de 2024 a una velocidad algo mayor que la prevista en el Informe anterior y mantendría su convergencia hacia la meta, la cual se alcanzaría en 2025. El descenso gradual y la convergencia hacia la meta del 3% serían consecuencia, principalmente, de una postura contractiva de la política monetaria, de unas brechas negativas del producto y de la tasa de cambio real (Gráfico 2.9), de la moderación de las expectativas de inflación y de la dilución de los choques de oferta que han afectado los precios en los últimos años. No obstante, dadas las presiones sobre los precios acumuladas en el pasado y la inercia que han generado sobre la inflación en Colombia, esta continuaría registrando tasas superiores a la meta durante 2024 y alcanzaría el 3% hacia 2025. Frente al Informe de enero, la senda de pronóstico se redujo para 2024 debido, principalmente, a resultados más bajos de lo previsto para el primer trimestre del año en todas las subcanastas, exceptuando los servicios. A esto se suman menores ajustes esperados en los precios de algunos regulados para lo que resta del año, así como presiones cambiarias desinflacionarias algo mayores. Estos factores bajistas más que compensarían algunas presiones alcistas provenientes de la subcanasta de servicios, producto de una persistencia algo mayor en sus ajustes frente a lo anticipado. Por su parte, para

12 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.

2025 la senda pronosticada de la inflación total tuvo ligeros ajustes al alza, dadas algunas presiones alcistas adicionales en algunos regulados y en alimentos. Esto, en un entorno de excesos de capacidad instalada menores que los estimados en el *Informe* anterior. Estos pronósticos siguen considerando la presencia de un fenómeno de El Niño con efectos transitorios y moderados sobre la inflación, así como efectos estimados de los impuestos saludables y de las alzas esperadas en el precio de los combustibles. Con todo esto, se espera que la inflación total anual sea del 5,5% y del 3,0% para finales de 2024 y 2025, respectivamente (Gráfico 2.10).

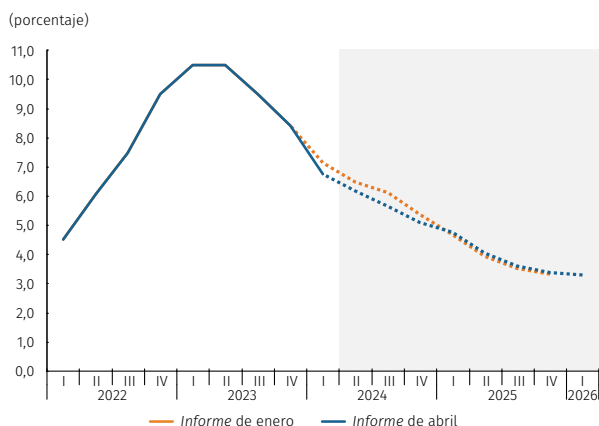
Gráfico 2.10
Índice de precios al consumidor
(variación anual, fin de periodo)



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

La inflación básica también mantendría una tendencia decreciente en el horizonte de pronóstico, favorecida, en parte, por una disminución sustancial en el ritmo de ajuste de los precios de los bienes y pese a la inercia que se espera en el de los servicios. La variación anual del IPC sin alimentos ni regulados caería a un ritmo algo más lento que el de la inflación total y se ubicaría en niveles cercanos al 3,0% a finales de 2025, gracias a gran parte de los factores ya señalados. En sus componentes, la senda prevista para la variación anual del IPC de los bienes presentó una revisión a la baja frente al *Informe* anterior, ubicándose en valores significativamente inferiores al 3,0% en todo el horizonte de pronóstico. Lo anterior respondería a presiones cambiarias bajistas más acentuadas para buena parte de 2024, así como a reducciones más importantes en los precios de algunos bienes importados. Por su parte, la inflación de servicios presentaría una reducción gradual en el horizonte de pronóstico, aunque un poco más lenta que la prevista en el *Informe* de enero. Esto, producto de una mayor persistencia inflacionaria en los precios de importantes servicios a inicios de 2024, como los arriendos, que continuarían con la caída en sus variaciones anuales iniciada en marzo, aunque a un ritmo un poco más lento que en el *Informe* de enero. Lo anterior llevaría a que la inflación de servicios se siga situando ligeramente por encima del 4,0% al cierre de 2025. Con todo esto, la senda de pronóstico de la inflación básica anual se revisó un poco a la baja para 2024 y mantuvo valores similares a los del *Informe* anterior para 2025, situándose en un 5,1% y en un 3,4% al cierre del año, respectivamente (Gráfico 2.11).

Gráfico 2.11
IPC sin alimentos ni regulados
(variación anual, fin de periodo)

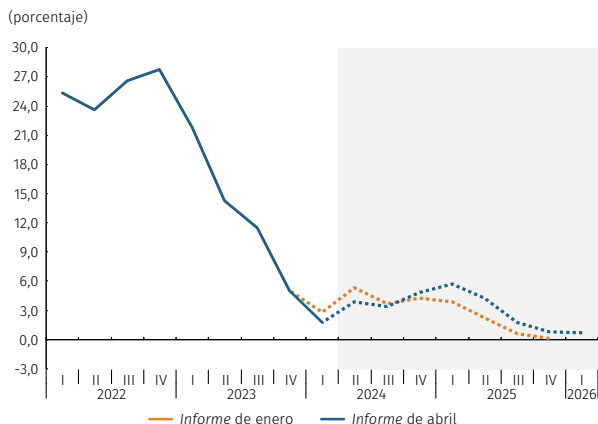


Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Los precios de los alimentos seguirían ajustándose a tasas anuales menores a las del resto de la canasta del IPC, contribuyendo así a la caída de la inflación en 2024 y 2025. No obstante, esta canasta enfrentaría algunas presiones alcistas que aumentarían su ritmo de ajuste hasta inicios de 2025. Dentro de ellas se destacan una fase del ciclo agrícola con contracciones en la oferta, luego de los elevados niveles observados en los últimos meses, lo que estaría acentuado por el actual fenómeno de El Niño, con efectos moderados sobre los precios durante algunos meses más. Al aumento de la inflación anual de alimentos también contribuiría el cierre paulatino de la brecha negativa de la tasa de cambio real y el aumento transitorio de algunos precios internacionales¹³, a lo que se suma una base de comparación estadística baja. El grueso de

13 A marzo de 2024 el índice de precios internacionales de alimentos y bebidas del Banco Mundial continuó incrementándose, explicado, principalmente, por el aumento en el componente de bebidas, así como los

Gráfico 2.12
IPC alimentos
(variación anual, fin de periodo)



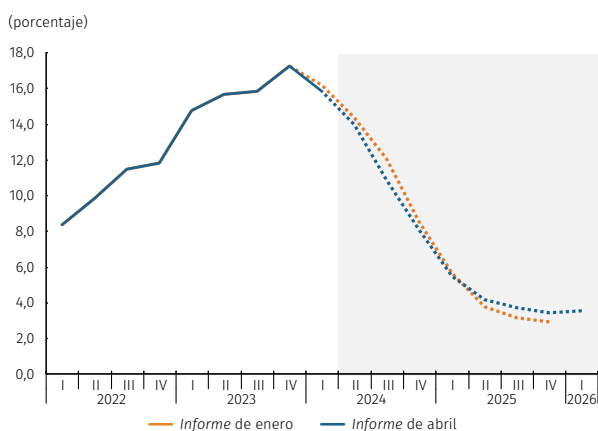
Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

estas presiones alcistas sería un poco mayor que el anticipado en el *Informe* anterior, lo que llevó a revisar al alza la senda de pronóstico desde el cuarto trimestre de 2024. De todas formas, hacia mediados de 2025 la senda retomaría una tendencia decreciente, con una normalización del ciclo agrícola y dilución de los choques de oferta. El pronóstico mantiene el impacto alcista, pero transitorio, asociado con el aumento en los impuestos saludables para finales de 2024 y 2025. Todo lo anterior llevaría a que la inflación anual de los alimentos registre un 4,8%, y un 0,8% a finales de 2024 y 2025, respectivamente (Gráfico 2.12).

Los precios de los regulados seguirían ejerciendo presiones alcistas que cederían a lo largo del horizonte de pronóstico.

La senda esperada mantiene una tendencia decreciente a lo largo de 2024 y 2025. El pronóstico incorpora los efectos de una indexación a tasas altas, aunque cada vez menores, el reconocimiento de costos e inversiones para algunos servicios públicos y el efecto que algunos precios internacionales tendrían sobre los precios locales. La senda de pronóstico se revisó a la baja para 2024 al considerar menores ajustes observados y esperados para el transporte urbano, la energía eléctrica y los combustibles. Sin embargo, para 2025 se revisó un poco al alza debido, especialmente, a mayores inversiones esperadas en el sector de los servicios públicos, las cuales tendrían efectos alcistas sobre las tarifas al consumidor. Para el caso de los combustibles, se sigue esperando que el precio de la gasolina evolucione de acuerdo con las referencias internacionales. Asimismo, se anticipa que el precio del ACPM aumente paulatinamente para cerrar la brecha que mantiene con el precio internacional y, una vez lo haga, siga dicho precio. No obstante, sus principales efectos sobre la inflación se darían de manera indirecta y generalizada en la canasta del IPC al encarecer los costos de transporte. Con todo esto, la variación anual del IPC de regulados se ubicaría en un 8,0% a finales de 2024 y en un 3,4% al cierre de 2025 (Gráfico 2.13).

Gráfico 2.13
IPC regulados
(variación anual, fin de periodo)

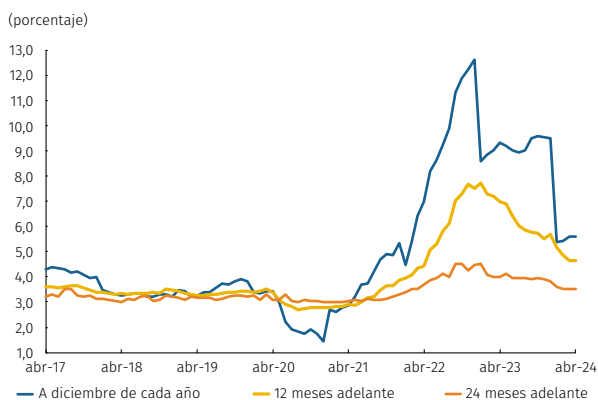


Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Desde enero varias medidas de expectativas de inflación se redujeron de forma significativa y todas decrecen a medida que aumenta su plazo. Sin embargo, la mayoría de las medidas de expectativas de inflación se mantienen significativamente por encima de la meta a los diferentes horizontes.

Las expectativas de los analistas económicos, obtenidas a partir de la encuesta mensual del Banco de la República aplicada entre el 10 y el 12 de abril (Gráfico 2.14), sugieren una inflación total y sin alimentos para la mediana de las respuestas a finales de 2024 del 5,6% y 5,8%, respectivamente, superior a lo esperado en la encuesta de enero (5,4% en ambos casos). Para finales de 2025, estas medidas se mantienen alrededor del 3,8% para el caso de la total y del 3,7% para aquella sin alimentos. A dos y cinco años las medianas de las expectativas para la inflación total se situaron en el 3,5% (3,6% en enero) y el 3,0% (igual que en enero), en su orden. Las medidas provenientes de la *Encuesta trimestral de expectativas* también se redujeron entre enero y abril para la inflación total esperada a dos años, del 4,7% al 4,0%, respectivamente, y se mantienen

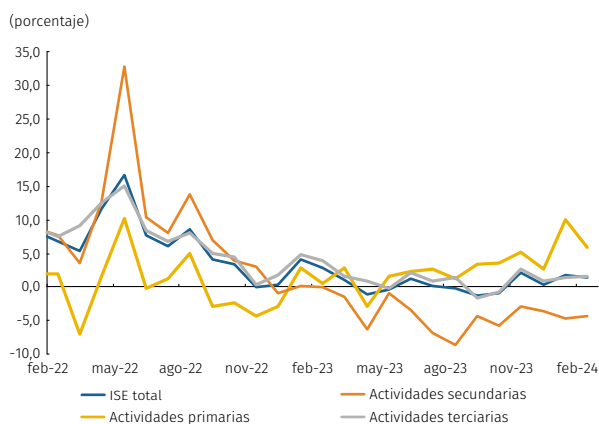
Gráfico 2.14
Pronósticos de inflación de bancos y comisionistas de bolsa^{a/}



a/ Corresponde a la mediana de las respuestas de la *Encuesta mensual de expectativas de analistas económicos* del Banco de la República.
Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

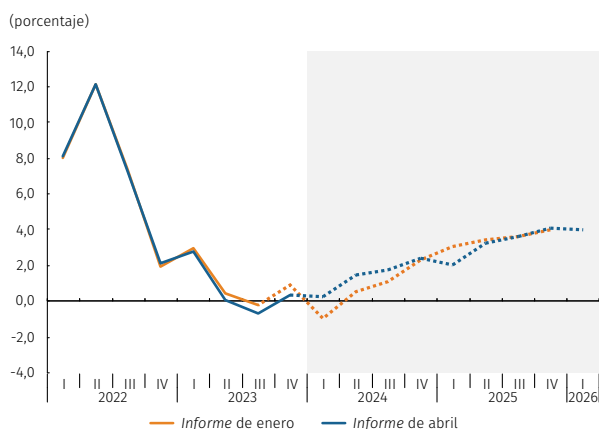
componentes de otros alimentos, y de aceites y harinas. El cacao sigue siendo el alimento con la mayor contribución al alza en este índice, junto con el incremento en los precios del café.

Gráfico 2.15
ISE total y por sectores de actividad^{a/,b/}
(variación anual)



a/ Series desestacionalizadas y ajustadas por efectos calendario.
b/ Actividades primarias: agricultura, caza, silvicultura y pesca; y explotación de minas y canteras. Actividades secundarias: industrias manufactureras y construcción. Actividades terciarias: suministro de electricidad, gas y agua; comercio, reparación, transporte y alojamiento; información y comunicaciones; actividades financieras y de seguros; actividades inmobiliarias; actividades profesionales, científicas y técnicas; actividades de servicios administrativos y de apoyo; administración pública y defensa, educación y salud; actividades artísticas y de entretenimiento.
Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Gráfico 2.16
PIB trimestral^{a/}
(variación anual)



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

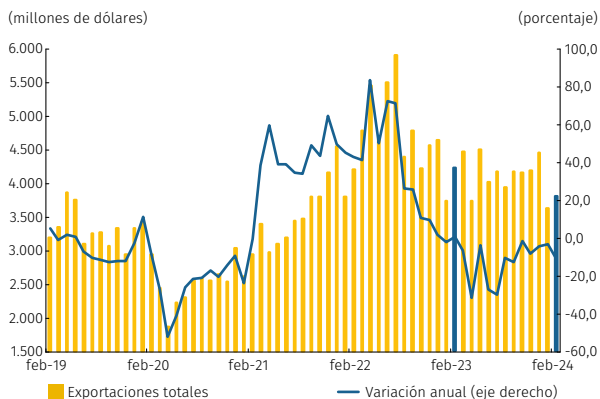
alrededor del 4% a un plazo de cinco años. Por su parte, con información al 24 de abril, las medidas estimadas con base en los bonos de deuda pública (*break even inflation*: BEI), ajustadas por las primas de riesgo inflacionario y de liquidez, se ubican a dos, tres y cinco años en 4,5%, 4,3% y 4,1%, respectivamente (frente al 5,1%, 4,8% y 4,4%, en su orden, en las cifras de enero).

2.2.2 Actividad económica

La información disponible sugiere que la economía habría crecido en el primer trimestre a un ritmo mayor que el anticipado en el Informe anterior, como consecuencia, en parte, de unos eventos de oferta que se consideran transitorios, aunque también por un mayor dinamismo del gasto de los hogares. Para dicho trimestre, los indicadores disponibles a febrero, dentro de los cuales se destaca el ISE (Gráfico 2.15), y algunos pocos a marzo, tales como la demanda de energía, el movimiento de carga por carretera (veáse Recuadro 1), el pulso económico regional (PER) y las transacciones de bancos regionales, sugieren unos niveles de actividad económica superiores a los observados un trimestre atrás, con un crecimiento anual cercano al 0,3%, que implica una revisión al alza frente al publicado en el Informe anterior (-1,0%) (Gráfico 2.16). El mayor dinamismo de la actividad económica estaría explicado, principalmente, por el buen desempeño de las actividades primarias agrícolas, asociadas con cultivos diferentes a café, y ganaderas (porcino y huevos), que llevarían a un importante crecimiento trimestral de este segmento. Al crecimiento anual del PIB también habrían contribuido positivamente las actividades terciarias relacionadas con los servicios de electricidad, gas y agua, dada la alta demanda de energía regulada, así como la administración pública, salud y educación, y el comercio interno de bienes no durables y servicios. En contraste, las ramas secundarias habrían mantenido unos niveles similares a los observados un trimestre atrás, con la continua desaceleración de la industria manufacturera y un subsector de edificaciones residenciales y no residenciales que seguiría sin mostrar mejoras en el margen, pese al mejor desempeño de las obras civiles dado el avance de algunos proyectos regionales, como la primera línea del metro de Bogotá.

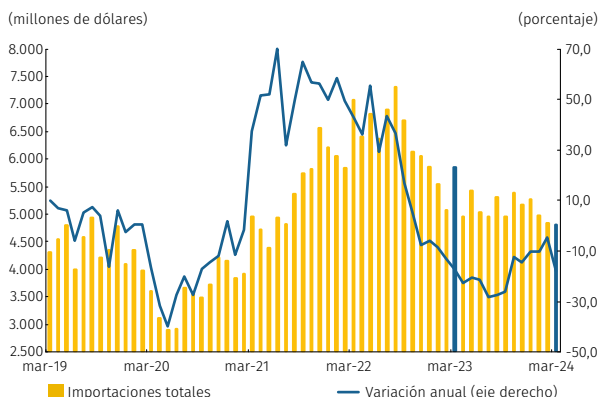
Para el primer trimestre se espera que la demanda interna siga contribuyendo negativamente al crecimiento anual, pero con un consumo total que se habría acelerado un poco en términos anuales y se ubicaría en niveles superiores a los observados en la segunda mitad de 2023. Durante este periodo, la absorción habría presentado un retroceso en términos anuales, el cual implicaría un aporte negativo a la variación anual del PIB. Su componente más dinámico, el consumo, se habría expandido tanto en términos anuales como trimestrales y, dentro de los grandes componentes del gasto, habría sido el único con un crecimiento anual positivo. Este incremento habría sido impulsado, principalmente, por el gasto de los hogares, que seguiría creciendo en el margen y con una aceleración en su tasa anual. Parte de este comportamiento tendría un carácter transitorio, particularmente el asociado con el buen desempeño que habría tenido el segmento de bienes no durables. El consumo de servicios, el de mayor peso en

Gráfico 2.17
Exportaciones totales de bienes (FOB)
(mensual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.18
Importaciones totales de bienes (CIF)
(mensual)



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

el gasto de los hogares, también habría seguido aumentando, tanto trimestral como anualmente. En contraste, los consumos de bienes durables y semidurables seguirían presentando tasas anuales de crecimiento negativas, aunque más moderadas que las observadas en trimestres anteriores. A todo lo anterior apuntan los indicadores relacionados con el gasto de los hogares, entre los que se encuentran el ISE y las ventas al por menor a febrero, las importaciones de bienes de consumo, las transacciones de bancos comerciales, los desembolsos de crédito de consumo, las matrículas de vehículos y motocicletas, entre otros. Respecto al consumo público, en el primer trimestre se esperan niveles un poco más altos que los del trimestre anterior, acordes con el aumento en el gasto contemplado en el *Plan Financiero* del Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP).

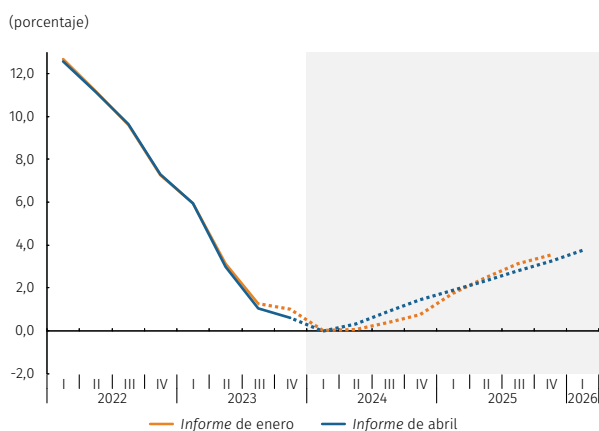
La inversión fija habría dejado de caer frente a lo observado a finales del año pasado, mientras que la total habría aumentado por un mejor comportamiento de los inventarios. La menor desacumulación de inventarios, que en parte habría impulsado el aumento trimestral de la formación bruta de capital, se habría dado principalmente en los sectores de industria manufacturera y comercio. Pese a ello, se sigue esperando una caída anual importante. Estos pronósticos, que tienen en cuenta la información de importaciones de bienes de capital a marzo, suponen que la inversión en maquinaria y equipo se habría mantenido en niveles bajos y similares a los del cuarto trimestre de 2023, quebrando la tendencia decreciente que se observó durante el año pasado. Para la inversión en construcción no se espera un desempeño destacable, pues el aumento moderado previsto para el segmento de obras civiles, apoyado sobre todo en la ejecución de obras en Bogotá, habría sido contrarrestado por decrecimientos en los segmentos de vivienda y edificaciones no residenciales.

La demanda externa neta en pesos constantes habría continuado en terreno negativo, ubicándose en niveles similares a los del cuarto trimestre de 2023, pero habría efectuado una contribución positiva al crecimiento anual. Lo anterior sería consecuencia, por una parte, de un pequeño decrecimiento de las exportaciones en pesos constantes frente a finales del año pasado, lo que habría estado concentrado en las de bienes básicos como carbón, petróleo y café, y que contrarrestaría el buen desempeño esperado de las ventas externas no tradicionales y las de servicios (Gráfico 2.17). Por su parte, también se habría presentado un pequeño retroceso de las importaciones en términos trimestrales, según lo sugiere la información preliminar de la DIAN, que seguiría llevando a una disminución anual significativa (Gráfico 2.18). Dado todo lo anterior, en el primer trimestre el desbalance comercial se habría mantenido en niveles cercanos a los de prepandemia. De esta forma, se estaría consolidando el ajuste de este indicador, el cual mostró un déficit históricamente alto durante la pandemia y hasta mediados del año pasado. Así, durante el primer trimestre, su contribución a la variación anual del PIB habría seguido siendo positiva.

Para lo que resta de 2024 se espera que la economía mantenga un ritmo de crecimiento modesto y por debajo del crecimiento de largo plazo. Hacia 2025 debería darse una

recuperación que es compatible con un relajamiento de la política monetaria, a medida que la inflación converja a la meta. El crecimiento económico contemplado para 2024 se daría en un contexto de tasas de interés reales internas decrecientes, en línea con una convergencia de la inflación hacia la meta, y de condiciones de financiamiento externo favorables. Estos factores permitirían que el consumo total se acelere en términos de su crecimiento anual, de la mano de un consumo privado más dinámico y con un consumo público que seguiría en expansión. En contraste, se espera un bajo dinamismo de la inversión, con unos niveles que serían incluso inferiores a los observados durante 2023. Lo anterior se daría por una caída anual en la inversión en maquinaria y equipo y en la de vivienda, y pese a la recuperación gradual esperada en las obras civiles dado el avance de proyectos viales y de inversión local, como el metro de Bogotá (veáse Recuadro 2). Por el lado de la demanda externa, se espera un mayor dinamismo de las exportaciones y no se anticipan nuevas caídas en las importaciones. Con todo lo anterior, se proyecta un crecimiento de la economía colombiana del 1,4% para todo 2024 (Gráfico 2.19), superior al estimado en el *Informe* anterior (0,8%), con unos niveles de producto inferiores a los del PIB potencial. Para 2025 se espera que la economía colombiana aumente su ritmo de recuperación, favorecido por unos menores costos de financiamiento externos e internos y un mayor dinamismo de la demanda interna y de las exportaciones, lo que debería permitir un crecimiento anual del 3,2%.

Gráfico 2.19
Producto interno bruto, acumulado 4 trimestres^{a/}
(variación anual)

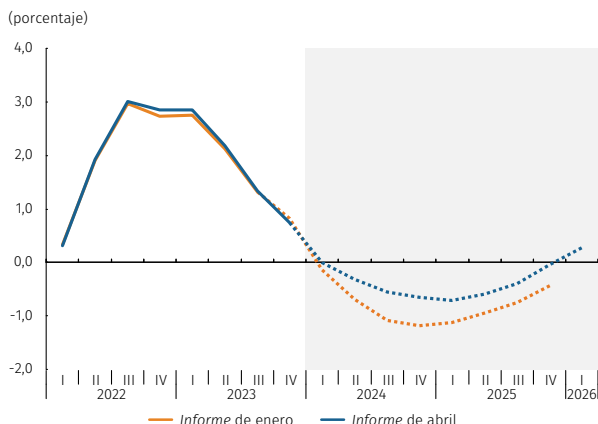


a/ Series desestacionalizadas y ajustadas por efectos calendario.
Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Para 2024 se espera que la tasa de desempleo (TD) se eleve a lo largo del año. Así, la TD se ubicaría en promedio en un 10,7% para el agregado nacional y en un 10,8% para las trece ciudades. La información disponible a febrero de la *Gran encuesta integrada de hogares* (GEIH) muestra un mercado laboral con contracciones del empleo en el margen. Por su parte, en los últimos meses la población fuera de la fuerza laboral continuó aumentando, lo cual se reflejó en una caída de la tasa global de participación (TGP) que se ubicó en el 63,6%. Así, a pesar de la menor oferta laboral, la TD nacional para el trimestre móvil terminado en febrero aumentó con respecto a enero, y se situó en un 10,6%¹⁴. A partir de este comportamiento del mercado laboral y de las proyecciones de actividad económica presentadas en este *Informe*, para 2024 se estima que la TD nacional desestacionalizada presente incrementos sucesivos y se sitúe en promedio en un rango entre el 9,5% y 11,8%, con un 10,7% como valor más probable. En el área urbana el desempleo también crecería a lo largo del año y se situaría en un 10,8% como valor más probable (en un rango entre el 9,6% y 11,9%). Estas cifras son similares a las presentadas en el *Informe* anterior para el agregado nacional e implican una revisión al alza para el área urbana. Con lo anterior, las estimaciones de una TD consistente con una inflación estable (Nairu: *non-accelerating inflation rate of unemployment*) sugieren que, a lo largo del horizonte de pronóstico, la TD irá convergiendo a su valor de largo plazo, resultando en una brecha de TD similar a la estimada en el *Informe* de enero. Con esto, las presiones inflacionarias por costos salariales asociadas con la dinámica propia del mercado laboral se atenuarían.

14 Véase el capítulo 3 de este *Informe* para mayor detalle.

Gráfico 2.20
Brecha del producto^{a/}
(acumulado 4 trimestres)



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

Los excesos de demanda que exhibió la economía durante 2022 y 2023, medidos por la brecha del producto anual, se habrían eliminado a comienzos de este año. Hacia adelante se estima una brecha de producto negativa que se cerraría gradualmente a lo largo del horizonte de pronóstico. El cierre estimado de la brecha del producto anual en el primer trimestre de 2024 (Gráfico 2.20) está en línea con una demanda interna que ya acumula varios trimestres de contracción (especialmente en la inversión), una reducción de la inflación anual total y básica, y un contexto en el que las condiciones financieras internas y externas se mantienen apretadas. En adelante, la economía comenzaría a registrar excesos de capacidad productiva, acordes con un crecimiento de la actividad productiva inferior a su potencial y un contexto de condiciones financieras internas restrictivas y alta incertidumbre. Para finales de 2024 se estima que la brecha del producto anual se sitúe alrededor del -0,7%, lo que representa unos menores excesos de capacidad proyectados frente a lo presentado en el Informe de enero (-1,2%). Esta revisión al alza de la brecha en 2024 tiene en cuenta el aumento en las previsiones del crecimiento del PIB del año en curso, dado un aumento transitorio del producto potencial resultado de algunos choques de oferta que llevarían a que su crecimiento en 2024 sea del 2,9% (algo superior al 2,8% estimado en enero). Los excesos de capacidad productiva deberían disminuir gradualmente desde el segundo semestre de 2025, en la medida en que la actividad económica gane mayor dinamismo y en un contexto de reducción de las tasas de interés reales en tanto la inflación total continúe con su convergencia a la meta. Debido a ello, se espera que la brecha del producto se cierre a finales de ese año. Las revisiones en el PIB potencial y en la brecha del producto son el resultado, en parte, de los cambios históricos que presentaron las series oficiales del PIB.

2.2.3 Balanza de pagos

Para 2024 el déficit de la cuenta corriente se ampliaría al 3,1% del PIB¹⁵. Este resultado sería explicado por el mayor déficit comercial de bienes. En particular, se obtendrían menores ingresos por exportaciones, en línea con la reducción de los precios internacionales de bienes tradicionales de exportación, como el carbón y el café, frente a los niveles de 2023¹⁶, y a pesar de la revisión al alza del precio internacional del petróleo. Adicionalmente, se presentaría un repunte en las importaciones, en un contexto de recuperación de la demanda interna y de mayor crecimiento económico, sumado al incremento de los precios internacionales de los productos provenientes del exterior frente a lo registrado el año anterior. Sin embargo, la ampliación del déficit corriente se vería parcialmente compensada por la persistencia del buen dinamismo de las exportaciones por turismo, la reducción de las utilidades de algunas

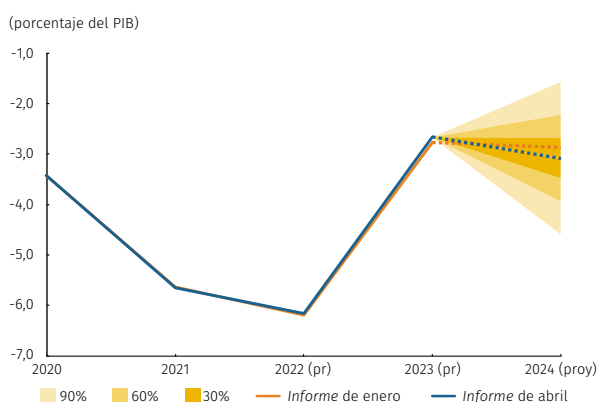
15 Para el primer trimestre de 2024 se proyecta un déficit en la cuenta corriente cercano al 2,5% del PIB, cifra inferior al 3,9% del PIB observado en el mismo periodo de 2023. El cierre anual se explicaría, principalmente, por el menor déficit pronosticado para la renta de factores y el mayor superávit proyectado para las transferencias corrientes.

16 Adicionalmente, en 2024 no se presentarían los ingresos por reexportaciones de aviones registrados un año atrás.

empresas con inversión extranjera directa (IED), acorde con la reducción de los precios de algunos bienes exportados como el del carbón, y los elevados niveles de remesas de trabajadores¹⁷. En cuanto al enfoque de ahorro e inversión, el aumento del déficit de la cuenta corriente para 2024 sería compatible con un mayor desbalance del sector público frente al año anterior. En general, la incertidumbre sobre estos pronósticos es elevada y está asociada con la evolución futura de los precios internacionales de las materias primas, las condiciones financieras internacionales, el costo del financiamiento externo, y los riesgos sobre el crecimiento local y mundial, entre otros factores.

En 2024 se prevén mayores necesidades de financiamiento externo debido a la ampliación estimada del déficit corriente (Gráfico 2.21). La IED continuaría siendo la principal fuente de financiamiento, pero se reduciría frente al año anterior, en un entorno de menores precios internacionales de algunos productos básicos. Por su parte, el sector público tendría mayores requerimientos de financiación y el sector privado constituiría activos en el exterior. Se supone que el país mantendría el acceso a recursos externos en un contexto en el que el costo de financiamiento externo continuaría alto. Lo anterior, dadas unas tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos que serían aún superiores a las observadas antes de la pandemia y de una prima de riesgo de Colombia que se mantendría por encima de su promedio histórico.

Gráfico 2.21
Cuenta corriente anual^{a/, b/}
(acumulado 4 trimestres)

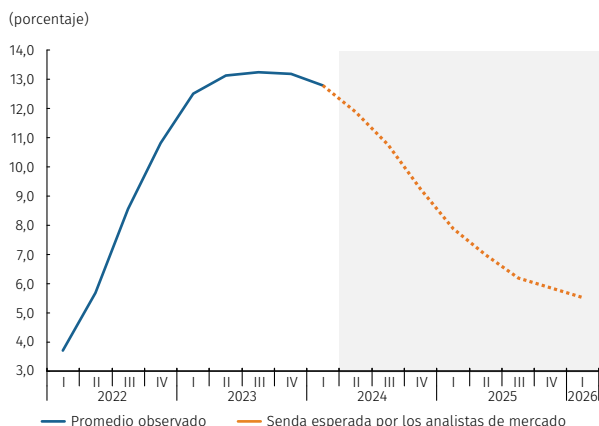


(pr): preliminar. (proy): proyectado.
a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para 2023 y 2024. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), usando como referencia, principalmente, las densidades del Patacón.
b/ La distribución de probabilidad corresponde al ejercicio de pronóstico del Informe de abril.
Fuente: Banco de la República.

2.2.4 Política monetaria y tasas de interés esperadas por los analistas

La mediana de la tasa de interés de política esperada por los analistas se ubica en el 11,9% durante el segundo trimestre de 2024 y en el 9,25% en promedio para el cuarto trimestre de 2024 (Gráfico 2.22). La Encuesta mensual de expectativas del Banco de la República, aplicada a los analistas a comienzos de abril, señala que la tasa de interés de política vigente en el segundo trimestre de 2024 se situaría en el 11,9%, y descendería a lo largo de 2024, alcanzando un 9,25% durante el cuarto trimestre de este año. Para el cuarto trimestre de 2025 los analistas esperan que la tasa de interés de política se ubique en el 5,8% y para final del horizonte de pronóstico de 8 trimestres en 5,5%. La senda de tasa de interés de política implícita en el pronóstico presentado en este Informe es coherente con la reducción esperada de la inflación total y su convergencia hacia la meta en el horizonte de pronóstico. Dicha senda es, en promedio para un horizonte de ocho trimestres, mayor que lo anticipado por los analistas en la encuesta de abril de 2024. Para finales de 2025 la misma encuesta recoge tasas de inflación mayores y un crecimiento del PIB menor que los del equipo técnico del Banco.

Gráfico 2.22
Tasa de interés de política promedio trimestral observada y esperada por los analistas^{a/}



a/ Estas proyecciones son calculadas como el promedio de la tasa que estaría vigente en cada trimestre de acuerdo con la mediana de las respuestas mensuales de la Encuesta de expectativas de analistas económicos realizada por el Banco de la República en abril de 2024.
Fuente: Banco de la República.

17 En 2024 las remesas de trabajadores aumentarían debido a los altos niveles de migración de colombianos al exterior observados en 2022 y 2023. Adicionalmente, los mercados laborales se mantendrían apretados en varios de los países en donde residen los migrantes colombianos.

2.3 Balance de riesgos del pronóstico macroeconómico

El actual balance de riesgos se caracteriza por niveles altos de incertidumbre, y presenta riesgos al alza para la inflación y mixtos para el crecimiento. El ejercicio de densidades predictivas (DP)¹⁸, que resume el balance de riesgos sobre las distintas variables del pronóstico macroeconómico, mantiene niveles de incertidumbre elevados sobre los factores externos que influyen en el comportamiento de la economía, e incorpora revisiones mixtas sobre la incertidumbre acerca de los factores de riesgo internos. En el frente externo, en comparación con el *Informe* de enero, la revisión más significativa se relaciona con el aumento de la incertidumbre y el sesgo al alza en el precio del petróleo, especialmente debido al recrudecimiento de las tensiones geopolíticas en Oriente Medio. Este último factor también contribuyó a introducir sesgos moderados al alza en los precios de los alimentos internacionales y el costo del financiamiento externo. En el frente interno, persiste la alta incertidumbre sobre el impacto de las condiciones climáticas en los precios, particularmente en la canasta de regulados, que mantiene un balance de riesgos al alza, y sobre el grado de inercia de la inflación de servicios. Por otro lado, en las canastas de bienes y alimentos se disiparon algunos riesgos de *Informes* anteriores, lo que contribuyó a una reducción en sus niveles de incertidumbre. Por su parte, el balance de riesgos sobre el crecimiento conserva niveles de incertidumbre altos, e incorpora un balance de riesgo mixto en el horizonte de pronóstico. En particular, a excepción del primer trimestre del año, los factores de riesgo a la baja predominan en todo el horizonte de pronóstico. Estos recogen el deterioro observado en la confianza de consumidores e inversionistas, además de las menores perspectivas de consumo público ante la desaceleración del recaudo y la baja ejecución presupuestal.

En el frente externo, el aumento de las tensiones geopolíticas, con sus posibles consecuencias sobre los precios externos de materias primas y sobre la percepción del riesgo país, es una fuente relevante de riesgo externo. En relación con los factores de riesgo que incluyen las DP para las variables externas, se incorporó un riesgo al alza en el precio del petróleo, explicado principalmente por el posible escalonamiento de las tensiones geopolíticas en Oriente Medio y en Rusia, y por posibles recortes adicionales en la oferta. Dichas tensiones geopolíticas han impactado también varias rutas mundiales de exportación, lo que, unido a unas condiciones climáticas adversas, explican el sesgo al alza de las DP en los precios de los alimentos internacionales. Adicionalmente, el recrudecimiento de los conflictos geopolíticos podría influir en el aumento de la percepción de riesgo global, encareciendo el financiamiento externo de las economías emergentes, lo que, unido a la incertidumbre en el ámbito fiscal local, explica un sesgo al alza sobre la prima de riesgo colombiana. Por su parte, el crecimiento de los socios comerciales considera un sesgo moderado a la baja, explicado, en particular, por las menores perspectivas sobre el dinamismo de la actividad económica en China, la actual fragmentación del comercio internacional y las tensiones geopolíticas mencionadas. Finalmente, el ejercicio de DP incluye riesgos moderados al alza para la tasa de interés de la Fed y la inflación externa. Estos últimos se explican por los recientes aumentos en los precios de la energía y los servicios en Estados Unidos, un mercado laboral estadounidense que podría mantenerse más apretado que lo previsto, y una tasa de interés neutral en ese país que podría ser más alta que la contemplada en el escenario central. El reciente repunte de la inflación en ese país ha resultado en expectativas de reducciones más tardías de la tasa de la Fed. El riesgo de que esto se traduzca en condiciones financieras menos favorables que las del escenario central, con implicaciones al alza sobre la prima de riesgo y la tasa de cambio, es una importante fuente de incertidumbre sobre el pronóstico macroeconómico, especialmente en un entorno de incertidumbre local y global, y proyecciones fiscales menos positivas en Colombia.

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

Sobre las sendas de inflación total y básica predominan riesgos alcistas, principalmente relacionados con una mayor transmisión de unas condiciones climáticas adversas a los precios y con el grado de persistencia de la inflación de servicios.

Los mayores sesgos al alza que incorporan las DP para la inflación se concentran en las canastas de regulados y de servicios. En el caso de la inflación de regulados, la mayor producción de energía en plantas térmicas y las posibilidades de un racionamiento ante las sequías podrían afectar las tarifas de la energía más que lo previsto. A esto se suman riesgos alcistas sobre los precios de los combustibles y del transporte público en las principales ciudades. En el caso de servicios, se consideran riesgos al alza por cuenta de una inercia de la inflación mayor que la contemplada. Esta persistencia podría estar asociada, en parte, a una transmisión más fuerte de los aumentos en costos laborales (tanto por el incremento del salario mínimo como por la reducción de la jornada laboral), lo que se evidencia en las sorpresas al alza que han registrado algunos ítems de la canasta, particularmente los servicios de administración; también, por los posibles efectos de una oferta de vivienda menos dinámica sobre los arriendos. Por el lado del ajuste de precios de los alimentos, esta senda incorpora un riesgo moderado al alza por mayores impactos de las sequías sobre los precios y por posibles efectos de los conflictos geopolíticos que puedan afectar su cadena logística y los costos de producción. Finalmente, para la canasta de bienes los riesgos son balanceados. Lo anterior, en un contexto donde los factores de riesgo alcistas, relacionados con el encarecimiento del transporte y logística ante la escalada de tensiones geopolíticas, se compensan con los bajistas, asociados con un mayor ritmo de innovación tecnológica y con el sobreabastecimiento de bienes que pueden tener los hogares como consecuencia de la pandemia.

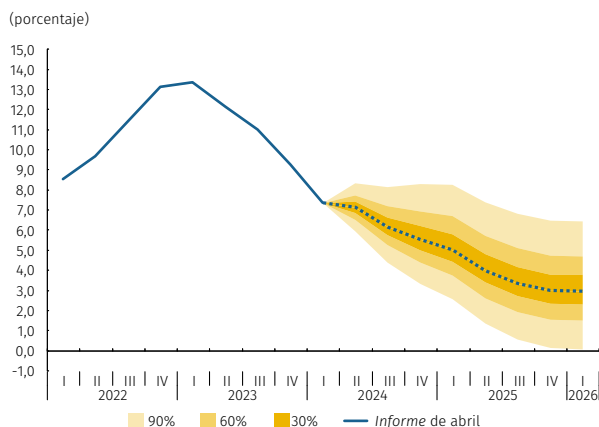
En el corto plazo la senda de actividad económica presenta un riesgo alcista; no obstante, para el resto del horizonte de pronóstico predominan los riesgos a la baja.

Para el primer trimestre de 2024 la DP para la actividad económica incluye un sesgo alcista, dadas las sorpresas positivas en los registros del ISE de enero y febrero, lo que podría significar un crecimiento del PIB más alto que el contemplado. Sin embargo, para el resto del horizonte de pronóstico el balance de riesgos continúa sesgado a la baja. Los factores de riesgo que explican este balance están asociados con el deterioro observado de la confianza de los consumidores, con los signos de un posible debilitamiento del mercado laboral más fuerte que lo estimado, con un posible menor consumo público, tanto por una baja ejecución como por un menor recaudo tributario, y con una mayor incertidumbre en sectores intensivos en capital que podría seguir frenando la inversión. Adicionalmente, el ejercicio de DP involucra, de manera endógena, los riesgos a la baja por la posibilidad de una postura de política monetaria restrictiva más prolongada, como respuesta a los riesgos alcistas en los precios. Todos estos riesgos bajistas predominan sobre el riesgo alcista asociado con una posible subestimación del componente de demanda en los registros de crecimiento proyectados para el primer trimestre del año.

En síntesis, el balance de riesgos conserva niveles relativamente altos de incertidumbre, y resulta con riesgos al alza para la inflación y mixtos para el crecimiento a lo largo del horizonte de pronóstico.

En este contexto, con un 90 % de probabilidad la inflación total se situaría en un rango entre el 3,3 % y el 8,3 % al final de 2024 y entre el 0,1 % y el 6,5 % al cierre de 2025 (Gráfico 2.23). Por su lado, la inflación básica, con el mismo grado de certeza, se ubicaría entre el 2,9 % y el 7,3 % al final de 2024, y entre el 1 % y el 6,2 % para el cuarto trimestre de 2025 (Gráfico 2.24). Las probabilidades de que la inflación total y básica se ubiquen por debajo del 4 % para el cuarto trimestre de 2024 son del 13 % y el 22 %, respectivamente, y para el cierre de 2025 dichas probabilidades se sitúan en un 65 % y un 61 %, en su orden. En cuanto a la actividad económica, con una probabilidad del 90 % el crecimiento anual del PIB se estima en un rango entre el -0,4 % y el 3,2 % para 2024 y entre el 1 % y el 5,4 % para 2025 (gráficos 2.25 y 2.26).

Gráfico 2.23
Índice de precios al consumidor, densidad predictiva^{a, b/}
(variación anual, fin de periodo)



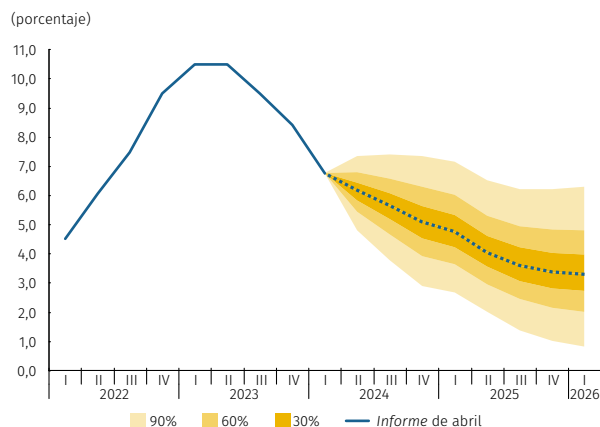
	IV trim. 2024	II trim. 2025	IV trim. 2025
Moda	5,5	4,0	3,0
< Moda	45%	42%	44%
Intervalos			
<2	0,5%	10,0%	25,8%
2 a 4	12,0%	32,5%	39,4%
>4	87,5%	57,5%	34,9%

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

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

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

Gráfico 2.24
IPC sin alimentos ni regulados, densidad predictiva^{a, b/}
(variación anual, fin de periodo)



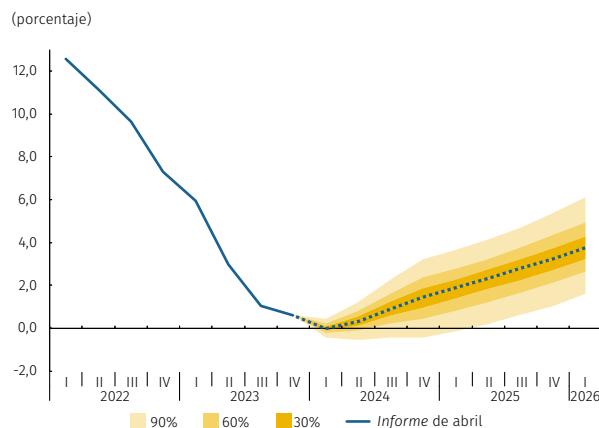
	IV trim. 2024	II trim. 2025	IV trim. 2025
Moda	5,1	4,1	3,4
< Moda	50%	45%	45%
Intervalos			
<2	0,8%	4,9%	15,9%
2 a 4	20,9%	38,2%	44,8%
>4	78,3%	56,8%	39,3%

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

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

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

Gráfico 2.25
Producto interno bruto, acumulado 4 trimestres,
densidad predictiva^{a, b/} (variación anual)



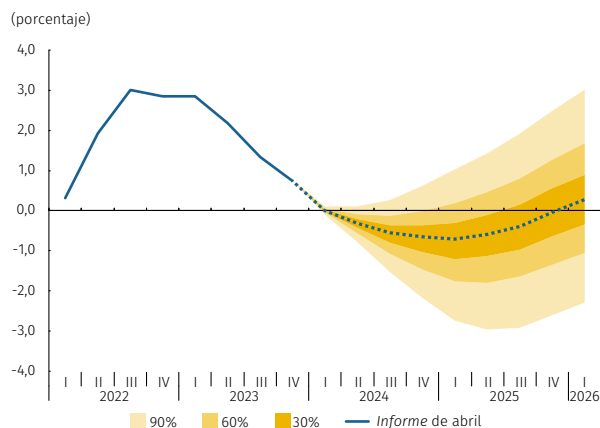
	IV trim. 2024	IV trim. 2025
Moda	1,4	3,2
< Moda	53%	51%
Intervalos		
<0	10,8%	0,6%
0 a 2	60,2%	17,3%
2 a 3,5	25,8%	41,5%
>3,5	3,2%	40,6%

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

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

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

Gráfico 2.26
Brecha del producto, densidad predictiva^{a, b/}
(acumulado 4 trimestres)



	IV trim. 2024	IV trim. 2025
Moda	-0,7	0,0
< Moda	56%	51%
Intervalos		
<-2	7,2%	10,2%
-2 a 0	75,0%	41,6%
0 a 2	17,4%	38,4%
>2	0,4%	9,9%

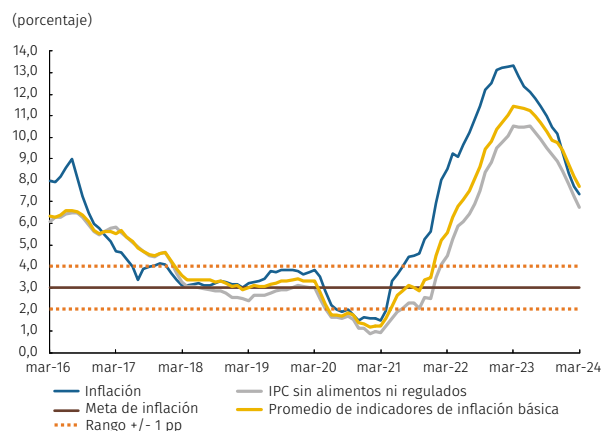
a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las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

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

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

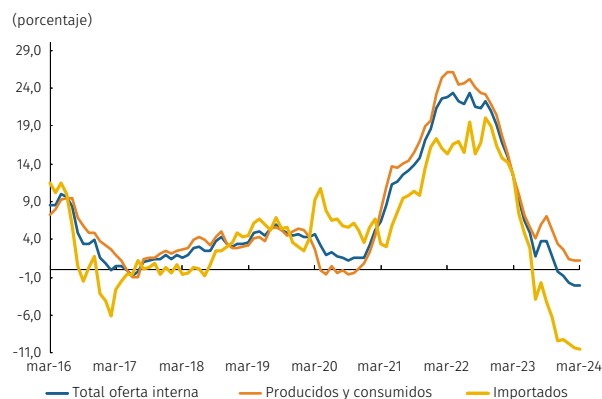
3. Situación económica actual

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



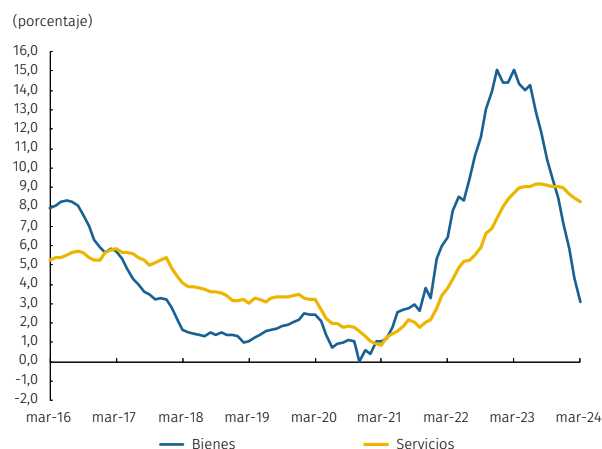
Fuentes: DANE y Banco de la República.

Gráfico 3.2
IPP por procedencia
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

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



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

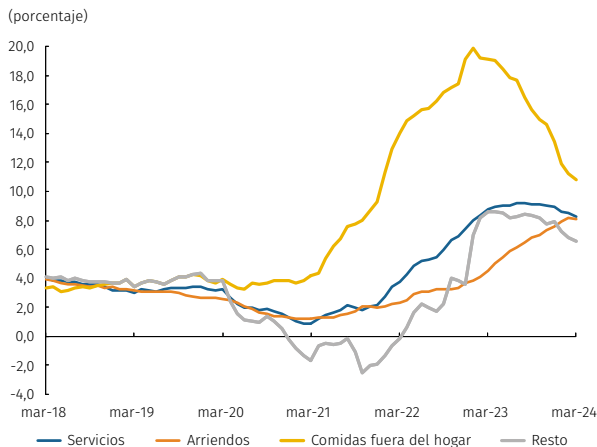
3.1 Comportamiento de la inflación y precios

En el primer trimestre de 2024 la inflación continuó descendiendo de manera importante y más rápido que lo anticipado en el Informe anterior. En marzo la inflación se situó en el 7,4% frente al 9,3% de diciembre de 2023. Con este descenso la inflación total completó un año de tendencia decreciente desde el máximo registrado un año atrás (13,3%). De manera similar, la inflación básica (sin alimentos ni regulados) se redujo en los primeros meses del año, situándose en un 6,8% en marzo (frente al 8,4% en diciembre de 2023), continuando la tendencia decreciente que se inició en julio del año pasado (Gráfico 3.1). Durante el primer trimestre del año la dinámica bajista de la inflación total y básica se explica por diversos factores. En el frente local, la desaceleración de la demanda, la presencia de excesos de capacidad productiva y las menores presiones del tipo de cambio, que llevaron a disminuir el ritmo de ajuste, o incluso permitieron descensos, en un amplio conjunto de rubros del índice de precios al consumidor (IPC). Esto se ha dado a pesar de aumentos reales en el salario mínimo y de una indexación a tasas de inflación todavía altas. Asimismo, las menores presiones de costos internacionales, a pesar de la persistencia de los conflictos bélicos en Ucrania y Medio Oriente, han contribuido, en general, a la caída de los precios externos de los bienes básicos. A lo anterior también contribuyó el menor ajuste anual de los costos no laborales, como lo viene reflejando la dinámica bajista del índice de precios al productor (IPP) de oferta interna (al pasar del -0,8% en diciembre al -2,2% en marzo), y la de sus componentes local (del 2,6% al 1,2%) e importado (del -9,2% al -10,5%) (Gráfico 3.2)¹. Es importante destacar que la caída de la inflación anual al consumidor en Colombia ha sido más tardía que la registrada en algunos países pares o en las economías desarrolladas, lo cual está asociado con factores idiosincrásicos, como los incrementos acumulados en los últimos doce meses en los combustibles y en las tarifas de energía eléctrica.

En marzo, y después de varios trimestres con una marcada tendencia decreciente, la inflación anual de bienes se acercó al 3%. Desde niveles cercanos al 15,0% a comienzos de 2023, la inflación anual de bienes comenzó a retroceder hasta situarse en el 3,1% en marzo del presente año (Gráfico 3.3). Este comportamiento bajista lo explica la caída de los precios de un conjunto amplio de bienes importados, materias primas e insumos, a lo que se suma la apreciación del peso con respecto al dólar en lo corrido del año y una demanda interna débil. De esta forma, se han diluido buena parte de los choques alcistas que se presentaron como consecuencia de la pandemia del covid-19. En esta subcanasta se destaca la caída en niveles de algunos precios, como los de equipos de telefonía móvil, de cómputo y electrodomésticos (televisión y sonido

1 Los datos de marzo del IPP son provisionales.

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



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

especialmente), los cuales, en lo corrido del año, acumulan una reducción de entre el 4 % y el 8 %, aproximadamente.

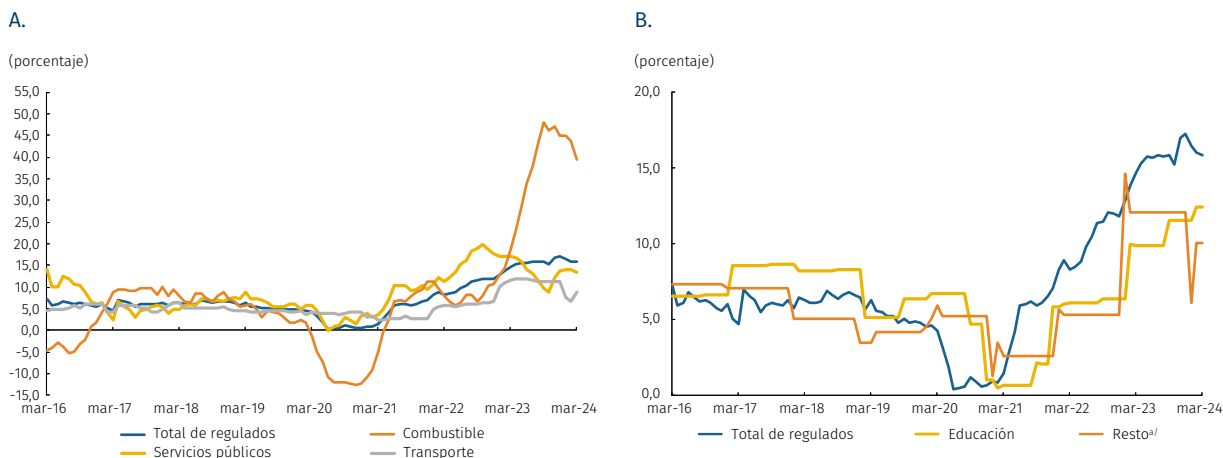
La inflación anual de servicios también cayó en lo corrido del año a marzo, pero de manera muy gradual. Esta alta persistencia explica, en buena parte, el alto nivel que aún registra la inflación al consumidor en Colombia. La inflación de servicios se ubicó en un 8,3% en marzo, frente al 9,0% en diciembre de 2023 (Gráfico 3.4). A esta caída ha contribuido especialmente el rubro de comidas fuera del hogar, cuya dinámica bajista entre diciembre (13,4%) y marzo (10,8%) es reflejo de los menores ajustes en los precios de los alimentos y los servicios públicos en los últimos meses. En menor medida, el subgrupo denominado resto² también presionó a la baja a los servicios, por cuenta de los menores ajustes de precios registrados en la educación superior. Por el contrario, uno de los pocos subgrupos de la canasta que impulsaron la inflación al alza fue el de arrendos, cuya variación anual pasó del 7,6% en diciembre al 8,1% en marzo. Además del importante papel que desempeña la indexación de contratos a la inflación de diciembre, el comportamiento de este rubro podría obedecer a la reducción en la generación de oferta nueva de vivienda, especialmente en Bogotá, así como la limitada disponibilidad de inmuebles para arrendar en Bogotá y Medellín, asociado, en parte, con el auge en la demanda de turismo extranjero.

Durante el primer trimestre el componente regulado del IPC registró una tendencia decreciente, en particular por los menores ajustes en los precios de los combustibles. Esta disminución a lo largo del primer trimestre del componente regulado (del 17,2% en diciembre al 15,8% en marzo) obedeció a la finalización de la política de cierre de la brecha entre el precio internacional y local de la gasolina. El último aumento significativo en el precio interno de la gasolina se registró en enero (con COP 600), mientras que en febrero y marzo se registraron leves alzas (debido al reajuste en los márgenes de comercialización minorista y al aumento en el contenido de etanol en la gasolina), mucho menores que las observadas en el mismo periodo del año anterior. Dado esto, el ajuste anual pasó del 44,8% en diciembre al 39,4% en marzo³ (Gráfico 3.5, panel A). Los servicios públicos, subgrupo que venía presionando al alza al IPC de regulados, dejó de crecer entre diciembre (13,7%) y marzo (13,3%). Los incrementos anuales significativos en las tarifas de energía se moderaron en los dos

2 Este grupo se compone principalmente de los siguientes rubros: servicios de comunicación, de recreación y cultura; educación (no regulada); servicios diversos (peluquería, guardería, financieros, etc.); transporte; administración de copropiedad; servicio doméstico; discotecas y hoteles; salud; y lavado y planchado.

3 Durante el primer trimestre del año pasado se presentaron ajustes mensuales en el precio de los combustibles, superiores a los registrados durante el primer trimestre de este año, producto de la política pública de llevar los precios internos de la gasolina a las cotizaciones internacionales. Esto permitió que los cambios anuales en el IPC de los combustibles cayeran en lo corrido del año y lideraran la caída del segmento regulado de la canasta familiar. Por otra parte, el 1 de febrero subió el precio de la gasolina COP164,49 por la indexación de los impuestos y un ajuste al alza en el margen minorista. Adicionalmente, el pasado 24 de febrero se aumentó la mezcla de alcohol carburante, pasando el contenido de etanol en la gasolina del 8% al 10%.

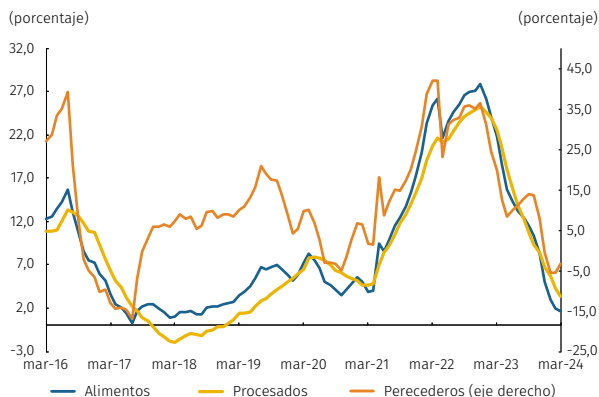
Gráfico 3.5
IPC de regulados y sus componentes
(variación anual)



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

últimos meses, a pesar del aumento de la generación térmica, que es más costosa. Lo anterior se explica, en gran medida, por una base de comparación estadística favorable. Adicionalmente, durante el primer trimestre hubo una reducción en la variación anual en los precios del transporte público y el subgrupo resto. En contraste, la educación fue el único segmento de regulados con presiones alcistas entre diciembre (11,5%) y marzo (12,4%), producto de una base estadística desfavorable, generada por las caídas de precios en la educación preescolar y básica primaria el año anterior (Gráfico 3.5, panel B).

Gráfico 3.6
IPC de alimentos y sus componentes
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

A pesar de la presencia del fenómeno de El Niño, los alimentos continuaron contribuyendo a la desaceleración de la inflación en lo corrido del año. Desde finales de 2022 la variación anual de los precios de los alimentos comenzó a reducirse desde niveles cercanos al 27,0%, para caer al 5,0% en diciembre de 2023 y al 1,7% en marzo de 2024 (Gráfico 3.6). Esta dinámica bajista está asociada, principalmente, con niveles de abastecimiento históricamente altos, sin que se percibiera, durante el primer trimestre del año, un impacto negativo significativo por las menores precipitaciones generadas por el fenómeno de El Niño, evento que ya se estaría debilitando y que se espera desaparezca a partir de mayo de este año⁴. La mayor oferta de alimentos se reflejó en el menor ajuste anual del IPC de alimentos perecederos en marzo (-3,4%) frente a diciembre pasado (-0,5%). A lo anterior se suman las menores presiones provenientes de la tasa de cambio registradas en lo corrido de este año, y la relativa estabilidad reciente de los precios internacionales de los alimentos y las materias primas, junto con la normalización de los costos logísticos y de transporte. Todo lo anterior contribuyó a la reducción en la variación anual de los precios de los alimentos procesados (del 6,7% en diciembre al 3,4% en marzo) y a contrarrestar el cobro, a partir de

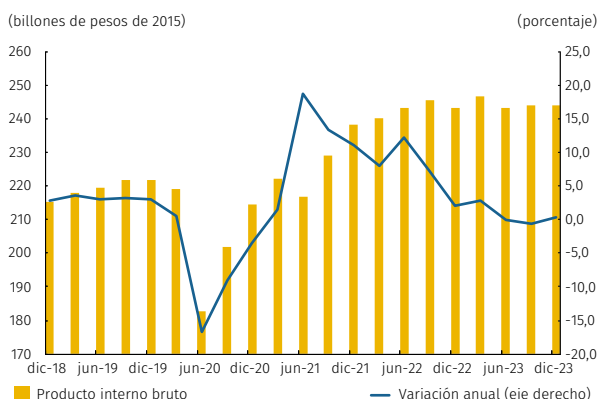
4 Véase: https://www.cpc.ncep.noaa.gov/products/analysis_monitoring/enso_advisory/ensodisc_Sp.shtml

noviembre pasado, del nuevo impuesto saludable sobre los alimentos ultraprocesados y azucarados⁵.

3.2 Crecimiento y demanda interna

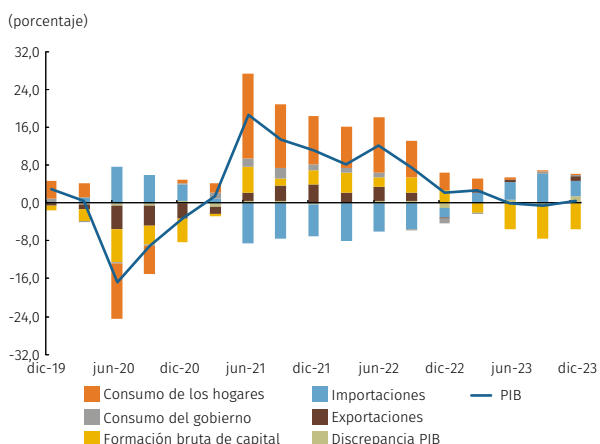
La economía colombiana experimentó un proceso de ajuste en 2023, que implicó un crecimiento lento a lo largo de todo el año, incluyendo el cuarto trimestre. La expansión para todo 2023 fue del 0,6%, después del significativo crecimiento de 2022 (7,3%), el cual situó al PIB en niveles altos. Este menor dinamismo ocurrió en un entorno de una inflación alta y muy superior a la meta, pese a los descensos acumulados en el año, de una política monetaria en terreno contractivo y de unos indicadores bajos de confianza de empresarios y consumidores. La desaceleración económica se dio sobre todo a partir del segundo trimestre, con tasas anuales cercanas a cero. En el cuarto trimestre en particular, el crecimiento anual de la actividad económica ascendió al 0,3% (Gráfico 3.7), una tasa menor que la prevista en el *Informe* de enero (0,9%). El error de pronóstico obedeció más a una revisión al alza de las cifras del mismo trimestre de 2022, que a una menor dinámica del crecimiento en el margen (el crecimiento trimestral anualizado fue del 0,1%, según cifras desestacionalizadas y ajustadas por efecto calendario) (véase Recuadro 3). Este resultado fue acorde con unos niveles de demanda interna que dejaron de caer trimestralmente, a raíz de una nueva expansión del consumo privado, y pese al bajo dinamismo de la inversión fija. Por el lado de la oferta, de las doce actividades productivas se observaron caídas anuales en cuatro de ellas, siendo la industria manufacturera el sector con mayor deterioro. En contraste, el sector agropecuario y las actividades financieras y de seguros fueron los que más se expandieron anualmente.

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



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

Gráfico 3.8
Contribuciones a la variación anual del PIB trimestral^{a/}
(variación anual, contribuciones)

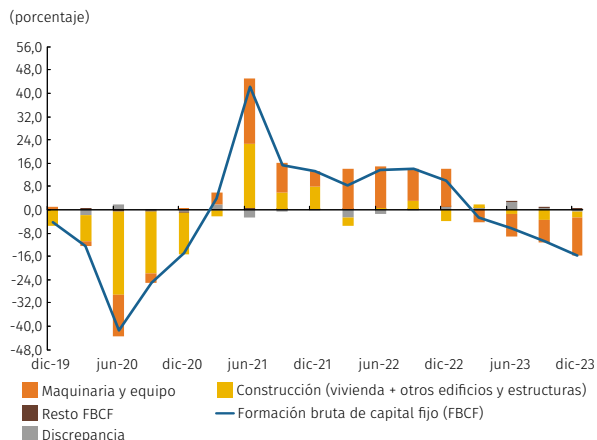


a/ Series desestacionalizadas y corregidas por efectos calendario. Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

La demanda interna también se ajustó de manera importante debido a una inversión que se redujo sustancialmente frente a los altos niveles alcanzados un año atrás. Durante 2023, la absorción presentó un ajuste a la baja importante, con una caída del 3,8%, después de los muy altos (y poco sostenibles) niveles alcanzados en 2022. La formación bruta de capital registró un desplome notable en 2023 (-24,8%), aportando la principal contribución negativa al crecimiento del PIB en ese año (Gráfico 3.8). Sin embargo, este resultado fue afectado por el componente de variación de inventarios y discrepancia estadística, que para el año fue negativo y significativo, en buena parte por la desacumulación de inventarios de la industria manufacturera, el comercio y, en menor medida, de la construcción. Por ello, aunque la formación bruta de capital fijo también retrocedió en el año, lo hizo en una menor magnitud (-8,9%) (Gráfico 3.9). En este último grupo la inversión en maquinaria y equipo fue el que registró la mayor caída en todo 2023 (-16,2%) desde niveles históricamente altos en 2022, cuando el crecimiento fue considerable (30,3%), sobre todo por el renglón de bienes de capital para la industria. La inversión en otros edificios y estructuras, con niveles bajos desde la pandemia, continuó deteriorándose

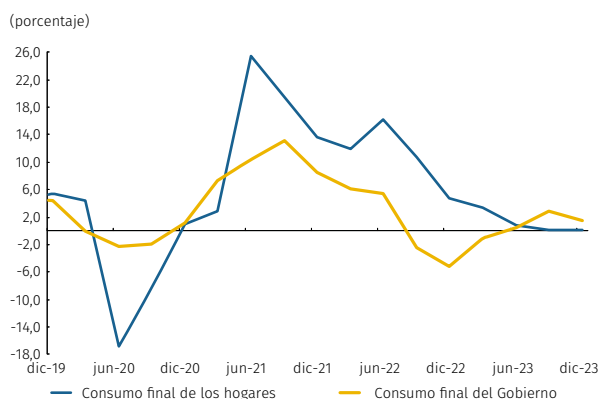
5 Al respecto véase la Ley 2277 del 13 de diciembre de 2022, Título X (Reforma Tributaria).

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



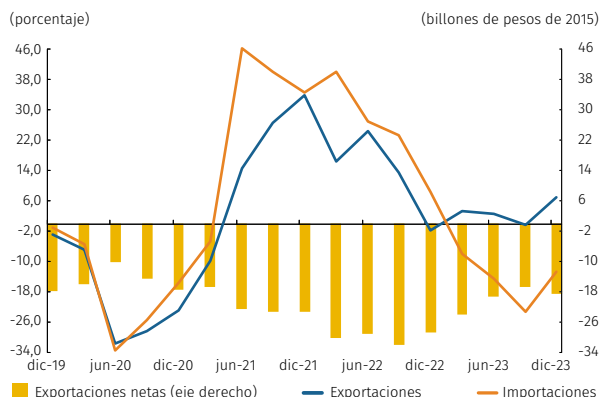
a/ Series desestacionalizadas y corregidas por efectos calendario.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

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



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

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



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

durante 2023 (-4,9%), arrastrado por el pobre desempeño de las obras civiles. Por su parte, la inversión en vivienda cayó un -1,2% en todo 2023, lo que le permitió sostenerse en valores similares a los registrados antes de la pandemia.

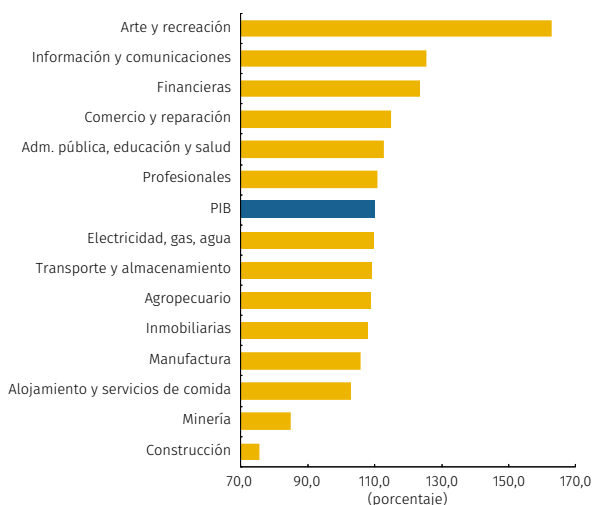
Por el contrario, durante 2023 el consumo se mantuvo en niveles altos, aunque con un ritmo de expansión más moderado que lo observado en 2022. El consumo total creció un 1,1% en todo 2023, impulsado principalmente por el componente privado, el cual también se expandió frente al año anterior y se ubicó en 2023 en niveles que fueron de un 11,0% superiores a los observados en 2019. Pese a lo anterior, el crecimiento anual del consumo de los hogares disminuyó en los últimos trimestres, pasando del 4,7% al cierre de 2022 al 0,2% para finales de 2023 (Gráfico 3.10). Esta desaceleración ocurrió en el contexto de una política monetaria contractiva, bajos niveles de confianza de los consumidores, alta incertidumbre y desaceleración del crédito a los hogares. En el año, los segmentos con los comportamientos más favorables fueron los de servicios y bienes no durables, mientras que los de bienes durables y semidurables retrocedieron después de alcanzar valores elevados en 2022. Finalmente, el consumo público no tuvo un desempeño destacado en 2023, pues su expansión fue tan solo del 0,9%, con aumentos trimestrales durante la primera mitad del año, pero decrecimientos durante la segunda.

A la par con la reducción de la inversión, las importaciones sufrieron un retroceso sustancial que permitió, junto con un aumento moderado de las exportaciones, que la demanda externa neta aportara positivamente al crecimiento. Las compras al exterior también experimentaron un ajuste en 2023, como reflejo en buena medida del retroceso de la demanda interna. La caída de las importaciones en todo el año, del 14,7%, ocurrió después de un 2022 en el que las compras externas alcanzaron niveles históricos (Gráfico 3.11), y estuvo explicada principalmente por la disminución de las compras de bienes de capital y materias primas. Las exportaciones, por su parte, se expandieron un 3,1% en 2023, comportamiento explicado, principalmente, por el aumento de las de servicios (9,8%), petróleo (5,5% en cantidades) y bienes no tradicionales (4,3%, según el índice de cantidades). Con lo anterior, el déficit externo en pesos constantes se redujo un 34,6% en 2023 frente al año anterior, gracias a lo cual su aporte a la variación del PIB en todo el año fue positivo⁶.

Por el lado de la oferta, el desempeño fue heterogéneo, con algunos sectores que mostraron retrocesos importantes y otros con expansiones satisfactorias. Durante 2023, las ramas secundarias fueron las que más contribuyeron negativamente a la variación anual del PIB, al registrar un retroceso anual del 3,7%. Este resultado continuaría siendo explicado por la desaceleración de la industria manufacturera, dado el deterioro en el segmento sin refinación de petróleo. A esto se suman los bajos niveles de actividad económica que mantuvo el sector de la construcción, tanto por edificaciones como por

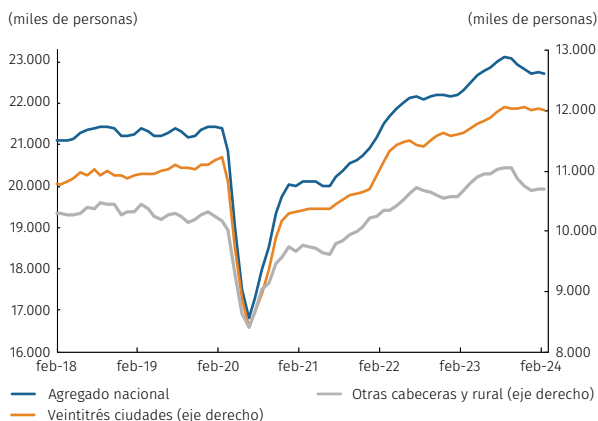
6 El déficit comercial en pesos constantes pasó del 12,3% del PIB en 2022 al 8,0% del PIB en 2023.

Gráfico 3.12
Niveles sectoriales de valor agregado del cuarto trimestre de 2023 relativos al cuarto trimestre de 2019^{a/} (cuarto trimestre de 2019 = 100%)



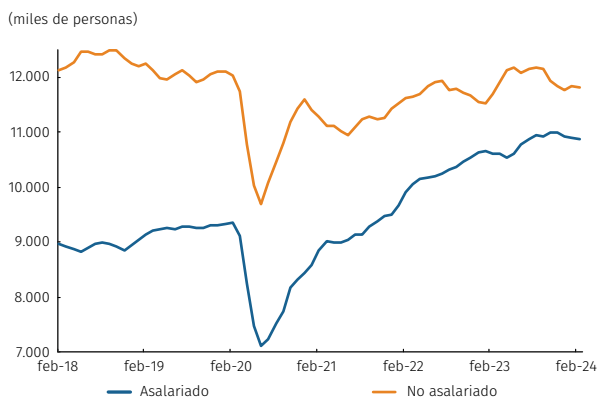
a/ Series desestacionalizadas y corregidas por efectos calendario.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.13
Población ocupada por dominios geográficos



Nota: datos en trimestre móvil y desestacionalizados.
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.14
Empleo por posición ocupacional: agregado nacional



Nota: datos en trimestre móvil y desestacionalizados.
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

obras civiles (Gráfico 3.12). En contraste, las actividades primarias y terciarias presentaron expansiones anuales del 2,1% y 1,6%, respectivamente. Las primeras estuvieron jalonadas por el buen desempeño del sector agropecuario, principalmente de las actividades asociadas con cultivos, así como por una mayor extracción de carbón y petróleo. Sobre las actividades terciarias se destaca el buen desempeño de los servicios financieros y de seguros (7,9% anual), las actividades artísticas y de entretenimiento (7,0%) y de administración pública, salud y educación (3,9%). No obstante, el sector de comercio, transporte y alojamiento contrarrestó negativamente este desempeño, principalmente por el menor dinamismo de los servicios de comercio y alojamiento.

3.3 Mercado laboral^{7,8}

El empleo en el agregado nacional continuó deteriorándose en los primeros meses de 2024, aunque a un ritmo moderado.

Para el trimestre móvil terminado en febrero, los resultados de la *Gran encuesta integrada de hogares* (GEIH) mostraron niveles de empleo en el área rural que dejaron de caer, mientras que en el área urbana siguieron estancados y mostraron un leve deterioro en el margen, lo que llevó a una ligera caída de la ocupación en el agregado nacional⁹ (Gráfico 3.13). Para este mismo periodo, los datos mostraron caídas trimestrales de la ocupación en varios sectores económicos, siendo transporte y comunicaciones, administración pública, salud y educación, y construcción, las ramas que más contribuyeron a la reducción trimestral del empleo. En términos anuales, el empleo continuó desacelerándose, pero registró un aumento del 1,8%, que corresponde a 401.000 nuevos puestos de trabajo. Por dominio geográfico, esta variación anual del empleo en los dominios urbano y rural fue del 3,2% y del 0,2%, respectivamente.

El empleo del segmento asalariado se mantiene estancado, con un ligero retroceso en el último mes, mientras que el no asalariado ha dejado de contraerse.

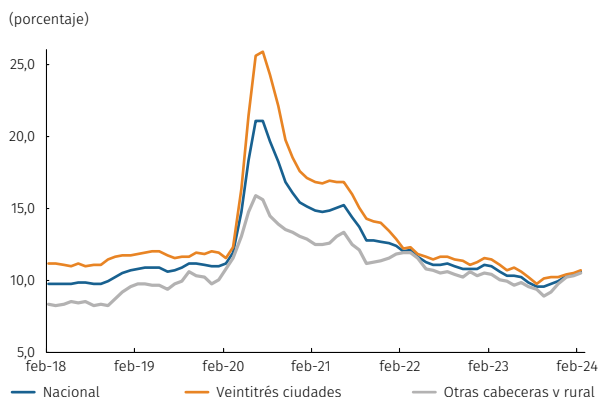
En febrero, con datos en trimestre móvil, la variación trimestral del trabajo asalariado fue del -0,9% (Gráfico 3.14), aunque en términos anuales se registraron ganancias en el empleo del 2,5%. Este comportamiento se observó también en otras fuentes de información de empleo asalariado formal, como los registros de cotizantes dependientes de la Planilla Integrada de Liquidación de Aportes (PILA) y de afiliados a cajas de compensación familiar (CCF). Por su parte, el empleo en el segmento no asalariado detuvo su caída y se situó en niveles inferiores a los observados en el segundo semestre de 2023, aunque continuó presentando crecimientos anuales positivos (1,2%). Dado este

7 Para un análisis más detallado del mercado laboral lo invitamos a consultar la serie *Reportes del Mercado Laboral* del Banco de la República, disponible en <https://www.banrep.gov.co/es/reporte-mercado-laboral>

8 Las cifras de mercado laboral presentadas en esta sección corresponden, principalmente, a los resultados del trimestre móvil terminado en febrero de 2024.

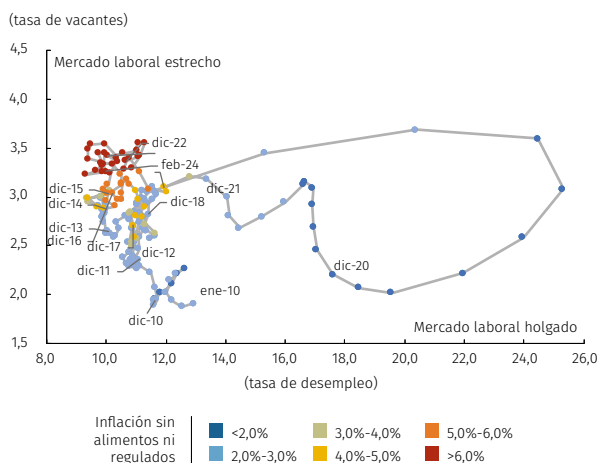
9 Consistente con el comportamiento del empleo, la tasa de ocupación (TO) ha disminuido en el margen para el agregado nacional, para ubicarse en el 56,9%. En términos anuales se registran ganancias en el empleo de 0,2 pp.

Gráfico 3.15
Tasa de desempleo por dominios geográficos



Nota: datos en trimestre móvil y desestacionalizados.
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.16
Curva de Beveridge para las siete ciudades principales



Nota: datos en trimestre móvil y desestacionalizados. Para estimar las vacantes con GEIH se calculan las contrataciones según la metodología de Morales, Hermda y Dávalos (2019).
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

comportamiento, la tasa de informalidad presentó un ligero incremento en el agregado nacional y se ubicó en el 55,8%.

En febrero la tasa de desempleo (TD) del agregado nacional aumentó con respecto al mes anterior, en un contexto de bajo crecimiento económico. En febrero la TD nacional, en trimestre móvil y con ajuste estacional, aumentó con respecto a enero y se situó en un 10,6%, manteniendo la tendencia ascendente que se observa desde septiembre de 2023. Por dominios geográficos también se observó un incremento de la TD urbana, y de la TD en las otras cabeceras y el área rural, al ubicarse en un 10,7% y 10,5%, respectivamente (Gráfico 3.15). Se destaca la alta heterogeneidad de la TD entre las 23 principales ciudades, siendo Quibdó la de mayor incidencia del desempleo (25,9%), mientras que Medellín presenta la menor TD (9,3%). En cuanto al desempleo por género, en los últimos meses esta brecha se ha reducido y se sitúa en niveles bajos (4,1 pp), debido a un incremento de la TD en hombres mayor que en la de mujeres.

Otros indicadores de demanda laboral formal se han deteriorado y las expectativas de contratación son negativas. Dichas señales sugieren que la estrechez aún observada en el mercado laboral podría ceder en los próximos meses. Los índices de vacantes obtenidos a febrero a partir de los avisos clasificados, así como las contrataciones implícitas de la GEIH, continuaron reduciéndose, en línea con lo observado en el empleo asalariado y formal. El deterioro de los índices de vacantes, junto con unas expectativas de contratación, provenientes de la *Encuesta trimestral de expectativas económicas* (ETE) del Banco de la República, que registran un balance negativo¹⁰ y disminuyeron frente al tercer trimestre de 2023, sugieren un menor dinamismo del empleo formal en el futuro cercano. El comportamiento de la TD en el dominio urbano y de la tasa de vacantes, a la luz de la curva de Beveridge¹¹ (Gráfico 3.16), sugiere que el mercado laboral continúa estrecho. Sin embargo, las expectativas de contratación negativas y el contexto de desaceleración económica señalarían que la estrechez estaría empezando a ceder. Finalmente, con datos a enero, los ingresos laborales muestran que, en el agregado nacional, los índices de ingreso nominal siguen ajustándose anualmente al alza. En términos reales, la mediana de los ingresos del segmento asalariado exhibió un aumento anual del 2,6% y la del segmento no asalariado del 6,9%, en un contexto de inflación total a la baja.

3.4 Mercado financiero y monetario

Durante el primer trimestre de 2024 la desaceleración nominal anual del crédito se detuvo y mostró señales de estabilización, mientras que las tasas de interés de depósitos y de préstamos continuaron reduciéndose. Este comportamiento

10 Al cuarto trimestre de 2023, las expectativas económicas tuvieron una reducción de -1,3 pp frente al trimestre anterior en el balance entre quienes planean aumentar y disminuir la planta de personal en el corto plazo.

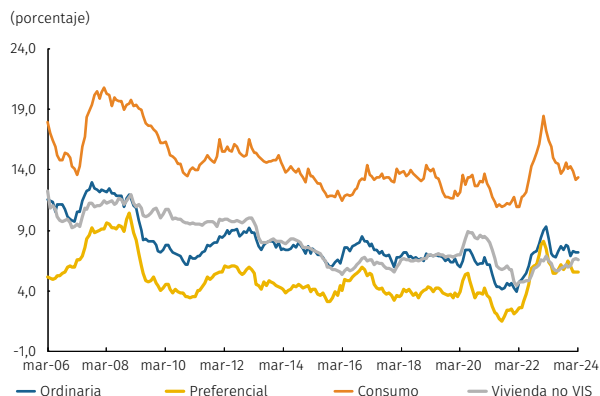
11 La curva de Beveridge es la representación gráfica de la relación entre la tasa de vacantes y la tasa de desempleo.

Cuadro 3.1
Tasas de interés promedio mensual
(porcentaje)

	dic-21	dic-22	jun-23	dic-23	mar-24
Interbancarias					
TPM	2,70	11,42	13,25	13,18	12,69
TIB <i>overnight</i>	2,73	11,41	13,28	13,13	12,68
IBR <i>overnight</i>	2,72	11,41	13,28	13,13	12,68
IBR a 1 mes	2,96	11,80	13,25	13,10	12,44
IBR a 3 meses	3,36	12,08	13,25	12,81	12,02
IBR a 6 meses	3,97	12,31	13,03	12,35	11,39
IBR a 12 meses	-	-	11,99	11,17	10,11
Captación					
Ahorros	1,19	5,72	6,23	6,23	5,88
DTF a 90 días	3,08	13,42	13,02	12,63	10,85
CDT a 180 días	3,71	15,58	13,30	12,90	10,87
CDT a 360 días	5,10	17,08	14,17	13,19	10,88
CDT >360 días	7,14	19,15	14,44	12,71	11,15
Crédito					
Preferencial	6,00	18,57	17,65	17,05	14,79
Ordinario	8,18	19,27	19,20	17,93	16,56
Compra vivienda no VIS	9,40	17,22	17,97	17,06	15,85
Compra vivienda VIS	11,55	17,00	16,41	15,41	13,61
Consumo sin libranza	17,51	31,23	31,65	28,16	26,39
Consumo con libranza	11,65	19,45	19,82	19,83	18,79
Tarjeta de crédito	24,47	39,01	39,58	34,70	31,10

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

Gráfico 3.17
Tasas reales de interés del crédito
(datos promedio mensual deflactados
con el IPC sin alimentos)



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

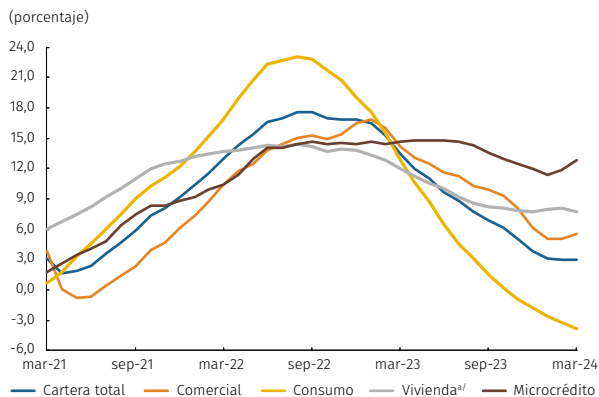
se dio en un entorno caracterizado por los siguientes factores: 1) la demanda interna se habría situado en un valor algo superior al registrado a finales de 2023, aunque menor que el observado un año atrás; 2) expectativas de reducciones más fuertes de la tasa de interés de política monetaria (TPM); 3) tasas de interés reales que se mantienen altas; 4) indicadores de riesgo de cartera que continuaron deteriorándose, y 5) niveles altos en las exigencias para otorgar nuevos créditos por parte de las entidades financieras.

Las tasas de interés del mercado monetario, las de depósitos y las de crédito continuaron descendiendo (Cuadro 3.1), aunque en términos reales algunas continúan en niveles relativamente altos. Durante el primer trimestre la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) continuó reduciendo la TPM, con un recorte de 25 puntos básicos (pb) en enero y uno adicional de 50 pb en marzo. En el mercado monetario esto se reflejó en una reducción similar en las tasas de interés a un día, y en un mayor ritmo de descenso a mayores plazos, ante las expectativas de recortes más fuertes en la TPM en los próximos meses. Con estas expectativas y en un entorno de menores necesidades de recursos de los establecimientos de crédito¹², principalmente de largo plazo, las tasas de interés de captación también registraron reducciones significativas y sus diferenciales por plazos disminuyeron de forma importante. En el primer trimestre también se observaron caídas relevantes en las tasas de interés de colocación en todas sus modalidades, en particular para el crédito preferencial y tarjeta de crédito, a pesar del continuo deterioro de los indicadores de mora de la cartera que ha afectado la disposición por parte de los establecimientos de crédito para otorgar préstamos. Los descensos en las tasas de interés de crédito estarían asociados con el menor costo de fondeo, con la preferencia por parte de las entidades financieras de otorgar crédito a agentes con menor riesgo, y una demanda de crédito que se mantiene débil. En términos reales, las tasas de interés de colocación se mantuvieron relativamente estables en niveles que aún superan el promedio histórico de la última década (Gráfico 3.17). Lo anterior, en un contexto de inflación observada y esperada decreciente y dadas las continuas reducciones de las tasas de interés nominales.

El ritmo anual de crecimiento nominal de la cartera se estabilizó durante el primer trimestre, en un entorno de menores tasas de interés de colocación. No obstante, la demanda de crédito sigue débil y las exigencias para otorgar préstamos aún son altas. Durante el primer trimestre el crédito en moneda nacional creció en promedio alrededor del 3% anual, interrumpiendo la tendencia a la desaceleración que venía mostrando a lo largo de 2023 (Gráfico 3.18). No obstante, el crédito continúa contrayéndose en términos reales (-5,3% anual en marzo). Por modalidades, el crédito muestra un comportamiento dispar. La cartera de consumo continuó contrayén-

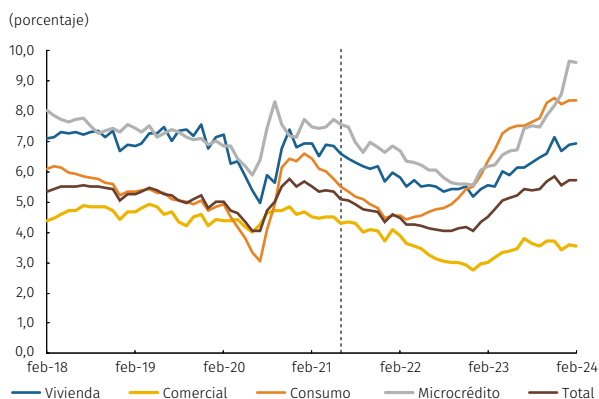
12 Esta menor necesidad de recursos estaría asociada con la moderación en la demanda de crédito, con un portafolio de captaciones que se viene ajustando a las disposiciones regulatorias de financiamiento estable y una reducción de los depósitos de la Dirección General de Crédito Público y Tesoro Nacional en el Banco de la República.

Gráfico 3.18
Cartera bruta en moneda nacional
(variación anual, datos promedios mensuales)



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

Gráfico 3.19
Indicador de mora
(cartera vencida^{a/}/cartera total)



a/ Hace referencia a los préstamos con mora mayor a 30 días.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

dose a un mayor ritmo, al registrar una reducción anual del 3,8% en marzo de 2024, frente al -1,8% observado al cierre del año anterior. Por su parte, el crédito comercial, aunque crece a tasas anuales similares a las registradas a finales de 2023, ha mostrado señales de recuperación durante el primer trimestre del año. Lo anterior, sumado al aumento anual del microcrédito, que se mantiene por encima del 10%, y la estabilidad en la expansión del crédito de vivienda, compensaron el débil comportamiento de la cartera de consumo. En términos reales todas las modalidades registraron caídas anuales, desde los altos niveles observados los dos años anteriores, con excepción del microcrédito. La consolidación del ajuste de la demanda interna, los bajos niveles de confianza y las tasas de interés reales que se mantienen relativamente altas, entre otros factores, habrían contribuido a que la demanda de crédito se mantuviera débil. A esto se sumaron unos niveles altos en las exigencias para otorgar nuevos créditos en todas las carteras por parte de los bancos, como lo sugieren los resultados de la *Encuesta trimestral sobre la situación del crédito en Colombia* para el cuarto trimestre de 2023. No obstante, esta postura se estaría moderando en el margen para las carteras de consumo, comercial y vivienda.

Los establecimientos de crédito mantienen niveles adecuados de solvencia, muy por encima de los mínimos regulatorios, mientras que las utilidades continúan debilitándose. Para todo 2023 las utilidades de los establecimientos de crédito fueron de COP 8,3 billones, lo que representa una reducción del 50% frente a las registradas al cierre del año anterior. El mayor gasto en provisiones explica, en gran medida, la caída en las utilidades del sector. Esto, en un entorno de deterioro continuo a lo largo del año del indicador de mora (ICM) para todas las modalidades de crédito, especialmente la de consumo y de microcrédito (Gráfico 3.19). Por su parte, con datos a diciembre, los niveles de solvencia total (18%) y básica (14,8%) de los establecimientos de crédito repuntaron en el último trimestre y se ubican muy por encima de los mínimos regulatorios (9,0% y 4,5%, respectivamente).

Recuadro 1

Un indicador de los servicios de transporte para medir la actividad económica colombiana

Karen L. Pulido-Mahecha
 Juan Sebastián Silva-Rodríguez
 Juan Felipe Carmona-Pascuales*

Los servicios de transporte se consideran transversales a todos los sectores de la economía, dado que permiten el movimiento de mercancías y servicios en cada nivel de la escala productiva. Si bien no todo lo que se produce en un país se transporta debido a la acumulación de inventarios en las industrias y comercios y a que algunos servicios no requieren de traslado, su dinámica puede brindar algunas señales sobre el comportamiento de la actividad económica durante un periodo determinado (p. ej.: los indicadores de movilidad de Google durante la pandemia del covid-19).

Una característica favorable de los servicios de transporte es que su información se publica con un menor rezago frente al de otros indicadores de actividad económica, razón por la cual suelen incorporarse parcialmente dentro de las metodologías de *nowcasting* desarrolladas por bancos centrales y analistas económicos (Cote-Barón *et al.*, 2023; Galeano-Ramírez *et al.*, 2021; Vidal *et al.*, 2015). A pesar de la utilidad de estas herramientas, es deseable tener un indicador que resuma la dinámica agregada de estos servicios y que esté altamente relacionado con el comportamiento de diferentes agregados macroeconómicos y con el ciclo económico.

En este recuadro se presenta la metodología de construcción del índice de los servicios de transporte para Colombia (Istco) que, al consolidar la información disponible del transporte interno, permite hacer un seguimiento oportuno de la actividad económica mensual del país, con un especial énfasis en actividades terciarias, como el comercio interno y el consumo de servicios (por ejemplo, las actividades turísticas). Dada la disponibilidad de información, es posible calcular el Istco desde enero de 2015, cuya metodología, que es un ajuste de lo propuesto por Young *et al.* (2014) para el *Transportation Services Index* de los Estados Unidos, se caracteriza por su simplicidad y posible replicabilidad regional.

Las siguientes secciones describen los componentes, así como el método de ponderación, indexación y agregación del indicador. Finalmente, se presenta su relación con diferentes indicadores líderes de la actividad económica, tales como el producto interno bruto (PIB) y el indicador de seguimiento a la economía (ISE).

1. Componentes del indicador

El Istco incluye los servicios de transporte por contrato operados a nivel nacional, es decir, aquellos que se realizan dentro del país para movilizar mercancías o pasajeros a cambio de una tarifa, excluyendo las actividades de vehículos de empresas privadas como motos y taxis, y los viajes no comerciales realizados por los hogares. El Istco, según el modo de transporte utilizado para el flujo de bienes y pasajeros, consta de tres componentes: terrestre y por tuberías, aéreo y acuático. En el Cuadro R1.1 se resumen las principales fuentes de información utilizadas para cada uno de estos servicios.

* Los autores pertenecen, en su orden, a la Subgerencia de Política Monetaria e Información Económica del Banco de la República y a la Universidad del Rosario. Las opiniones son responsabilidad de los autores y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

Cuadro R1.1
Principales fuentes de información del Istco

Modo de transporte	Fuente	Indicador	Frecuencia	
Terrestre y por tuberías	Registro Nacional de Despacho de Carga (RNDC)	Toneladas movilizadas por carretera	Mensual	
	Carretera	Superintendencia de Transporte	Número de pasajeros movilizadas por las principales terminales de transporte	Mensual
	Encuesta de Transporte Urbano de Pasajeros (ETUP), DANE.	Número de pasajeros movilizadas	Trimestral	
	Tuberías	Ecopetrol S. A. (informes financieros y operativos)	Toneladas movilizadas (petróleo y gas)	Trimestral
	Tren	Superintendencia de Transporte, Ministerio de Transporte	Toneladas movilizadas (carbón)	Mensual
Aéreo	Aeronáutica Civil	Toneladas movilizadas	Mensual	
		Número de pasajeros movilizadas (vuelos nacionales e internacionales)	Mensual	
Acuático	Superintendencia de Transporte, Ministerio de Transporte	Toneladas movilizadas (fluvial y cabotaje)	Mensual	

Fuente: elaboración propia.

1.1 Transporte terrestre y por tuberías

En Colombia una proporción importante de los bienes, tanto intermedios como finales, se transporta por carretera. Con el fin de capturar dichos flujos, se utiliza la información del Registro Nacional de Despacho de Carga (RNDC) del Ministerio de Transporte, pues este permite conocer a nivel de producto el total de toneladas y galones movilizadas entre los centros poblados, por parte de las empresas lógicas registradas en el país. Además, teniendo en cuenta que el RNDC se recopila según partida arancelaria, la carga movilizada se puede agrupar para los sectores agrícola, minero e industrial, con base en la clasificación internacional industrial uniforme (CIU, rev. 4, A. C.), a cuatro dígitos, y la ponderación que cada subrama tiene en el valor agregado, según cifras nominales.

Adicionalmente, el movimiento de carbón por carretera se complementa con las toneladas movilizadas por vía férrea, que corresponden al envío de carbón desde las minas de La Guajira y el Cesar hacia los puertos, según la Superintendencia de Transporte. Por su parte, para el transporte de petróleo crudo, gas y productos refinados se incorporan las toneladas transportadas por tuberías, acorde con la información trimestral reportada por las empresas del sector en sus informes financieros y operativos, y los registros de exportación de la DIAN por fecha de embarque.

Por su parte, el transporte de pasajeros terrestre incluye, por un lado, el movimiento de pasajeros entre municipios correspondiente a los servicios realizados por las terminales terrestres habilitadas u homologadas del país, los cuales también son reportados por la Superintendencia de Transporte. La información se contrasta y complementa con la evolución de los vehículos de categorías I y II que transitaron por peajes concesionados a cargo de la Agencia Nacional de Infraestructura (ANI), y se utiliza como *proxy* del movimiento de pasajeros intermunicipales entre 2015 y 2020. Por otro lado, se incorpora la información trimestral de los servicios de transporte interurbano de las veintitrés principales ciudades del país¹, acorde con la información del parque automotor reportada en la *Encuesta de transporte urbano de pasajeros* (ETUP) del DANE.

1.2 Transporte aéreo

Los servicios asociados con el tráfico aéreo se construyen con base en las estadísticas operacionales reportadas por la Aeronáutica Civil (Aerocivil), que permiten conocer el total de pasajeros y toneladas movilizadas en vuelos nacionales e internacionales.

1 Las veintitrés ciudades capitales que abarca la ETUP son: las áreas metropolitanas de Barranquilla, Bogotá, Bucaramanga, Cali, Cúcuta, Manizales, Valle de Aburrá (que incluye a Medellín), centro de occidente (que incluye a Pereira), Armenia, Cartagena, Florencia, Ibagué, Montería, Neiva, Pasto, Popayán, Quibdó, Santa Marta, Sincelejo, Tunja, Valledupar y Villavicencio.

1.3 Transporte acuático

Para el transporte acuático se incluye el movimiento de mercancías realizado por las embarcaciones de sociedades portuarias asociados con servicios fluviales y marítimos por cabotaje, de acuerdo con las estadísticas de tráfico portuario de Colombia. Estas son útiles también para complementar el transporte de bienes mineros, tales como petróleo y carbón. Por restricción de información, este último componente del Istco no captura el movimiento de pasajeros.

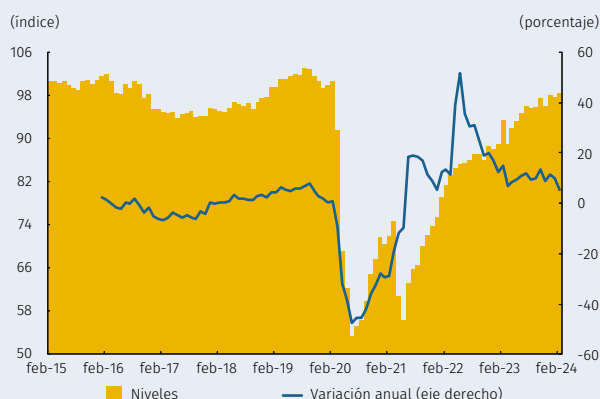
2. El índice de los servicios de transporte (Istco)

Las series de cada componente se indexan tomando como año de referencia el promedio de 2015. Para los índices de transporte terrestre y aéreo la información del movimiento de mercancías y pasajeros se pondera con base en la relación histórica con el valor agregado nominal de su respectivo modo de transporte². A partir de lo anterior, el índice compuesto de cada servicio de transporte se agrega teniendo en cuenta su ponderación dentro del valor agregado del sector transporte³ un año atrás, acorde con la publicación disponible del PIB trimestral a precios corrientes más reciente⁴. La incorporación de una estructura de ponderaciones que cambia en el tiempo permite al indicador reconocer recomposiciones históricas en las principales fuentes de crecimiento económico, tal como el auge del sector terciario en los últimos años. Dado que los servicios del transporte son estacionales, las series son desestacionalizadas y ajustadas por efectos calendario (daec) a partir del método X-13Arima-Seats⁵, para así capturar adecuadamente los cambios mensuales del Istco y su tendencia a corto plazo.

El Gráfico R1.1 presenta los resultados mensuales del indicador desde enero de 2015 hasta febrero de 2024⁶. Se destaca que el Istco captura adecuadamente los efectos que tuvieron algunas perturbaciones a la movilidad sobre el movimiento de mercancías y pasajeros en el país, tales como el paro cívico de Quibdó (Chocó) y Buenaventura (Valle del Cauca) ocurrido en mayo de 2017; la huelga de pilotos de la aerolínea Avianca, que inició en septiembre de 2017 y duró 51 días; las restricciones a la movilidad decretadas en 2020 por la pandemia del covid-19, y los bloqueos generados en diferentes zonas del país en 2021.

En cuanto a la dinámica por componentes, se resalta la fuerte contracción que exhibieron los servicios del transporte terrestre y aéreo durante 2020 (Gráfico R1.2). De hecho, se observa que las actividades asociadas con el transporte terrestre tuvieron una recuperación más lenta frente al total y aún se ubican en niveles inferiores a los observados antes de la pandemia. Esto último está explicado,

Gráfico R1.1
Índice de los servicios de transporte para Colombia^{a/} (mensual)
(niveles y variación anual)

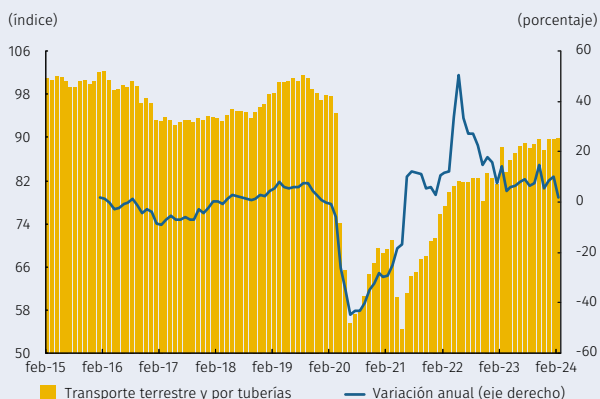


a/ Series desestacionalizadas y corregidas por efectos calendario. Fuente: cálculos del Banco de la República.

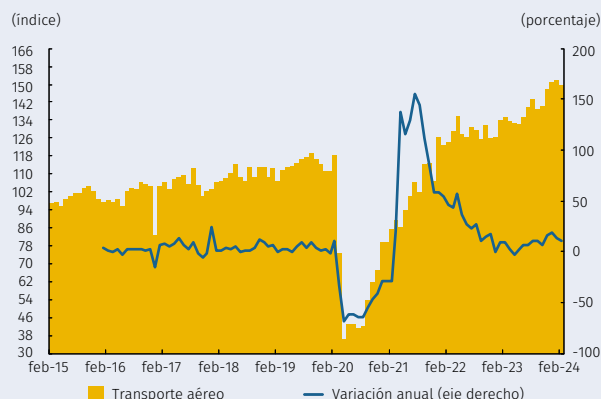
- 2 En las cuentas nacionales anuales el máximo nivel de desagregación disponible corresponde a 61 agrupaciones, según las divisiones de la CIU (rev. 4 A. C.), lo cual impide conocer la ponderación de estas actividades en el valor agregado de cada modo de transporte.
- 3 Se excluyen las actividades complementarias al transporte, tales como almacenamiento, y los servicios de correo y mensajería.
- 4 En el momento de publicación de este recuadro, la publicación disponible más reciente de las cuentas nacionales trimestrales corresponde a febrero de 2024, con datos a diciembre de 2023.
- 5 Esta metodología permite incorporar, dentro de la modelación del Arima, variables exógenas que capturan correctamente los días feriados de Colombia, además de incluir dentro de su estructura ajustes por Semana Santa y Año Nuevo.
- 6 La información del primer trimestre de 2024, asociada con el transporte terrestre de pasajeros urbanos y el transporte acuático de mercancías, es preliminar.

Gráfico R1.2
Componentes del Istco^{a/} (mensual)
(niveles y variación anual)

A. Transporte terrestre y por tuberías



B. Transporte aéreo



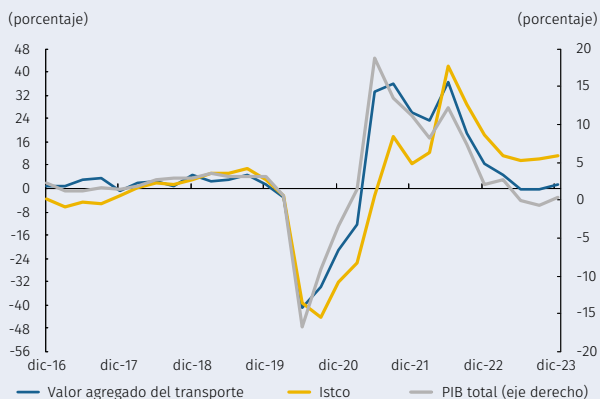
a/ Series desestacionalizadas y corregidas por efectos calendario.
Fuente: cálculos del Banco de la República.

principalmente, por los bajos niveles que aún exhibe el movimiento de pasajeros interurbanos y la carga de productos mineros, como carbón y petróleo. En contraste, la recuperación de los servicios de transporte aéreo fue más rápida, con niveles en máximos históricos, dado el buen dinamismo de los pasajeros internacionales y pese al menor movimiento de pasajeros nacionales.

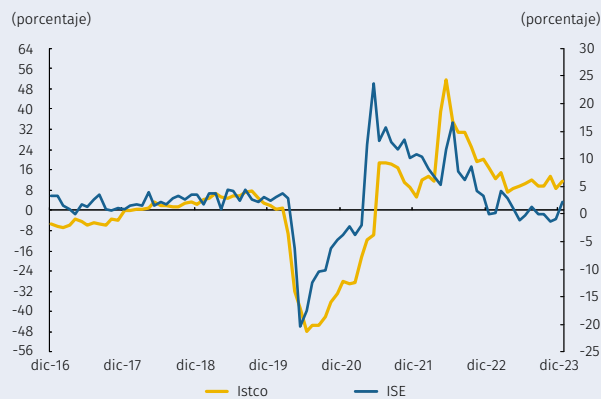
Como los servicios de transporte son transversales a la actividad de los sectores productivos y consumidores, no sorprende que estos, en términos de sus variaciones anuales, mantengan una alta correlación con variables como el PIB (Gráfico R1.3, Panel A), siendo incluso mayor que la asociada con el valor agregado del sector transporte durante el periodo pre-pandemia (0,85 frente a 0,40, respectivamente). Del comportamiento entre 2020 y 2021 se destaca que el Istco es un indicador que responde en mayor medida a choques relacionados con restricciones a la movilidad de los bienes y servicios, frente a otras variables como el PIB. En cuanto a su relación con la dinámica del ISE, esta no ha sido tan evidente para el periodo de estudio (Gráfico R1.3, Panel B), aun cuando durante el periodo posterior a la pandemia la correlación entre las series es del 0,83.

Gráfico R1.3
Relación del Istco con algunos indicadores de actividad económica^{a/} (mensual)
(niveles y variación anual)

A. PIB trimestral



B. ISE



a/ Series desestacionalizadas y corregidas por efectos calendario.
Nota: el valor agregado del transporte excluye las actividades complementarias de almacenamiento, correo y mensajería.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

En el Cuadro R1.2 se presenta la correlación contemporánea del Istco con otros indicadores líderes de la actividad económica, tal como la producción real manufacturera, y con algunos componentes del PIB por el lado de la demanda y de la oferta. En particular, se destaca la alta correlación que los servicios del transporte tienen con las actividades terciarias, especialmente las relacionadas con el comercio minorista y el consumo de bienes durables y de servicios. Su dinámica también parece brindar información útil sobre el comportamiento de la industria manufacturera sin coquización y refinación de petróleo. Por su parte, la baja correlación con las actividades agropecuarias y el consumo de bienes no durables podría explicarse por una subestimación del RNDC, puesto que en estas actividades una proporción no despreciable de los bienes se transporta en vehículos o camiones que no hacen parte de empresas logísticas registradas.

Cuadro R1.2
Correlación contemporánea con indicadores líderes

Indicadores	2016 - 2019	2020 - 2021	2022 - 2024
(a) Principales indicadores			
Producto interno bruto (PIB)	0,85***	0,85***	0,82**
Indicador de seguimiento a la economía (ISE)	0,46***	0,79***	0,83***
ISE primario	0,10	0,80***	0,28
ISE secundario	0,12	0,57***	0,88***
ISE terciario	0,55***	0,84***	0,77***
Pulso Económico Regional (PER)	0,58***	0,78***	0,73***
Industria	0,43***	0,83***	0,68***
Comercio	0,78***	0,85***	0,76***
Financiero	0,35**	0,82***	0,51**
Vivienda	0,06	0,22	0,59***
Transporte	0,36**	0,84***	0,82***
Agropecuario	-0,24*	-0,11	0,17
Producción real manufacturera	0,22	0,60***	0,81***
Ventas reales sin combustibles ni vehículos	0,81***	0,59***	0,75***
Demanda del energía (SIN)	0,58***	0,79***	0,06
(b) Componentes de la demanda			
Demanda interna	0,82***	0,84***	0,72**
Consumo total	0,54**	0,86***	0,77**
Consumo privado	0,63***	0,85***	0,81**
Bienes durables	0,60**	0,70*	0,81**
Bienes no durables	0,08	0,74**	0,86***
Bienes semidurables	0,33	0,69*	0,76**
Servicios	0,72***	0,86***	0,81**
Formación bruta de capital fijo	0,06	0,73**	0,74**
Exportaciones	0,09	0,94***	0,73**
Importaciones	0,51**	0,89***	0,60
(c) Sectores de la oferta			
Ramas primarias	0,36	0,92***	0,10
Actividades agrícolas	-0,56**	0,72**	0,01
Minas y canteras	0,87***	0,93***	0,19
Ramas secundarias	0,16	0,74**	0,90***
Industria sin refinación	0,61**	0,72**	0,84***
Coquización y refinación	-0,45*	0,69*	0,52
Ramas terciarias	0,66***	0,87***	0,79**

Nota: la correlación se calcula con base en la variación anual de las series desestacionalizadas y ajustadas por efecto calendario, con excepción de los niveles reportados por el PER. El color de las celdas corresponde a la magnitud y dirección de dicha correlación, valores en verde (rojo) indican una relación positiva (negativa) y alta. Significancia estadística al *** p<0,01; ** p<0,05; * p<0,1
Fuentes: DANE, XM y Banco de la República; cálculos propios.

Finalmente, la información disponible para el primer trimestre de 2024 sugiere que los servicios de transporte continúan creciendo, anual y trimestralmente, dado el impulso de los pasajeros internacionales y el aumento en la carga movilizadora de bienes agrícolas diferentes a café.

3. Conclusiones

Para los ejercicios de *nowcasting* realizados por bancos centrales y analistas económicos es deseable contar con indicadores oportunos y de mayor frecuencia. El Istco, al agregar diferentes fuentes de información relacionadas con los servicios del transporte interno, se considera un indicador valioso para entender algunas dinámicas de la actividad económica, especialmente las relacionadas con el desempeño de la industria sin refinación y el comercio interno de bienes durables y de servicios. Lo anterior, junto con su poco rezago, lo hacen un insumo idóneo para ser incorporado dentro de modelos que pronostiquen el PIB en el corto plazo. Algunos temas para el trabajo futuro sobre el indicador corresponden a la mejora en los ponderadores de carga y pasajeros para los componentes del transporte terrestre y aéreo, la inclusión de información alterna para capturar mejor el movimiento de bienes agrícolas, el análisis del comportamiento de los inventarios en algunos sectores y la habilidad del Istco para detectar puntos de quiebre en el ciclo económico.

Referencias

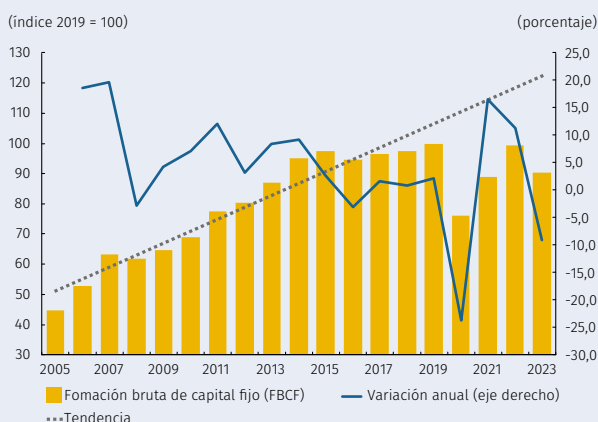
- Cote-Barón, J. P.; Pulido-Mahecha, K. L.; Rodríguez-Rodríguez, N. V.; Rojas-Martínez, C. D. (2023). "El ISAE: un indicador para monitorear la actividad económica colombiana en alta frecuencia", Borradores de Economía, núm. 1225.
- Galeano-Ramírez, F. J.; Martínez-Cortés, N.; Rojas-Martínez, C. D. (2021). "Nowcasting Colombian Economic Activity: DFM and Factor-MIDAS approaches", Borradores de Economía, núm. 1168.
- Vidal, A. P.; Sierra, L.; Domínguez, J.; Collazos, J. (2015). "Indicador mensual de actividad económica (Imae) para el Valle del Cauca", Borradores de Economía, núm. 900.
- Young, P.; Notis, K.; Firestine, T. (2014). "Transportation Services Index and the Economy—Revisited", Bureau of Transportation Statistics, United States Department of Transportation.

Recuadro 2 Evolución reciente y perspectivas de la inversión

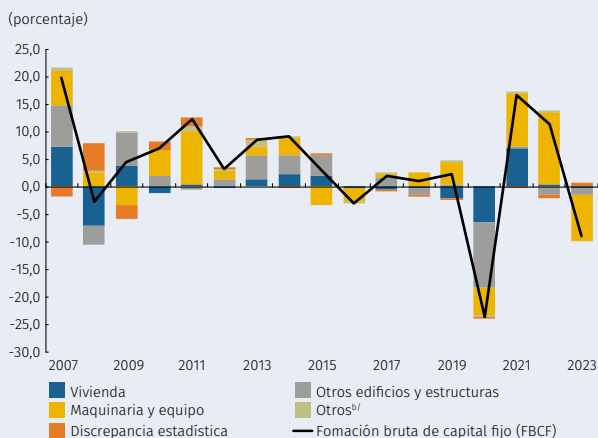
Camilo López
Andrés Herrera
Nicol Rodríguez
Sebastián Quintero*

Gráfico R2.1
Formación bruta de capital fijo y contribuciones de sus componentes

A. Formación bruta de capital fijo^{a/}



B. Crecimiento anual de la formación bruta de capital fijo y contribuciones



a/ La tendencia emplea información hasta 2019.

b/ Incluye la inversión en recursos biológicos y en producto de propiedad intelectual.
Nota: series en precios constantes desestacionalizadas y ajustadas por efecto calendario.

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Uno de los principales motores del crecimiento económico de un país es la inversión, al estar estrechamente asociada con el aumento de la capacidad productiva y la infraestructura. Después de una fuerte recuperación observada en 2021 y 2022 en algunos componentes de la inversión, en el último año este rubro registró una importante contracción en Colombia. El ajuste significativo de la inversión se dio en un entorno de una inflación elevada, desaceleración de la actividad económica, reducción de los desbalances macroeconómicos, bajos niveles de confianza, un alto costo del financiamiento interno y externo e incertidumbre por anuncios en cambios en la política pública asociados con sectores inversores (v. g. política de transición energética y de subsidios de vivienda). Este recuadro describe el comportamiento reciente de la inversión y sus principales componentes, y contribuye al análisis de las perspectivas de este segmento del gasto a partir de la evolución esperada de algunos de sus principales determinantes. Cabe mencionar que este análisis prospectivo está sujeto a una amplia incertidumbre y a las revisiones¹ de las cuentas nacionales por parte del Departamento Nacional de Estadística (DANE).

1. Formación bruta de capital fijo

La inversión en formación bruta de capital fijo (FBCF) registró un buen desempeño durante los años anteriores a la pandemia del covid-19, al alcanzar niveles algo superiores a los sugeridos por su componente tendencial, con tasas de crecimiento promedio entre 2005 y 2019 del 5,8% y al elevar su participación en el PIB del 16,7% al 21,8% en esos años (Gráfico R2.1, panel A). Luego del choque de la pandemia en 2020, la FBCF presentó una fuerte recuperación, con ajustes anuales mayores del 10% y unos niveles históricamente altos de la inversión en maquinaria y equipo hasta 2022. Esto se dio en medio de una política macroeconómica expansiva y de una demanda represada, a pesar de una transición lenta entre los programas de infraestructura en periodo de finalización y aquellos que se venían estructurando. En 2023 la inversión presentó una reducción del 8,9% y redujo su participación en el producto nacional al 17,8%, debido a unas contribuciones a la baja de todos sus componentes. En ese año, la maquinaria y equipo se ajustó de máximos históricos a niveles más cercanos a los observados antes de la pandemia, junto con una inversión en construcción que se mantuvo rezagada (Gráfico R2.1, panel B). Lo anterior

* Los autores pertenecen al Departamento de Análisis Macroeconómico Aplicado y al Departamento de Programación e Inflación del Banco de la República. Las opiniones son responsabilidad de los autores y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

1 En particular, la inversión fue el segundo componente del PIB que más se revisó en promedio entre 2018 y 2021, estando por detrás de las importaciones y por delante del gasto en consumo final y de las exportaciones. Las revisiones se entienden como la diferencia entre las cifras de la primera publicación de cuentas nacionales para un periodo y la publicación definitiva realizada dos años después.

se dio en un entorno de ajuste de la demanda interna, una política monetaria restrictiva ante los altos niveles de inflación, cambios en la política pública de asignación de subsidios de vivienda, bajos niveles de inversión en obras civiles y elevada incertidumbre externa y local, entre otros.

Según las estimaciones realizadas por los autores, en 2024 la FBCF volvería a mostrar reducciones en sus niveles (de entre 2,0% y 7,8% proyectado frente a 2023), lo que llevaría a un retroceso adicional de su participación en la producción nacional². Este resultado estaría explicado por un débil desempeño de la inversión en vivienda y maquinaria y equipo, rubros que registrarían caídas por segundo año consecutivo, en un contexto de bajos niveles de confianza de empresas y hogares, menor asignación de subsidios para la compra de vivienda, elevada incertidumbre y una política monetaria que se mantendría en terreno contractivo, compatible con la convergencia de la inflación al 3%. Esto, a pesar de alguna dinámica favorable en la inversión de otros edificios y estructuras, sostenida en la ejecución de grandes proyectos de infraestructura regionales y nacionales. Hacia 2025 se prevé una recuperación de la inversión (en un rango estimado entre el 1% y el 8%), con mejoras anuales esperadas en todos sus componentes. Lo anterior estaría en línea con el proceso de recuperación de la demanda interna ante condiciones financieras externas e internas más holgadas, mejor dinámica de la demanda externa y mayor avance en la estructuración de nuevos programas de infraestructura.

2. Maquinaria y equipo

La inversión en maquinaria y equipo hace referencia a las máquinas o herramientas que se usan en la producción. Dentro del total de la formación bruta de capital de la economía, la inversión en maquinaria y equipo ha sido uno de los componentes de mayor contribución, pues ha explicado en gran medida el dinamismo de la inversión total y la recuperación de esta variable después de la pandemia.

El comportamiento de la inversión en maquinaria y equipo responde a un conjunto de determinantes, ampliamente documentados en la literatura (Banco de la República, 2023) y para este ejercicio se tuvieron en cuenta los siguientes: 1) el costo de uso del capital (CUC), cuya medida incluye aspectos fiscales, precios relativos de la inversión y tasas de interés³; 2) la actividad económica, definida como el PIB sin inversión en maquinaria y equipo, y que es incluida en la literatura para capturar el “efecto acelerador”; 3) la tasa de cambio real (RER, por su sigla en inglés)⁴, debido a que la maquinaria y equipo son bienes transables; 4) el indicador de confianza industrial (ICI), con el fin de capturar la percepción y expectativas de los empresarios para realizar inversiones; y 5) el grado de apertura de la economía, con el fin de reconocer el alto componente importado de las compras de maquinaria y equipo y su utilización dentro de la producción exportable. Además de estos factores fundamentales, algunos trabajos incluyen otras variables que podrían influir en las decisiones de inversión, como son el acceso al crédito por parte de las empresas, el precio del petróleo y la incertidumbre asociada con el retorno a la inversión. Este último puede ser relevante, debido a la alta importancia de las compras e inversiones en maquinaria y equipo que realizan las empresas del sector petrolero en el país.

En el Gráfico R2.2 se muestra la relación lineal entre la inversión en maquinaria y equipo en variaciones anuales (eje horizontal) y cada determinante descrito (eje vertical). La línea de tendencia da una idea del tipo de relación. El ICI, las importaciones, el precio del Brent y el PIB muestran una relación positiva con la inversión, mientras que la RER y el CUC presentan relaciones negativas.

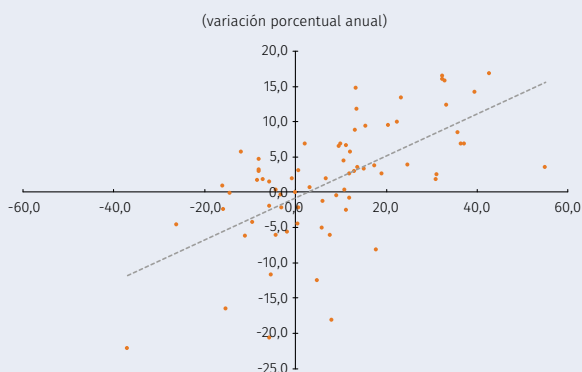
2 El equipo técnico del Banco de la República cuenta con una batería de herramientas para el pronóstico de la FBCF y sus componentes, que permiten el análisis de su desempeño, las cuales ofrecen señales sobre su evolución futura. Estas son un complemento de los modelos centrales de pronóstico, aunque no necesariamente arrojan resultados iguales a los de estos últimos. Algunas de las metodologías empleadas son modelos de factores dinámicos, regresiones *elastic net*, modelos ArimaX, modelos de componentes no observados y regresiones FMOLS.

3 La forma funcional del CUC utilizada en el análisis acá presentado sigue una metodología similar a la de Salazar y Zapata (2020). Esta se define como $CUC_t = \frac{IPP_{\text{bienes de capital},t}}{IPP_{\text{total},t}} \times \frac{1}{(1 - \tau_t^k)} \times (\tau_t + \delta(1 - \tau_t^k))$. El primer componente corresponde al precio relativo de los bienes de capital, medido con el índice de precios al productor (IPP); el segundo es el de la tributación, donde τ_t^k es la tarifa efectiva de renta de las empresas, y el tercer componente es el de tasas de interés neto de depreciación, donde τ_t es la tasa de interés real calculada con la DTF y la inflación observada δ es la depreciación.

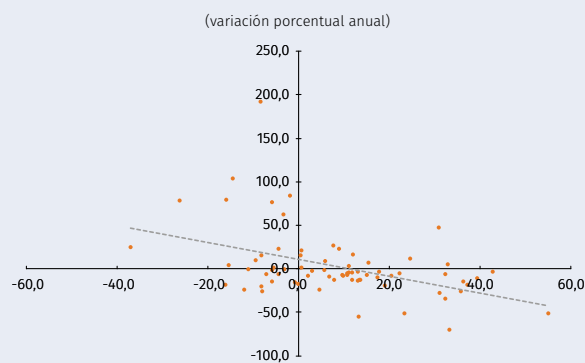
4 El cálculo de la tasa de cambio real se hace utilizando el índice de precios al consumidor (IPC) para evitar posibles problemas de colinealidad con el componente de precios relativos del CUC, que se calcula con base en el IPP.

Gráfico R2.2
Relación lineal de la inversión en maquinaria y equipo y algunos de sus determinantes

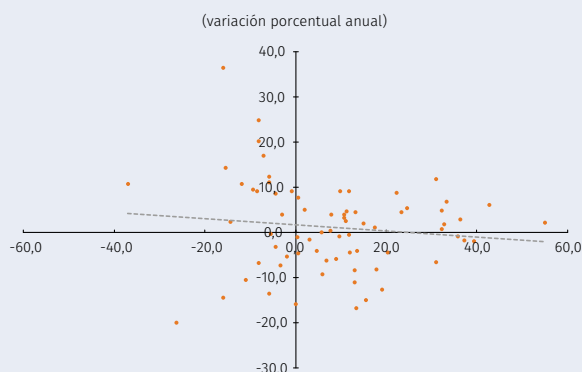
A. Inversión en M y E versus ICI



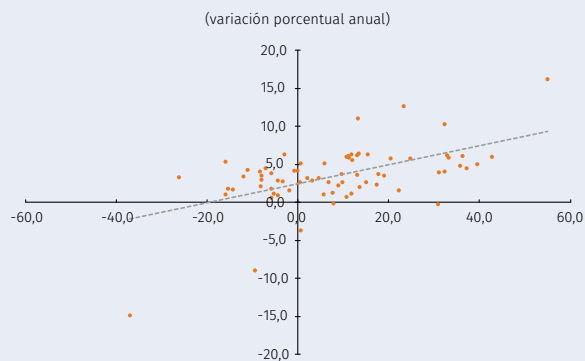
D. Inversión en M y E versus CUK



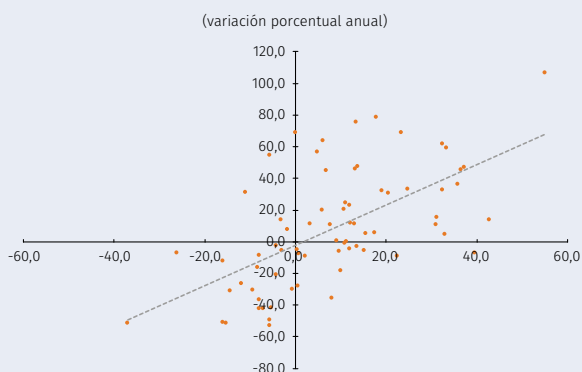
B. Inversión en M y E versus RER



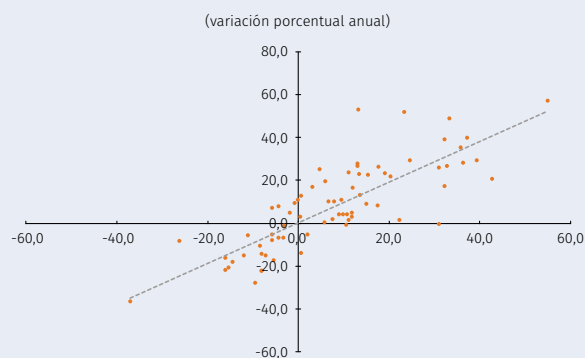
E. Inversión en M y E versus PIB



C. Inversión en M y E versus Brent



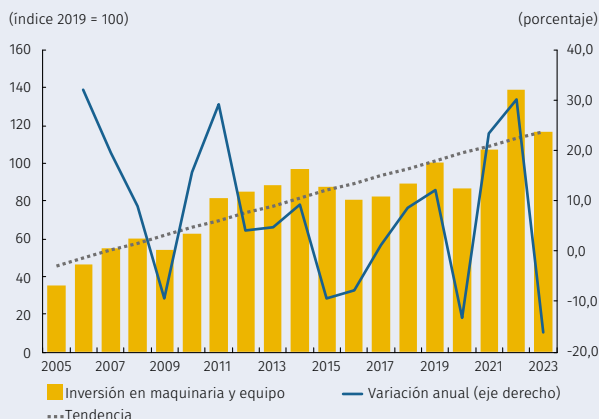
F. Inversión en M y E versus Importaciones de bienes y servicios



Nota: con información trimestral entre 2006 y 2023.
Fuentes: DANE, Fedesarrollo y Banco de la República; cálculos del Banco de la República.

Entre 2010 y 2019, la inversión en maquinaria y equipo registró un crecimiento promedio del 7% y tuvo una participación del 34% dentro de la formación bruta de capital fijo. Luego de la caída anual de este rubro en 2020 (-13,0%) producto del choque de la pandemia del covid-19, entre 2021 y 2022 este componente de la inversión presentó crecimientos anuales del 23,3% y 30,3%, respectivamente (Gráfico R2.3), aumentando su participación al 46% en promedio para estos dos años. Lo anterior se dio en un contexto de crecimiento de la demanda interna de la economía y del volumen de importaciones y exportaciones que impulsó la producción y demanda de bienes de capital, lo cual terminó favoreciendo la inversión en maquinaria y equipo, especialmente aquella relacionada con la industria y el equipo de transporte. A lo anterior también contribuyó el bajo costo de uso del capital, jalonado por la caída de los precios relativos de la inversión y las favorables tasas de interés, reflejo de la postura expansiva de la política monetaria. A esto se sumaron los altos precios del petróleo, que pasaron, en promedio, de los USD 43 por barril (bl) en 2020 a USD 99 bl en 2022.

Gráfico R2.3
Inversión en maquinaria y equipo^{a/}



a/ La tendencia emplea información hasta 2019.

Nota: series en precios constantes desestacionalizadas y ajustadas por efecto calendario.

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

En 2023 este componente de la inversión registró un importante retroceso anual (16,2%) desde unos niveles históricamente altos, como resultado, en buena medida, de la reducción en el gasto en bienes de capital para la industria y en equipo de transporte. No obstante, sus niveles siguen siendo superiores a los registrados antes de la pandemia. Todo lo anterior ha ocurrido en medio de un proceso de ajuste necesario del déficit externo y de la demanda interna. Para 2024 se anticipa una caída adicional de la inversión en maquinaria y una leve mejora para 2025. Las variables que explicarían el descenso de la inversión este año serían el bajo crecimiento de la actividad económica y del comercio, el deterioro de la confianza industrial y el elevado costo de uso de capital, entre otros.

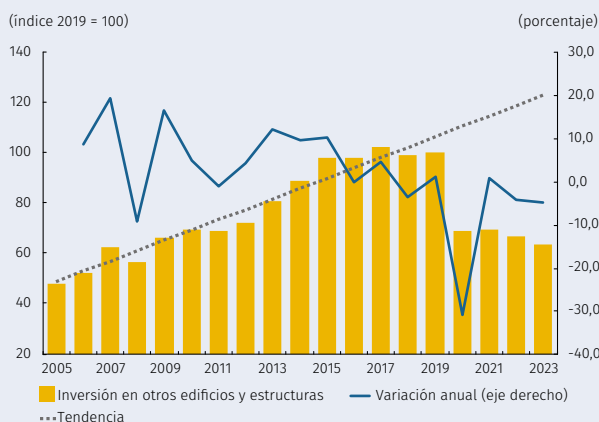
3. Otros edificios y estructuras

El rubro de otros edificios y estructuras comprende la inversión en obras civiles y en edificaciones comerciales terminadas, por lo que sigue de cerca la construcción y culminación de la infraestructura no residencial del país. Esta ha representado históricamente alrededor del 35% de la inversión en Colombia, siendo el segundo componente con mayores contribuciones a su desempeño. De igual forma, el desarrollo de la infraestructura física se caracteriza por ser uno de los principales motores del crecimiento económico, la productividad y la integración regional.

Entre 2013 y 2019 la inversión en otros edificios y estructuras presentó importantes mejoras debido, principalmente, al desarrollo de la infraestructura minera, como resultado de los altos precios del petróleo y condiciones favorables para la inversión en este rubro observadas a principios de la década pasada, y de la terrestre, mediante las concesiones de cuarta generación (4G)⁵. Durante este periodo la participación de este componente en la FBCF aumentó y se constituyó como la principal fuente de crecimiento de la inversión. En años recientes la inversión en otros edificios y estructuras no ha experimentado una recuperación apreciable desde el choque de la pandemia y continúa en niveles muy por debajo a los sugeridos por su tendencia (Gráfico R2.4). Esto se ha traducido en contribuciones a la baja en el desempeño de la inversión (Gráfico R2.1, panel B), así como en una participación en el PIB que se redujo, al pasar del 8,4% en 2019 al 4,8% en 2023, y al ubicarse por debajo de su promedio histórico (7,5%).

La persistente contracción en este componente de la inversión ha sido resultado de un débil desempeño en las obras civiles. Por un lado, el programa de obras 4G se encuentra en un nivel de avance alto, lo cual implica un menor aporte marginal a la inversión en este segmento. En efecto, de acuerdo con la Agencia Nacional de Infraestructura (ANI), diecinueve de treinta proyectos registran una ejecución superior al 90%. No obstante, la ejecución pendiente en este programa se ha desacelerado ante las dificultades asociadas con la construcción de algunas vías⁶. Estas menores contribuciones de las 4G no han sido compensadas por la estructuración y avance de otros proyectos o programas de ingeniería civil de gran envergadura.

Gráfico R2.4
Inversión en otros edificios y estructuras^{a/}



a/ La tendencia emplea información hasta 2019.

Nota: series en precios constantes desestacionalizadas y ajustadas por efecto calendario.

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

5 Las concesiones de cuarta generación (4G) constituyen el proyecto de desarrollo de infraestructura vial más grande de las últimas décadas en Colombia, con una inversión en la etapa de construcción (Capex) de COP57,7 billones (b) (pesos constantes de 2022), representada en treinta proyectos carreteros a lo largo y ancho del territorio nacional.

6 Alrededor del 18% de los recursos, que corresponden a seis proyectos, presentan niveles de avance por debajo del 30%, a pesar de haber sido licitados en 2015, en medio de dificultades en los cierres financieros, problemas de acceso al territorio y de seguridad, entre otros.

Además, la producción de minas y canteras, especialmente la de petróleo y carbón, se ha mantenido rezagada frente a lo observado antes del choque de la pandemia, lo que también se ha reflejado en una menor inversión en infraestructura minera.

Para 2024 y 2025 se anticipa un mayor dinamismo en las obras civiles, lo que contribuiría a alguna mejora en la inversión en otros edificios y estructuras, aunque manteniéndose en niveles inferiores a los observados antes de la pandemia. Esto, de la mano del desarrollo de grandes proyectos de infraestructura como es la Primera Línea del Metro (PLM)⁷ de Bogotá, las concesiones del Bicentenario (5G)⁸, y el programa de Caminos Comunitarios de la Paz Total⁹ del Gobierno Nacional, cuyas contribuciones irían creciendo en los próximos años, en la medida en que el ciclo de los proyectos vaya madurando. A estas se sumarían las obras terciarias impulsadas por el Instituto Nacional de Vías (Invías) y por las gobernaciones departamentales y alcaldías municipales¹⁰. La ejecución de las anteriores obras compensaría las menores contribuciones previstas de las concesiones 4G, como parte del ciclo normal de los proyectos, e impulsarían la construcción de infraestructura en el país en 2024. Este dinamismo se acentuaría en 2025, gracias al inicio previsto de nuevas obras, así como a la ejecución de etapas de los proyectos con mayores contribuciones al valor agregado y a la inversión. Cabe mencionar que la recuperación de las obras civiles está sujeta, en buena medida, al cumplimiento de los calendarios de ejecución de las obras, a la eficiencia de las administraciones, al cierre financiero de los proyectos, a la apropiación de recursos y a la preservación de la confianza de los inversionistas.

4. Vivienda

La inversión en vivienda, que mide el valor invertido en las edificaciones residenciales terminadas, ha representado históricamente alrededor del 24,4% de la formación bruta de capital fijo. Su comportamiento está ampliamente determinando por la evolución en la culminación del proceso de construcción de viviendas, actividad que cuenta con una participación en el valor agregado del 3,5%¹¹ y que se caracteriza por ser intensiva en mano de obra y por mantener importantes encadenamientos hacia atrás con otros sectores de la economía. En particular, la construcción de edificaciones demanda aproximadamente el 4,5% del empleo nacional y el 4,7%¹² de la producción de otros sectores, especialmente de la industria manufacturera.

Durante el periodo previo a la pandemia, la inversión en vivienda presentó crecimientos anuales promedio del 3,2%, con algunas mejoras significativas entre 2014 y 2015 en el contexto de buen dinamismo del mercado de la vivienda¹³. Luego del choque de la pandemia en 2020, año en el que la inversión en vivienda presentó una caída del 32,7%, y una subsiguiente recuperación en 2021 con una tasa de crecimiento del 39,8%, este componente se ha mantenido estable durante 2022 y 2023 en niveles cercanos a los observados

7 La PLM, cuyo proceso de construcción inició en el segundo semestre de 2023, representa un presupuesto agregado de inversión (Capex) de COP 14,3 b, con un cronograma de ejecución hasta 2028.

8 La primera ola de las concesiones de quinta generación (5G) comprenden catorce proyectos de infraestructura multimodal, que se ejecutarían hasta 2031 (Conpes 4060), con una inversión Capex de COP 21,4 b constantes de 2022. De acuerdo con la ANI, a marzo de 2024, seis proyectos se encuentran en pre-construcción, uno carretero en construcción y el resto de las obras se encuentran en estructuración, en licitación o licitados.

9 El nuevo programa del Gobierno Nacional tiene como objetivo el "(...) mejoramiento y rehabilitación a lo largo de 33.102 km2 de la red vial regional y caminos ancestrales (...)" (Invías, 2023: 8) con una inversión cercana a los COP 8 b a ejecutar desde 2022.

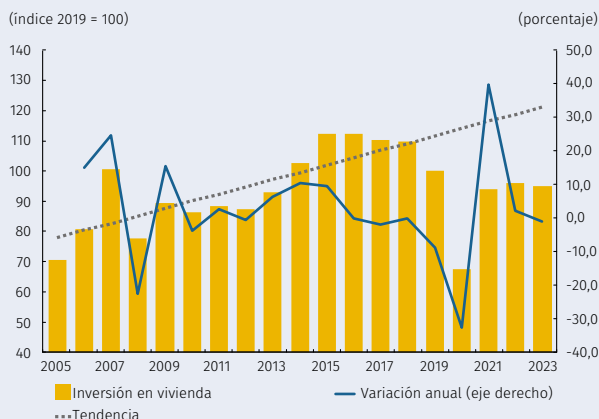
10 Entre las obras regionales y municipales que podrían realizar contribuciones adicionales se resaltan la construcción de nuevas troncales de Transmilenio en Bogotá y la nueva línea del metro en Medellín.

11 Esto para el rubro de construcción de edificaciones (tanto residenciales como no residenciales), de acuerdo con la medición de las cuentas nacionales por el lado de la oferta.

12 De acuerdo con la matriz insumo-producto de 2019, la construcción de edificaciones demandó alrededor de COP 40,7 miles de millones de la producción de otros sectores para consumo intermedio.

13 A mediados de la década pasada la construcción de edificaciones residenciales registró un buen dinamismo, que se reflejó en mejoras en los indicadores del mercado como las ventas, los lanzamientos y las iniciaciones, los cuales presentaron ajustes anuales superiores al 10%.

Gráfico R2.5
Inversión en vivienda^{a/}



a/ La tendencia emplea información hasta 2019.

Nota: series en precios constantes desestacionalizadas y ajustadas por efecto calendario.

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

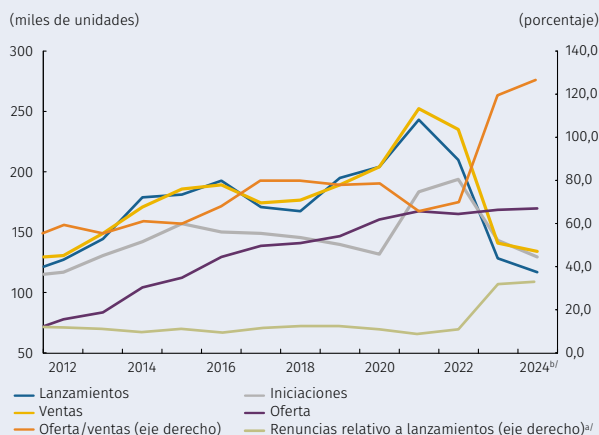
a principios de la década pasada y muy inferiores a los sugeridos por su tendencia (Gráfico R2.5). En línea con esto, en los últimos dos años la participación de este componente en el PIB se ha mantenido por debajo de su promedio histórico¹⁴ y sus contribuciones al crecimiento de la inversión han sido marginales (Gráfico R2.1, panel B).

Este desempeño de la inversión en vivienda ocurrió en medio de un ciclo favorable en la construcción de edificaciones residenciales, jalado por el destacable aumento de la demanda de vivienda en 2021 y 2022, que estuvo explicado por la amplia disponibilidad de subsidios, unas condiciones financieras holgadas y la disponibilidad de ahorro por parte de los hogares (Gráfico R2.6). Este dinamismo de la demanda impulsó la construcción de vivienda de interés social (VIS) y dio lugar a un aumento en la culminación de este tipo de inmuebles que, no obstante, se caracterizan por ser de menor tamaño y con menor valor agregado¹⁵. Por el lado del segmento de vivienda diferente a interés social (no VIS), la mayor demanda se vio abastecida, principalmente, por inventarios acumulados y terminados en años anteriores y que no son considerados en las cuentas nacionales.

Desde la segunda mitad de 2022, los principales indicadores del mercado de la vivienda nueva han registrado un continuo deterioro, sugiriendo una reducción de la inversión en vivienda en 2024. En particular, en 2023 y en lo corrido de este año las ventas, los lanzamientos y las iniciaciones han registrado caídas anuales del 20% al 40%, que se reflejarían en una menor terminación de viviendas (Gráfico R2.6). Al anterior comportamiento han contribuido múltiples factores, como los cambios en la política de subsidios para la compra de vivienda VIS, el aumento de las tasas de interés hipotecarias, y efectos adversos asociados con la percepción de riesgo y la incertidumbre en el país, entre otros. Todo lo anterior ha resultado en una menor demanda de vivienda y en una reducción de la generación de oferta nueva que, con rezago, se traducirían en una disminución en la culminación de proyectos y, por tanto, menor inversión en vivienda.

Hacia 2025 este componente podría presentar alguna mejora ante una posible recuperación de la demanda de vivienda que jalonaría la construcción y terminación de edificaciones residenciales. Las ventas de vivienda nueva podrían presentar mejoras hacia adelante, jalando la construcción de edificaciones, en un contexto de disponibilidad de subsidios para la adquisición de vivienda de interés social¹⁶, además de unas condiciones macroeconómicas y financieras más favorables. En conjunto, el mercado de la vivienda podría presentar alguna recuperación que favorezca la construcción de edificaciones residenciales y la inversión en vivienda, aportando en alguna magnitud a la mejora de la inversión en 2025. Sin embargo, la lenta recuperación de la demanda de vivienda y la persistencia en la acumulación de inventarios, podrían moderar o retrasar la dinámica de este rubro de la inversión.

Gráfico R2.6
Indicadores del mercado de la vivienda



a/ Cociente entre las unidades de vivienda desistidas y las unidades nuevas de vivienda lanzadas en el mercado.

b/ Con información acumulada a 12 meses a marzo de 2024.

Fuente: Camacol; cálculos del Banco de la República.

14 Entre 2021 y 2023 la participación de la inversión en vivienda fue aproximadamente del 3,8% del PIB frente a un promedio histórico del 4,2%.

15 De acuerdo con el *Censo de edificaciones* (CEED) del DANE, en 2023 un apartamento y casa no VIS era, en promedio, un 40% y un 200% más grande que sus contrapartes VIS, respectivamente. Junto a esto, los proyectos VIS suelen entregar sus unidades en obra gris, mientras que en los no VIS es frecuente que alcancen etapas más avanzadas en el proceso de construcción, como los acabados.

16 De acuerdo con el Plan Nacional de Desarrollo, durante el periodo 2022-2026 se dispondrán de 50.000 subsidios para la compra de vivienda de interés social a través del programa de Mi Casa Ya.

Referencias

Conpes 4060 (2021). *Política para el desarrollo de proyectos de infraestructura de transporte sostenible: quinta generación de concesiones bajo el esquema de asociación público-privada - Concesiones del Bicentenario*. Departamento Nacional de Planeación, Consejo Nacional de Política Económica y Social.

Banco de la República (2023). “Inversión en maquinaria y equipo en Colombia: determinantes de largo plazo y efectos del covid 19 sobre su evolución”, Borradores de Economía, núm. 1235, Departamento de Estudios de Política Económica.

Invías (2023). “Caja de Herramientas de Usaid-CCPT para la ejecución de convenios solidarios”.

Salazar, Juan Guillermo y Zapata-Álvarez, Steven (2020) “Marco Fiscal de Mediano plazo 2020, Recuadro 3.1” Ministerio de Hacienda y Crédito Público, págs. 255- 258.

Recuadro 3

Evaluación del error de pronóstico macroeconómico de 2023

Jonathan Alexander Muñoz Martínez
Julián Mauricio Pérez Amaya*

En 2023 la economía colombiana experimentó una desaceleración en su actividad económica, al registrar un crecimiento anual del 0,6%. Esto ocurrió después de haber alcanzado un crecimiento históricamente alto en 2021 y 2022. Por su parte, la inflación inició su convergencia a la meta, al cerrar el 2023 en el 9,3%, en un contexto de moderación de la demanda interna, de menor persistencia de las presiones alcistas provenientes de la oferta y del mercado cambiario, y de una postura contractiva de la política monetaria.

Frente a lo proyectado en enero¹ de 2023 por el equipo técnico (ET) del Banco de la República, la actividad económica para el año completo sorprendió al alza. Esto, en parte, debido a un crecimiento del consumo más resiliente, el cual contribuyó a una menor contracción de la demanda interna frente a lo contemplado inicialmente. No obstante, esta sorpresa alcista estuvo limitada por la inversión, que se contrajo en una magnitud mayor que la anticipada al comienzo del año. Por su parte, la mayor demanda, junto con las sorpresas inflacionarias derivadas del comportamiento de algunos precios regulados (combustibles y servicios públicos), resultaron en presiones alcistas superiores a las esperadas para la inflación total durante 2023. Sin embargo, para la inflación básica (sin alimentos ni regulados: SAR), las presiones de demanda fueron compensadas con creces por unas condiciones financieras externas más holgadas de lo inicialmente contemplado, que explicaron una menor presión sobre los precios que provino de la tasa de cambio.

En este recuadro se utiliza uno de los modelos centrales (4GM)² para analizar los errores de pronóstico del ET referentes al comportamiento de la inflación y el crecimiento anual del PIB en 2023. Así, el objetivo de este ejercicio es interpretar y comparar las historias de los choques implícitos en los errores de pronóstico, medidos como la diferencia entre los datos observados de variables macroeconómicas a finales de 2023, y las correspondientes proyecciones elaboradas por el ET en enero del mismo año. Este análisis es similar al descrito en De Castro-Valderrama *et al.* (2021), y forma parte de la evaluación interna que realiza anualmente el ET sobre su proceso de pronóstico. A continuación se presenta este ejercicio para la inflación anual total y básica, y para el crecimiento del PIB.

1. Inflación total y básica

En el transcurso de 2023 la inflación total sorprendió al alza, ubicando el dato observado por encima del pronóstico elaborado por el ET en enero de ese año. Por su parte, la inflación básica resultó menor de lo esperado, lo cual significó una sobreestimación por parte del ET de los choques alcistas sobre esta canasta (Gráfico R3.1). No obstante, la magnitud de los errores de pronóstico para ambas canastas fue menor, en comparación con el ejercicio realizado en 2022³.

* Los autores pertenecen al Departamento de Modelos Macroeconómicos del Banco de la República. Las opiniones expresadas son de su exclusiva responsabilidad y no reflejan necesariamente las de la institución ni la de su Junta Directiva.

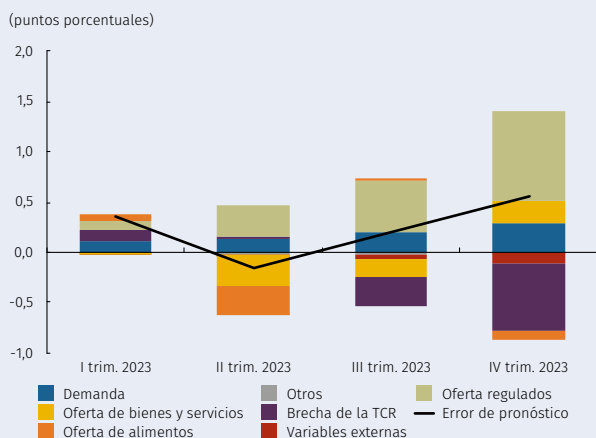
1 Los análisis desarrollados en este recuadro corresponden a la comparación entre las proyecciones de enero de 2023 y lo finalmente observado en 2023.

2 Véase <https://repositorio.banrep.gov.co/handle/20.500.12134/9812>

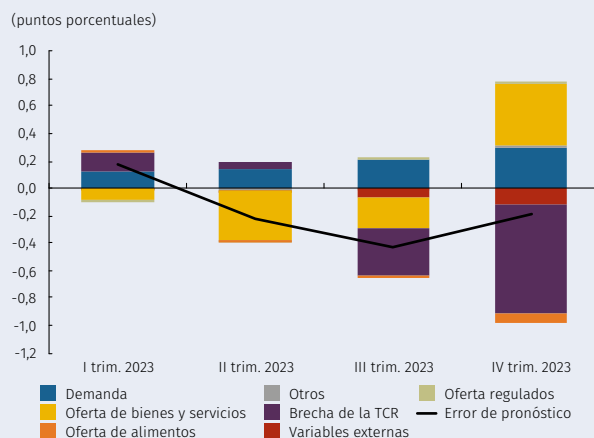
3 Véase el Recuadro 2 del *Informe de política Monetaria* de abril de 2023: <https://www.banrep.gov.co/es/publicaciones-investigaciones/informe-politica-monetaria/abril-2023>

Gráfico R3.1
Error de pronóstico de la inflación en 2023
 (variación anual fin de periodo)

A. Inflación total



B. Inflación SAR



Nota: el error de pronóstico se calcula como la diferencia entre el valor observado y las proyecciones realizadas en enero de 2023, de modo que un valor positivo indica que el valor finalmente observado fue superior a lo proyectado y que se subestimó la variable. En un trimestre dado, las barras representan los choques acumulados de cuatro trimestres que explican la discrepancia entre el pronóstico y el dato observado; así, una barra por encima del eje horizontal indica que se materializaron más choques de lo esperado inicialmente por el equipo técnico.
 Fuente: cálculos de los autores.

El error de pronóstico para la inflación básica se explicó, principalmente, por tres sorpresas en la dinámica macroeconómica que afectaron los precios durante 2023 más allá de lo esperado por el ET: los choques de oferta en las canastas de bienes y servicios, los asociados con las presiones cambiarias y los vinculados a la demanda interna. En particular, los dos primeros grupos de choques registraron sorpresas a la baja, explicados por precios externos más favorables y reducciones más pronunciadas en la canasta de alimentos que favorecieron los precios de servicios como comidas fuera del hogar. Adicionalmente, para la segunda mitad del año se sumaron menores presiones cambiarias a las esperadas al inicio del año.

Para la inflación total, el error de pronóstico muestra que en la mayor parte de los trimestres del año hubo una subestimación en el pronóstico del ET. Estas sorpresas al alza en la inflación total se explican, principalmente, por el comportamiento de los ajustes de precios de la canasta de regulados⁴. En particular, los ajustes de los precios de combustibles y el precio de los servicios públicos⁵ fueron mayores de lo incorporado en el pronóstico macroeconómico inicial.

2. Crecimiento del PIB

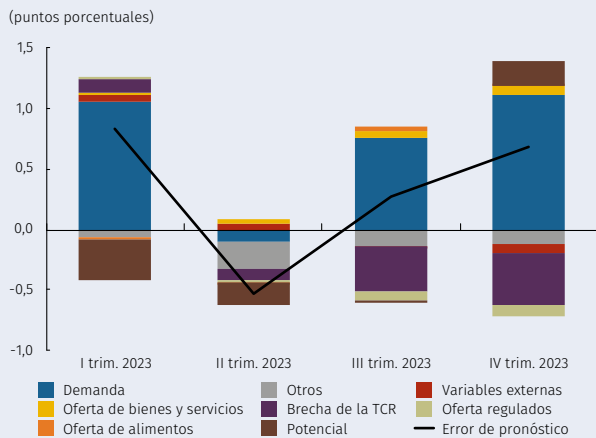
El pronóstico del crecimiento al inicio de 2023 preveía que, en el ámbito externo, las condiciones financieras internacionales serían más restrictivas que el año anterior y que, junto con un menor dinamismo en la demanda externa, explicarían parte de la desaceleración económica del año. En cuanto a los factores internos, se esperaba que el consumo privado disminuyera desde los niveles elevados de los dos años anteriores, así como un deterioro en el dinamismo de la inversión, en comparación con 2022.

El Gráfico R3.2 ilustra que en la mayor parte del año el crecimiento anual del PIB trimestral fue mayor de lo pronosticado por el ET al principio de 2023. Los choques de demanda positivos, asociados con la menor desaceleración del consumo privado frente a lo estimado, son la principal explicación. Lo anterior está relacionado, en particular, con un comportamiento

4 La variación anual de la canasta de alimentos para 2023 estuvo acorde con lo esperado por el ET en su proyección de enero.

5 La sorpresa alcista en el precio de los servicios públicos se explicó, principalmente, por un aumento mayor a lo esperado en ítems como el gas, acueducto, agua y electricidad.

Gráfico R3.2
Error de pronóstico del crecimiento en 2023
Crecimiento del PIB trimestral
(variación trimestral)



Nota: el error de pronóstico se calcula como la diferencia entre el valor observado y las proyecciones realizadas en enero de 2023, de modo que un valor positivo indica que el valor finalmente observado fue superior a lo proyectado y que se subestimó la variable. En un trimestre dado, las barras representan los choques acumulados de cuatro trimestres que explican la discrepancia entre el pronóstico y el dato observado; así, una barra por encima del eje horizontal indica que se materializaron más choques de lo esperado inicialmente por el equipo técnico.
 Fuente: cálculos de los autores.

más favorable de lo esperado del consumo en servicios y bienes no durables. Estos fueron cuantitativamente más importantes que los choques negativos que afectaron el crecimiento de la actividad económica, debidos a la estimación a la baja del potencial del PIB que se dio por el menor nivel de inversión en el último reporte de las cuentas nacionales y a la menor depreciación real observada (brecha de la tasa de cambio real: TCR) que pudieron afectar negativamente las exportaciones netas del país.

Referencias

- De Castro-Valderrama, M.; Forero-Alvarado, S.; Moreno-Arias, N.; Naranjo-Saldarriaga, S. (2021). "Unraveling the Exogenous Forces Behind Analysts' Macroeconomic Forecasts", Borradores de Economía, núm. 1184, Banco de la República.
- González, A.; Guarín, A.; Rodríguez-Guzmán, D.; Vargas-Herrera, H. (2020). "4GM: A New Model for the Monetary Policy Analysis in Colombia", Borradores de Economía, núm. 1106, Banco de la República.

Anexo 1

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

	Unidades	abr-24	dic-24	abr-25	dic-25	abr-26
IPC total	Variación mensual (media)	0,57	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.
IPC sin alimentos	Variación mensual (media)	0,53	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.
IPC total	Variación anual (media), fin de periodo	7,13 ^{c/}	5,62	4,67	3,90	3,61
IPC sin alimentos	Variación anual (media), fin de periodo	8,26 ^{c/}	5,65	4,46	3,70	3,47
Tasa de cambio nominal	Pesos por dólar, fin de periodo	3.850	4.000	4.012	4.100	4.050
Tasa de interés de política	Porcentaje, fin de periodo	11,75	8,25	6,88	5,50	5,25

	Unidades	I-2024	II-2024	III-2024	IV-2024	2024	I-2025	II-2025	III-2025	IV-2025	2025	I-2026
PIB	Variación anual, serie original	0,3	1,1	1,6	2,0	1,2	2,3	2,4	2,5	2,6	2,5	n. d.
Desempleo	Trece ciudades, promedio del trimestre	11,6	10,8	10,7	10,4	n. d.	11,8	10,6	10,5	10,2	n. d.	n. d.
IBR (90 días)	Tasa efectiva anual, fin de periodo	n. a.	10,6	9,3	8,2	n. d.	6,9	6,3	5,8	5,7	n. d.	5,5
Déficit fiscal (GNC) ^{d/}	Proporción del PIB	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	5,4	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	4,6	n. d.
Déficit en cuenta corriente ^{d/}	Proporción del PIB	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	3,0	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	3,4	n. d.

n. d.: no disponible.

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

a/ A partir de abril de 2023, la pregunta sobre la DTF se excluyó de la encuesta de expectativas de analistas económicos.

b/ Corresponde a la mediana de las respuestas de la *Encuesta mensual de expectativas de analistas económicos* del Banco de la República, excepto para los valores del IPC e IPC sin alimentos, que corresponden al promedio.

c/ Datos calculados con base en los resultados de la *Encuesta Mensual de Analistas Económicos (EME)* del Banco de la República.

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

Fuente: Banco de la República (*Encuesta mensual de expectativas de analistas económicos*, aplicada en abril de 2024).

Anexo 2

Principales variables del pronóstico macroeconómico

		Años										
		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Variables exógenas												
Externas ^{a/}												
PIB socios comerciales ^{b/}	Porcentaje, var. anual, corregido por estacionalidad	2,0	1,6	3,2	2,5	1,5	-6,6	8,2	3,6	2,3	1,8	2,2
Precio del petróleo (referencia Brent)	Dólares por barril, promedio del periodo	54	45	55	72	64	43	71	99	82	86	83
Tasa de interés efectiva de fondos federales (Fed)	Porcentaje, promedio del periodo	0,13	0,39	1,00	1,83	2,16	0,37	0,08	1,68	5,03	5,29	4,47
Credit Default Swap a 5 años para Colombia	Puntos básicos, promedio del periodo	184	212	129	114	99	142	142	259	246	184	207
Internas												
Tasa de interés real neutral para Colombia	Porcentaje, promedio del periodo	1,5	1,6	1,3	1,3	1,2	1,3	1,5	2,0	2,2	2,4	2,5
PIB potencial para Colombia (tendencial)	Porcentaje, var. anual	3,4	2,8	2,4	2,3	2,3	-0,1	3,9	3,6	2,7	2,9	2,6
Variables endógenas												
Precios												
IPC total ^{c/}	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	6,77	5,75	4,09	3,18	3,80	1,61	5,62	13,12	9,28	5,54	3,00
IPC sin alimentos ^{d/}	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	5,25	5,51	5,03	3,51	3,45	1,03	3,44	9,99	10,33	.	.
IPC bienes (sin alimentos ni regulados)	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	7,27	5,91	3,24	1,40	2,18	0,63	3,31	15,04	7,11	.	.
IPC servicios (sin alimentos ni regulados)	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	4,64	5,26	5,38	3,13	3,45	1,29	2,18	7,41	8,96	.	.
IPC regulados	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	4,43	5,63	6,26	6,65	4,81	0,73	7,10	11,77	17,24	8,02	3,39
IPC alimentos ^{e/}	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	13,08	6,65	0,48	1,87	5,80	4,80	17,23	27,81	5,00	4,85	0,82
IPC perecederos	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	26,03	-6,63	5,84	8,88	8,66	2,49	24,42	36,44	-0,47	.	.
IPC procesados	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	9,62	10,74	-0,91	-0,08	5,04	5,43	15,23	25,33	6,71	.	.
Indicadores de inflación básica ^{f/}												
IPC sin alimentos	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	5,25	5,51	5,03	3,51	3,45	1,03	3,44	9,99	10,33	.	.
IPC núcleo 15	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	5,59	5,98	4,21	3,22	3,78	1,88	4,42	11,55	9,46	.	.
IPC sin alimentos ni regulados	Porcentaje, var. anual, daec	5,50	5,48	4,67	2,57	3,10	1,11	2,49	9,51	8,42	5,11	3,38
Promedio de todos los indicadores de inflación básica	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	5,44	5,66	4,64	3,10	3,44	1,34	3,45	10,35	9,41	.	.
TRM	Pesos por dólar, promedio del periodo	2,746	3,053	2,951	2,957	3,282	3,691	3,747	4,257	4,330	.	.
Brecha inflacionaria de la tasa de cambio real	Porcentaje, promedio del periodo	9,6	2,5	-1,7	-0,7	3,6	6,9	2,2	6,7	1,4	-5,8	-1,4
Actividad económica												
Producto interno bruto (daec)	Porcentaje, var. anual, daec	3,0	2,1	1,4	2,6	3,2	-7,2	10,8	7,3	0,6	1,4	3,2
Gasto de consumo final	Porcentaje, var. anual, daec	3,4	1,6	2,3	4,0	4,3	-4,2	13,8	8,9	1,1	.	.
Gasto de consumo final de los hogares	Porcentaje, var. anual, daec	3,1	1,6	2,1	3,2	4,1	-5,0	14,7	10,7	1,1	.	.
Gasto de consumo final del Gobierno General	Porcentaje, var. anual, daec	4,9	1,8	3,6	7,4	5,3	-0,8	9,8	0,8	0,9	.	.
Formación bruta de capital	Porcentaje, var. anual, daec	-1,2	-0,2	-3,2	1,5	3,0	-20,7	11,6	16,0	-24,8	.	.
Formación bruta de capital fijo	Porcentaje, var. anual, daec	2,8	-2,9	1,9	1,0	2,2	-23,6	16,7	11,5	-8,9	.	.
Vivienda	Porcentaje, var. anual, daec	9,5	-0,2	-1,9	-0,4	-8,9	-32,7	39,8	2,0	-1,2	.	.
Otros edificios y estructuras	Porcentaje, var. anual, daec	10,2	0,0	4,6	-3,5	1,1	-30,8	0,9	-4,2	-4,9	.	.
Maquinaria y equipo	Porcentaje, var. anual, daec	-9,3	-7,9	1,4	8,6	12,3	-13,3	23,3	30,3	-16,2	.	.
Recursos biológicos cultivados	Porcentaje, var. anual, daec	2,3	13,1	0,3	-3,1	7,9	-1,8	-0,9	-12,5	4,6	.	.
Productos de propiedad intelectual	Porcentaje, var. anual, daec	1,3	-12,0	1,2	1,5	-0,7	-8,3	3,4	8,9	0,6	.	.
Demanda interna	Porcentaje, var. anual, daec	2,4	1,2	1,1	3,5	4,0	-7,5	13,4	10,2	-3,8	.	.
Exportaciones	Porcentaje, var. anual, daec	1,7	-0,2	2,6	0,6	3,1	-22,5	14,6	12,3	3,1	.	.
Importaciones	Porcentaje, var. anual, daec	-1,1	-3,5	1,0	5,8	7,3	-20,1	26,7	23,6	-14,7	.	.
Brecha del producto ^{g/}	Porcentaje	0,9	0,2	-0,9	-0,6	0,2	-7,1	-0,8	2,8	0,8	-0,7	0,0
Indicadores coyunturales												
Producción real de la industria manufacturera	Porcentaje, var. anual, corregido por estacionalidad	2,1	3,5	0,0	2,9	1,3	-8,1	16,2	10,5	-4,7	.	.
Ventas del comercio al por menor, sin combustibles ni vehículos	Porcentaje, var. anual, corregido por estacionalidad	6,4	2,0	-0,1	5,5	8,1	-1,5	12,3	9,2	-4,0	.	.
Producción de café	Porcentaje, var. anual, producción acumulada del periodo	16,8	0,4	-0,3	-4,5	8,8	-5,8	-9,5	-11,9	2,4	.	.
Producción de petróleo	Porcentaje, var. anual, promedio del periodo	1,5	-11,9	-3,6	1,3	2,4	-11,8	-5,8	2,4	3,0	.	.
Mercado laboral ^{h/}												
Total nacional												
Tasa de desempleo	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del periodo	9,2	9,5	9,7	10,0	10,9	16,7	13,8	11,2	10,2	10,7	.
Tasa de ocupación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del periodo	61,3	60,5	60,0	59,1	57,7	50,4	53,1	56,5	57,6	.	.
Tasa global de participación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del periodo	67,5	66,9	66,4	65,7	64,8	60,4	61,5	63,6	64,1	.	.
Trece ciudades y áreas metropolitanas												
Tasa de desempleo	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del periodo	10,1	10,3	11,0	11,1	11,5	19,1	15,2	11,4	10,4	10,8	.
Tasa de ocupación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del periodo	62,6	61,7	60,5	59,6	58,8	50,8	53,8	58,1	59,5	.	.
Tasa global de participación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del periodo	69,6	68,8	67,9	67,1	66,4	62,7	63,5	65,5	66,3	.	.
Balanza de pagos ^{h/}												
Cuenta corriente (A + B + C)	Millones de dólares	-18.702	-12.587	-9.924	-14.041	-14.809	-9.267	-17.956	-21.367	-9.715	-12.830	.
Porcentaje del PIB	Porcentaje, términos nominales	-6,3	-4,4	-3,2	-4,2	-4,6	-3,4	-5,6	-6,2	-2,7	-3,1	.
A. Bienes y servicios	Millones de dólares	-19.004	-13.451	-8.762	-10.556	-14.148	-13.105	-20.007	-16.588	-8.220	-12.778	.
B. Ingreso primario (renta de los factores)	Millones de dólares	-5.450	-5.312	-8.046	-11.442	-9.716	-4.950	-8.723	-17.087	-14.405	-13.468	.
C. Ingresos secundarios (transferencias corrientes)	Millones de dólares	5.752	6.177	6.883	7.957	9.055	8.788	10.775	12.308	12.910	13.416	.
Cuenta financiera (A + B + C + D)	Millones de dólares	-18.060	-12.339	-9.625	-12.954	-13.298	-8.113	-16.693	-20.466	-8.880	.	
Porcentaje del PIB	Porcentaje, términos nominales	-6,1	-4,4	-3,1	-3,9	-4,1	-3,0	-5,3	-6,2	-3,1	.	
A. Inversión extranjera (ii - i)	Millones de dólares	-7.403	-9.341	-10.011	-6.172	-10.836	-5.725	-6.381	-13.799	-16.235	.	
i. Extranjera en Colombia (IED)	Millones de dólares	11.621	13.858	13.701	11.299	13.989	7.459	9.561	17.183	17.446	.	
ii. Colombiana en el exterior	Millones de dólares	4.218	4.517	3.690	5.126	3.153	1.733	3.181	3.383	1.211	.	
B. Inversión de cartera	Millones de dólares	-9.091	-4.945	-1.800	862	24	-1.768	-4.595	427	8.657	.	
C. Otra inversión (préstamos, otros créditos y derivados)	Millones de dólares	-1.981	1.781	1.641	-8.831	-5.820	-4.949	-6.371	-7.665	-3.020	.	
D. Activos de reserva	Millones de dólares	415	165	545	1.187	3.333	4.328	654	571	1.718	.	
Errores y omisiones (E Y O)	Millones de dólares	642	247	299	1.087	1.510	1.153	1.263	901	836	.	
Tasas de interés												
Tasa de interés de política ^{k/}	Porcentaje, promedio del periodo	4,67	7,10	6,10	4,35	4,25	2,87	1,91	7,22	13,04	.	
Tasa de interés de política esperada por analistas ^{l/}	Porcentaje, promedio del periodo	4,7	7,1	6,1	4,3	4,3	2,9	1,9	7,2	13,0	11,8	6,72
IBR overnight	Porcentaje, promedio del periodo	9,4	12,8	11,1	9,3	8,8	7,4	6,2	13,3	18,7	.	
Tasa de interés comercial ^{m/}	Porcentaje, promedio del periodo	17,2	19,2	19,4	17,9	16,5	15,0	14,3	21,1	27,9	.	
Tasa de interés de consumo ^{n/}	Porcentaje, promedio del periodo	11,0	12,4	11,6	10,6	10,4	10,1	9,1	12,9	17,7	.	

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

daec: desestacionalizado y ajustado por efectos calendario.

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

b/ Se calcula con los principales socios comerciales (sin Venezuela) ponderados por su participación en el comercio.

c/ El pronóstico de mediano plazo corresponde al promedio de las estimaciones obtenidas con los modelos centrales del equipo técnico (4GM y Patacon).

d/ Cálculos del Banco de la República; excluye la división del IPC de Alimentos y bebidas no alcohólicas. Consultar González, E.; Hernández, R.; Caicedo, E.; Martínez-Cortés, N.; Grajales, A.; Romero, J. (2020). "Nueva clasificación del Banrep de la canasta del IPC y revisión de las medidas de inflación básica en Colombia", Borradores de Economía, núm. 122, Banco de la República, disponible en: <https://investiga.banrep.gov.co/es/be-1122>.

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

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

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

h/ Se calculan las tasas con base en las poblaciones anuales desestacionalizadas.

i/ 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>.

j/ Los resultados para 2022 y 2023 son preliminares.

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

l/ Estas proyecciones son calculadas como el promedio de la tasa de interés que estaría vigente en cada año de acuerdo con la mediana de las respuestas mensuales de la encuesta de expectativas de analistas económicos realizada por el Banco de la República en abril de 2024.

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

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

o/ Corresponde al promedio ponderado por monto de la tasa de interés de los desembolsos en pesos y en UVR para la adquisición de vivienda NO VIS.

Anexo 2 (continuación)

Principales variables del pronóstico macroeconómico

		2018				2019			
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Variables exógenas									
Externas ^{a/}									
PIB socios comerciales ^{b/}	Porcentaje, variación trimestral anualizada, corregido por estacionalidad	4,0	2,3	0,6	0,5	1,3	3,8	1,3	-0,7
Precio del petróleo (referencia Brent)	Dólares por barril, promedio del periodo	67	75	76	69	64	68	62	62
Tasa de interés efectiva de fondos federales (Fed)	Porcentaje, promedio del periodo	1,45	1,74	1,92	2,22	2,40	2,40	2,20	1,65
Credit Default Swap 5 años para Colombia	Puntos básicos, promedio del periodo	99	113	110	132	121	104	90	83
Internas									
Tasa de interés real neutral para Colombia	Porcentaje, promedio del periodo								
PIB potencial para Colombia (tendencial)	Porcentaje, var. anual								
Variables endógenas									
Precios									
IPC total ^{c/}	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	3,14	3,20	3,23	3,18	3,21	3,43	3,82	3,80
IPC sin alimentos ^{d/}	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	3,97	3,73	3,67	3,51	3,27	3,22	3,37	3,45
IPC bienes (sin alimentos ni regulados)	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	1,67	1,39	1,39	1,40	1,09	1,60	1,83	2,18
IPC servicios (sin alimentos ni regulados)	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	4,99	3,79	3,60	3,13	3,01	3,10	3,37	3,45
IPC regulados	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	6,28	6,21	6,35	6,65	6,33	5,24	5,03	4,81
IPC alimentos ^{e/}	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	-0,06	1,11	1,47	1,87	3,24	4,96	6,49	5,80
IPC percerederos	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	7,13	8,47	9,51	8,88	9,98	15,46	17,50	8,66
IPC procesados	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	-2,01	-0,91	-0,72	-0,08	1,43	2,18	3,57	5,04
Indicadores de inflación básica ^{f/}									
IPC sin alimentos	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	3,97	3,73	3,67	3,51	3,27	3,22	3,37	3,45
IPC núcleo 15	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	3,45	3,24	3,19	3,22	3,24	3,34	3,66	3,78
IPC sin alimentos ni regulados	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	3,28	2,99	2,87	2,57	2,41	2,65	2,92	3,10
Promedio de todos los indicadores de inflación básica	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	3,57	3,32	3,24	3,10	2,97	3,07	3,32	3,44
TRM	Pesos por dólar, promedio del periodo	2.861	2.838	2.960	3.161	3.135	3.240	3.338	3.412
Brecha inflacionaria de la tasa de cambio real	Porcentaje, promedio del periodo	-3,3	-3,8	-0,4	4,5	2,3	3,2	3,9	4,9
Actividad económica									
Producto interno bruto									
Gasto de consumo final	Porcentaje, var. anual, daec	1,8	2,8	2,9	2,9	3,5	3,0	3,2	3,0
Gasto de consumo final de los hogares	Porcentaje, var. anual, daec	3,9	3,9	3,9	4,2	3,7	3,8	4,4	5,2
Gasto de consumo final del Gobierno General	Porcentaje, var. anual, daec	3,4	3,5	3,1	3,0	3,0	3,6	4,3	5,4
Formación bruta de capital	Porcentaje, var. anual, daec	6,6	6,9	7,8	8,1	6,5	5,5	4,7	4,5
Formación bruta de capital fijo	Porcentaje, var. anual, daec	-6,5	1,2	0,4	11,8	8,5	3,5	5,2	-4,8
Vivienda	Porcentaje, var. anual, daec	-1,5	2,5	1,3	1,7	7,2	4,4	1,9	-4,3
Otros edificios y estructuras	Porcentaje, var. anual, daec	-9,4	0,2	6,0	2,9	-6,6	-7,8	-8,0	-13,1
Maquinaria y equipo	Porcentaje, var. anual, daec	-6,7	-1,2	-4,8	-1,4	12,6	-1,2	1,1	-6,5
Recursos biológicos cultivados	Porcentaje, var. anual, daec	11,9	13,7	6,8	3,1	15,1	22,3	9,9	2,1
Productos de propiedad intelectual	Porcentaje, var. anual, daec	-10,7	-6,7	3,7	2,1	5,6	9,8	14,9	1,6
Demanda interna	Porcentaje, var. anual, daec	2,6	2,4	0,7	0,4	-1,3	-1,5	-1,3	1,4
Exportaciones	Porcentaje, var. anual, daec	1,6	3,6	3,7	5,0	4,5	3,9	4,7	3,0
Importaciones	Porcentaje, var. anual, daec	0,4	-2,2	1,5	2,9	4,9	9,0	1,8	-3,1
Brecha del producto ^{g/}	Porcentaje, var. anual, daec	-1,6	4,7	5,3	15,2	11,5	9,0	10,8	-1,1
Indicadores coyunturales	Porcentaje	-1,0	-0,9	-0,8	-0,6	-0,3	-0,1	0,1	0,2
Producción real de la industria manufacturera									
Ventas del comercio al por menor, sin combustibles ni vehículos	Porcentaje, var. anual, corregido por estacionalidad	2,5	2,7	3,7	2,8	1,0	2,4	0,8	1,0
Producción de café	Porcentaje, var. anual, corregido por estacionalidad	4,7	5,9	5,2	6,1	6,2	7,5	9,5	9,1
Producción de petróleo	Porcentaje, var. anual, producción acumulada del periodo	2,6	13,1	-13,8	-6,6	-1,9	6,6	4,9	24,1
Producción de petróleo	Porcentaje, var. anual, promedio del periodo	0,4	1,0	1,1	2,6	5,4	3,2	1,4	-0,2
Mercado laboral ^{h/}									
Total nacional									
Tasa de desempleo	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del periodo	9,7	9,8	9,8	10,5	10,9	10,6	11,2	10,9
Tasa de ocupación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del periodo	59,2	59,4	59,5	58,4	58,4	57,7	57,2	57,5
Tasa global de participación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del periodo	65,6	65,9	65,9	65,3	65,5	64,6	64,4	64,6
Trece ciudades y áreas metropolitanas									
Tasa de desempleo	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del periodo	11,1	11,0	10,8	11,5	11,8	11,4	11,3	11,6
Tasa de ocupación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del periodo	59,7	59,9	60,0	58,8	58,8	58,9	58,7	58,7
Tasa global de participación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del periodo	67,1	67,3	67,3	66,5	66,6	66,5	66,2	66,4
Balanza de pagos ^{i/j/}									
Cuenta corriente (A + B + C)									
Porcentaje del PIB	Millones de dólares	-3,023	-3,471	-3,406	-4,141	-3,820	-3,219	-4,303	-3,467
A. Bienes y servicios	Porcentaje, términos nominales	-3,7	-4,1	-4,0	-5,0	-4,8	-4,1	-5,3	-4,2
B. Ingreso primario (renta de los factores)	Millones de dólares	-1,840	-2,557	-2,672	-3,487	-3,138	-2,998	-4,406	-3,607
C. Ingresos secundarios (transferencias corrientes)	Millones de dólares	-2,922	-2,784	-2,769	-2,967	-2,615	-2,502	-2,301	-2,298
Cuenta financiera (A + B + C + D)	Millones de dólares	1,739	1,870	2,035	2,313	1,932	2,281	2,404	2,438
Porcentaje del PIB	Millones de dólares	-2,876	-2,719	-3,487	-3,872	-3,520	-3,333	-3,740	-2,706
A. Inversión extranjera (ii - i)	Porcentaje, términos nominales	-3,5	-3,2	-4,1	-4,7	-4,4	-4,2	-4,6	-3,3
i. Extranjera en Colombia (IED)	Millones de dólares	-910	-2,273	-2,375	-615	-2,652	-3,626	-1,678	-2,880
ii. Colombiana en el exterior	Millones de dólares	1,982	3,773	2,704	2,839	3,394	4,099	3,163	3,342
B. Inversión de cartera	Millones de dólares	1,072	1,500	330	2,224	741	465	1,485	462
C. Otra inversión (préstamos, otros créditos y derivados)	Millones de dólares	1,715	350	482	-1,684	-1,382	-282	137	1,551
D. Activos de reserva	Millones de dólares	-3,817	-945	-1,763	-2,305	-1,836	48	-2,453	-1,579
Errores y omisiones (E + Y + O)	Millones de dólares	137	150	169	732	2,351	526	254	202
	Millones de dólares	146	752	-81	270	301	-114	563	761
Tasas de interés									
Tasa de interés de política ^{k/}	Porcentaje, promedio del periodo	4,58	4,33	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25
Tasa de interés de política esperada por analistas ^{l/}	Porcentaje, promedio del periodo								
IBR <i>overnight</i>	Porcentaje, promedio del periodo	4,6	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3
Tasa de interés comercial ^{m/}	Porcentaje, promedio del periodo	9,4	9,4	9,3	9,0	9,1	9,0	8,9	8,5
Tasa de interés de consumo ^{n/}	Porcentaje, promedio del periodo	18,7	17,9	18,0	17,3	18,0	17,2	16,0	15,5
Tasa de interés hipotecaria ^{o/}	Porcentaje, promedio del periodo	10,8	10,6	10,5	10,4	10,4	10,5	10,4	10,4

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

daec: desestacionalizado y ajustado por efectos calendario.

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

b/ Se calcula con los principales socios comerciales (sin Venezuela) ponderados por su participación en el comercio.

c/ El pronóstico de mediano plazo corresponde al promedio de las estimaciones obtenidas con los modelos centrales del equipo técnico (4GM y Patacon).

d/ Cálculos del Banco de la República; excluye la división del IPC de Alimentos y bebidas no alcohólicas. Consultar González, E.; Hernández, R.; Caicedo, E.; Martínez-Cortés, N.; Grajales, A.; Romero, J. (2020). "Nueva clasificación del Banrep de la canasta del IPC y revisión de las medidas de inflación básica en Colombia", Borradores de Economía, núm. 122, Banco de la República, disponible en: <https://investiga.banrep.gov.co/es/be-1122>.

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

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

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

h/ Corresponde al trimestre móvil desestacionalizado.

i/ 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>.

j/ Los resultados para 2022 y 2023 son preliminares.

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

l/ Estas proyecciones son calculadas como el promedio de la tasa de interés que estaría vigente en cada trimestre de acuerdo con la mediana de las respuestas mensuales de la encuesta de expectativas de analistas económicos realizada por el Banco de la República en abril de 2024.

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

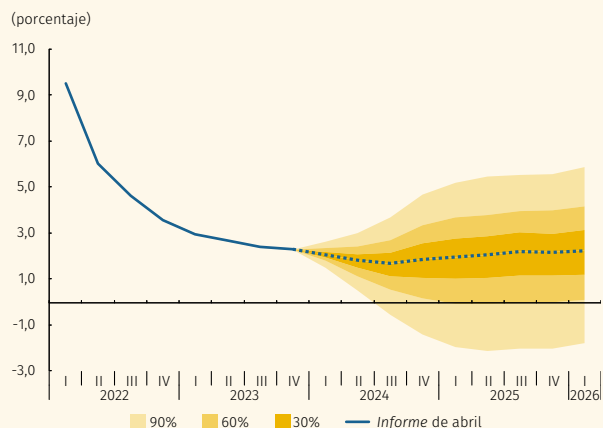
n/ No incluye los créditos otorgados mediante tarjetas de crédito.

o/ Corresponde al promedio ponderado por monto de la tasa de interés de los desembolsos en pesos y en UVR para la adquisición de vivienda NO VIS.

2020				2021				2022				2023				2024				2025				2026
T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
-7,0	-46,7	53,9	16,0	5,3	7,2	7,2	5,7	0,6	2,3	4,3	1,0	2,8	2,9	2,0	-1,0	3,1	2,6	1,8	2,0	2,0	2,5	2,4	2,2	2,3
51	33	43	45	61	69	73	80	98	112	98	89	82	78	86	83	82	87	87	86	85	84	82	80	80
1,23	0,06	0,09	0,09	0,08	0,07	0,09	0,08	0,12	0,76	2,20	3,65	4,52	4,99	5,26	5,33	5,33	5,38	5,34	5,09	4,85	4,58	4,34	4,09	3,85
125	206	132	104	110	131	143	185	209	238	275	314	283	275	219	207	172	175	190	197	202	205	209	211	214
3,86	2,19	1,97	1,61	1,51	3,63	4,51	5,62	8,53	9,67	11,44	13,12	13,34	12,13	10,99	9,28	7,36	7,12	6,16	5,54	5,01	3,99	3,33	3,00	2,96
3,26	1,40	1,57	1,03	1,06	2,70	3,03	3,44	5,31	6,84	8,33	9,99	11,42	11,62	10,88	10,33	8,76	.	.	.	.	.	.	.	.
2,41	0,73	1,15	0,63	1,05	2,57	2,97	3,31	6,41	8,30	11,57	15,04	15,08	14,26	10,44	7,11	3,08	.	.	.	.	.	.	.	.
3,22	2,00	1,86	1,29	0,89	1,61	2,01	2,18	3,79	5,21	5,93	7,41	8,73	9,04	9,14	8,96	8,29	.	.	.	.	.	.	.	.
4,27	0,44	1,19	0,73	1,52	5,93	5,94	7,10	8,32	9,80	11,46	11,77	14,72	15,64	15,81	17,24	15,78	13,90	10,81	8,02	5,41	4,13	3,65	3,39	3,49
7,19	6,55	4,13	4,80	3,92	8,52	12,40	17,23	25,37	23,65	26,62	27,81	21,81	14,31	11,47	5,00	1,73	3,87	3,38	4,85	5,67	4,28	1,80	0,82	0,78
9,79	2,52	-3,42	2,49	1,58	8,69	14,82	24,42	41,87	31,21	35,50	36,44	19,66	10,06	13,93	-0,47	-3,42	.	.	.	.	.	.	.	.
6,46	7,75	6,40	5,43	4,60	8,47	11,74	15,32	20,69	21,50	24,14	25,33	22,53	10,72	6,71	3,41	.	.	.	.	.	.	.	.	.
3,26	1,40	1,57	1,03	1,06	2,70	3,03	3,44	5,31	6,84	8,33	9,99	11,42	11,62	10,88	10,33	8,76	.	.	.	.	.	.	.	.
3,64	2,17	2,33	1,88	1,67	3,36	3,79	4,42	6,93	8,41	10,04	11,55	12,41	11,62	10,34	9,46	7,64	.	.	.	.	.	.	.	.
2,99	1,65	1,67	1,11	0,94	1,87	2,28	2,49	4,51	6,06	7,49	9,51	10,51	10,51	9,51	8,42	6,77	6,17	5,66	5,11	4,76	4,06	3,59	3,38	3,32
3,30	1,74	1,86	1,34	1,22	2,64	3,03	3,45	5,58	7,10	8,62	10,35	11,45	11,25	10,24	9,40	7,72	.	.	.	.	.	.	.	.
3,540	3,850	3,731	3,662	3,559	3,695	3,847	3,882	3,910	3,919	4,384	4,812	4,758	4,424	4,044	3,921	.	.	.	.	.	.	.	.	.
5,7	11,8	6,6	3,4	-0,1	2,1	3,4	3,3	2,6	1,3	7,7	15,3	12,1	3,4	-5,2	-4,6	-7,6	-6,9	-5,2	-3,5	-2,8	-1,4	-1,0	-0,5	-0,6
0,5	-16,8	-9,0	-3,4	1,4	18,7	13,4	11,2	8,1	12,2	7,3	2,1	2,8	0,0	-0,6	0,3	0,3	1,4	1,7	2,4	2,0	3,2	3,6	4,1	4,1
3,9	-14,4	-7,4	1,0	3,4	22,5	18,4	12,7	11,1	14,4	8,3	2,6	2,7	0,8	0,5	0,4	0,6	.	.	.	.	.	.	.	.
4,3	-26,8	-8,4	1,0	2,8	25,4	19,5	13,7	11,9	16,2	10,7	4,7	3,4	0,8	0,2	0,2	1,4	.	.	.	.	.	.	.	.
0,0	-0,3	-1,9	1,2	7,4	10,4	13,2	8,5	6,1	5,5	-2,5	-5,2	-1,1	0,5	2,9	1,5	-1,3	.	.	.	.	.	.	.	.
-10,4	-31,0	-17,9	-23,6	-2,9	29,1	7,7	17,3	21,6	9,7	16,9	15,9	-9,9	-28,3	-33,7	-28,0	-18,6	.	.	.	.	.	.	.	.
-12,4	-41,4	-24,9	-14,9	3,7	42,3	15,2	13,2	8,5	13,6	14,0	10,1	-2,7	-6,4	-10,8	-15,6	-12,0	.	.	.	.	.	.	.	.
-25,9	-47,9	-30,4	-25,2	23,9	64,9	31,0	46,0	-0,1	3,7	7,0	-2,1	11,3	-0,9	-3,7	-10,6	-14,3	.	.	.	.	.	.	.	.
-10,5	-50,1	-37,4	-24,2	-15,3	32,0	0,3	-0,3	-9,0	-0,9	5,0	-10,7	-4,2	-5,3	-10,6	0,7	-0,3	.	.	.	.	.	.	.	.
-2,3	-37,0	-9,4	0,6	10,7	55,0	23,3	13,3	33,3	32,3	24,7	31,0	-8,4	-14,4	-16,0	-26,2	-21,0	.	.	.	.	.	.	.	.
2,3	1,6	-7,8	-2,8	5,6	0,9	-4,0	-6,4	-16,4	-16,4	-11,7	-4,4	2,3	6,5	6,4	3,5	1,6	.	.	.	.	.	.	.	.
1,4	-14,3	-11,2	-9,1	-7,0	7,8	-7,8	6,4	10,6	12,4	10,2	3,0	0,6	1,6	-1,0	1,0	-1,3	.	.	.	.	.	.	.	.
0,5	-17,9	-9,7	-3,0	1,5	24,6	16,6	13,0	13,2	13,8	10,1	4,1	-0,1	-4,3	-6,6	-4,2	-1,8	.	.	.	.	.	.	.	.
-7,0	-31,6	-28,3	-22,7	-9,7	14,6	26,6	33,7	16,4	24,2	13,4	-1,8	3,3	2,7	-0,3	7,0	1,0	.	.	.	.	.	.	.	.
-5,6	-33,4	-25,5	-15,5	-4,7	46,1	39,8	34,4	39,8	26,7	23,3	8,4	-7,9	-14,5	-23,1	-12,8	-9,7	.	.	.	.	.	.	.	.
-0,2	-3,8	-6,0	-7,1	-7,1	-4,5	-2,6	-0,8	0,3	1,9	3,0	2,8	2,9	2,2	1,3	0,8	0,0	-0,3	-0,6	-0,7	-0,7	-0,6	-0,4	0,0	0,3
-1,5	-23,5	-7,3	0,0	6,7	27,7	20,2	12,9	11,9	20,9	7,0	3,7	-1,0	-4,5	-7,1	-6,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.
6,4	-14,6	-3,5	5,6	4,4	19,4	15,9	10,8	12,6	21,8	5,7	-1,4	-1,8	-5,6	-4,9	-3,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.
-13,8	-1,9	-3,6	-4,6	-24,7	-19,8	-16,3	-9,7	-18,2	-17,0	-0,7	-14,3	-2,1	24,9	.	.	3,5	.	.	.	.	.	.	.	.
-2,1	-15,7	-15,4	-14,1	-14,6	-5,1	-0,1	-1,7	-0,1	5,1	1,3	3,6	3,2	3,7	3,7	1,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.
11,9	21	18,3	15,4	14,7	15,2	12,8	12,5	12,1	11,1	10,9	10,8	10,6	10,2	9,5	10,3	10,6	10,5	10,6	10,9	.	.	.	.	.
55,6	44,5	49	52,7	52,7	52,0	53,4	54,2	55,9	56,7	56,8	56,6	57,1	57,8	58,4	57,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.
63,1	56,3	59,9	62,3	61,8	61,3	61,2	61,9	63,5	63,7	63,8	63,5	63,9	64,4	64,5	63,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.
12,0	25,1	21,8	17,3	16,9	16,7	14,0	13,1	12,3	11,2	11,0	10,9	11,1	10,3	9,8	10,2	10,7	10,6	10,7	11,0	.	.	.	.	.
56,9	44,2	49,0	53,3	53,4	53,2	54,4	54,3	57,4	58,0	58,4	58,3	58,7	59,3	60,2	59,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.
64,6	59,0	62,6	64,4	64,3	63,9	63,2	62,5	65,5	65,6	65,4	66	66,2	66,7	66,7	66,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.
-2,295	-1,962	-2,013	-2,997	-3,106	-4,049	-4,836	-5,965	-5,516	-4,877	-6,218	-4,756	-3,133	-2,336	-1,953	-2,293	.	.	.	.	.	.	.	.	.
-3,1	-3,6	-3,0	-4,0	-4,0	-5,5	-6,0	-6,9	-6,4	-5,4	-7,1	-5,8	-3,9	-2,7	-2,0	-2,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.
-3,098	-2,651	-3,263	-4,092	-3,689	-5,023	-5,260	-6,035	-5,076	-3,177	-4,529	-3,807	-2,344	-2,166	-1,574	-2,136	.	.	.	.	.	.	.	.	.
-1,369	-1,029	-1,172	-1,380	-1,867	-1,652	-2,339	-2,865	-3,617	-4,531	-4,795	-4,144	-3,886	-3,203	-3,747	-3,568	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2,173	1,718	2,422	2,475	2,450	2,627	2,763	2,935	3,177	2,830	3,106	3,195	3,097	3,033	3,369	3,411	.	.	.	.	.	.	.	.	.
-1,735	-1,938	-1,857	-2,584	-2,789	-3,761	-4,504	-5,640	-5,037	-4,952	-5,736	-4,741	-2,779	-2,780	-1,699	-1,621	.	.	.	.	.	.	.	.	.
-2,3	-3,5	-2,8	-3,4	-3,6	-5,1	-5,6	-6,5	-5,8	-5,5	-6,5	-5,8	-3,4	-3,3	-1,7	-1,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.
-1,924	-1,725	-2,58	-1,818	-1,438	-1,013	-2,528	-1,402	-3,651	-3,661	-2,959	-3,529	-3,788	-5,514	-3,632	-3,301	.	.	.	.	.	.	.	.	.
3,175	1,371	844	2,069	2,307	1,997	2,707	2,550	4,934	5,043	3,113	4,092	4,223	5,262	4,015	3,946	.	.	.	.	.	.	.	.	.
1,251	-353	586	251	869	984	179	1,149	1,284	1,382	154	563	436	-252	383	645	.	.	.	.	.	.	.	.	.
-168	-3,429	323	1,506	1,319	-6,089	851	-675	1,866	-759	-233	-447	1,111	1,519	4,531	1,496	.	.	.	.	.	.	.	.	.
528	627	-2,127	-3,976	-2,860	3,167	-2,981	-3,697	-3,379	-606	-2,703	-976	-468	815	-3,055	-312	.	.	.	.	.	.	.	.	.
-171	2,590	205	1,705	190	174	154	135	127	74	159	210	366	399	457	496	.	.	.	.	.	.	.	.	.
560	25	155	413	317	288	332	325	479	-75	482	15	354	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
4,23	3,26	2,24	1,75	1,75	1,75	2,40	3,69	5,68	8,56	10,81	12,53	13,17	13,25	13,23	12,82	11,92	10,75	9,25	7,92	6,96	6,17	5,83	5,50	.
4,2	3,2	2,2	1,7	1,7	1,7	1,8	2,4	3,7	5,7	8,6	10,8	12,5	13,2	13,3	12,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.
8,4	8,3	7,0	6,2	6,0	5,7	6,0	6,9	8,6	10,8	14,2	17,8	19,9	18,6	18,0	16,2									

Anexo 3 Densidades predictivas para otras variables relevantes del pronóstico macroeconómico

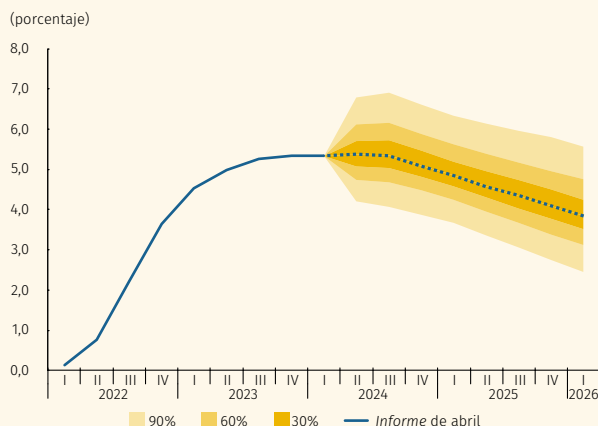
Gráfico A3.1
Supuesto trimestral del crecimiento 12 meses de los socios comerciales con base en las proyecciones anuales, densidad predictiva^{a/}



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

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

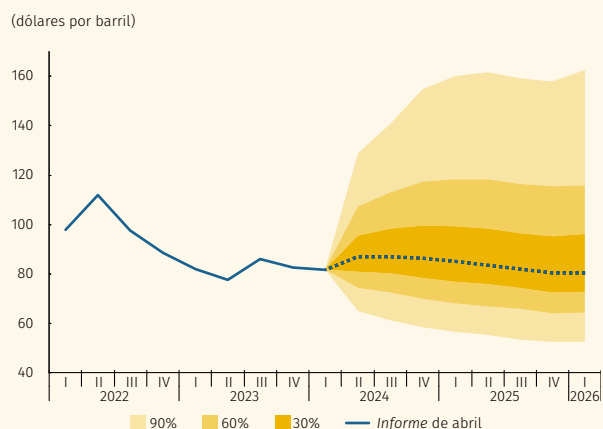
Gráfico A3.3
Supuesto trimestral de la tasa de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos, densidad predictiva^{a/}



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

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

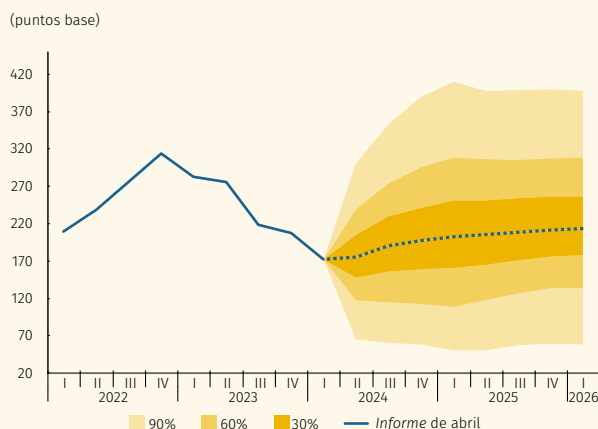
Gráfico A3.2
Supuesto trimestral del precio del petróleo, densidad predictiva^{a/}



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

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

Gráfico A3.4
Supuesto trimestral de la prima de riesgo de Colombia (CDS), densidad predictiva^{a/,b/}



a/ Corresponde al *Credit default swap* a cinco años.

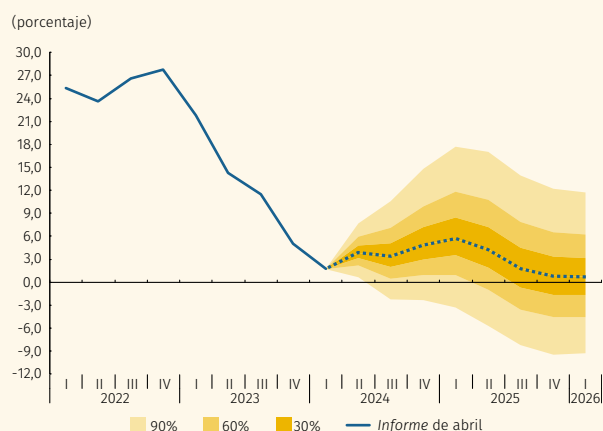
b/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las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

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

Anexo 3 (continuación)

Densidades predictivas para otras variables relevantes del pronóstico macroeconómico

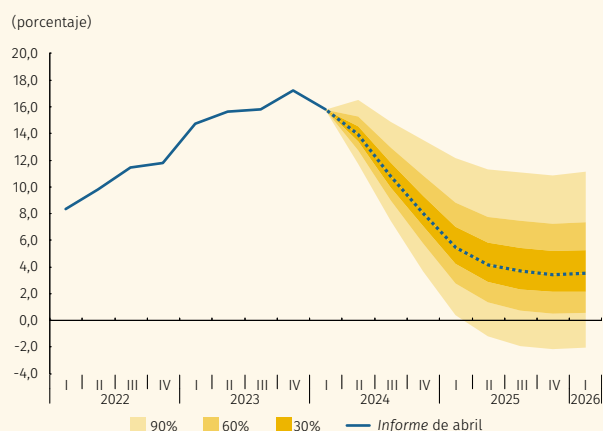
Gráfico A3.5
IPC de alimentos, densidad predictiva^{a/}
(variación anual, fin de periodo)



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

Fuente: Banco de la República.

Gráfico A3.6
IPC de regulados, densidad predictiva^{a/}
(variación anual, fin de periodo)



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

Fuente: Banco de la República.

Este *informe* fue coordinado, editado y diagramado por la Sección de Gestión de Publicaciones del Departamento de Servicios Administrativos, con caracteres Fira Sans de 10 puntos.

Impreso por Xpress estudio gráfico y digital S. A. S.
Mayo de 2024