

---

# INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

ISSN - 2711 - 1164



**01/**  
2023



Enero de 2023

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

---

\* Presentado por el equipo técnico a la Junta Directiva, para su reunión del 27 de enero de 2023.

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

---

ISSN - 2711 - 1164



---

#### Gerencia Técnica

Hernando Vargas  
**Gerente**

#### Subgerencia de Política Monetaria e Información Económica (\*)

Juan José Ospina  
**Subgerente**

#### Departamento de Programación e Inflación

Carlos Huertas  
**Director**

#### Sección de Inflación

Adolfo León Cobo  
**Jefe**

Édgar Caicedo  
Juan Pablo Cote  
Nicolás Martínez  
Didier Hermida  
Karen Pulido  
Sergio Restrepo

#### Sección de Programación Macroeconómica

Aarón Garavito  
**Jefe**

Luis Hernán Calderón  
Camilo González  
Franky Galeano  
Viviana Alfonso  
Marlon Silva  
Hernán Darío Perdomo

#### Sección de Gestión del Proceso de Pronóstico

Celina Gaitán  
**Jefe**

Andrea Salazar  
Nicol Rodríguez  
Tatiana Mora

#### Departamento de Modelos Macroeconómicos

Franz Hamann  
**Director**

#### Sección de Pronóstico

Julián Pérez  
**Jefe**

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

#### Sección de Desarrollo de Modelos y Capacidades

Alexander Guarín  
**Jefe**

Juan Camilo Méndez  
Anderson Grajales

(\*) En la elaboración de este Informe también colaboraron Francisco Lasso, investigador principal de la Subgerencia de Política Monetaria e Información Económica; Eliana González, jefe de la Sección de Estadística; Deicy Cristiano, Julián Cárdenas, Isleny Carranza y Ramón Hernández, profesionales de la Sección de Estadística; Jesús Bejarano, director del Departamento de Análisis Macroeconómico Aplicado; Steven Zapata, David López y Manuela Quintero, profesionales del Grupo de Análisis Fiscal y Sectorial; Pablo Montealegre, Miguel Angel Cely, Juan Camilo Gómez, María Valentina Castañeda, David Esteban Puerta, Johanna Barbosa, Loana Beltrán y Edison Albeiro Fino, estudiantes en práctica.

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

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



# Política monetaria en Colombia

---

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

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

El principal instrumento que tiene la JDBR para el control de la inflación es la tasa de interés de política (tasa repo a un día o tasa de interés de referencia). Dado que las acciones de PM toman tiempo en tener un efecto completo sobre la economía y la inflación<sup>2</sup>, para fijar su valor la JDBR evalúa el pronóstico y las expectativas de la inflación frente a la meta, así como el estado actual y las perspectivas sobre la evolución de la economía.

La JDBR se reúne una vez al mes, pero solo en ocho meses sesiona de forma ordinaria para tomar decisiones de PM (enero, marzo, abril, junio, julio, septiembre, octubre y diciembre). En los cuatro meses restantes (febrero, mayo, agosto y noviembre) no se toman, en principio, decisiones de este tipo<sup>3</sup>. Al finalizar las Juntas donde se toman decisiones de PM, se publica un comunicado y se hace una rueda de prensa a cargo del gerente general del Banco y el ministro de Hacienda. El segundo día hábil siguiente a la reunión se publican las minutas de la Junta, donde se describen las posturas que llevaron a adoptar la decisión. Adicionalmente, el día hábil siguiente a la Junta, en enero, abril, julio y octubre, se publica el Informe de Política Monetaria (IPM)<sup>4</sup> realizado por el equipo técnico del Banco: el miércoles de la semana siguiente a la Junta el gerente general aclara inquietudes sobre las minutas y el gerente técnico del Banco presenta el IPM. Este esquema de comunicación busca entregar información relevante y actualizada que contribuya a la toma de mejores decisiones por parte de los agentes de la economía<sup>5</sup>.

---

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

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

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

4 Antes conocido como *Informe sobre Inflación*.

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



# Contenido

---

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

---

2. Pronósticos macroeconómicos y análisis de riesgos **13**
  - 2.1 Contexto externo **13**
  - 2.2 Proyecciones macroeconómicas **19**
  - 2.3 Balance de riesgos del pronóstico macroeconómico **28**

---

3. Situación económica actual **31**
  - 3.1 Comportamiento de la inflación y precios **31**
  - 3.2 Crecimiento y demanda interna **33**
  - 3.3 Mercado laboral **35**
  - 3.4 Mercado financiero y monetario **37**

---

**Recuadro 1:** Tarifas de energía eléctrica: evolución reciente e indexación **40**

---

**Recuadro 2:** Indicadores del endeudamiento de los hogares **44**

---

**Anexo 1** Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros **46**

**Anexo 2** Principales variables del pronóstico macroeconómico **47**

**Anexo 3** Densidades predictivas para otras variables relevantes del pronóstico macroeconómico **50**

---



# 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 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 **15**  
**Gráfico 2.4** Supuesto trimestral del precio del petróleo **15**  
**Gráfico 2.5** Mercado mundial de petróleo y otros combustibles líquidos **16**  
**Gráfico 2.6** Índice de presiones sobre las cadenas globales de suministro **16**  
**Gráfico 2.7** Supuesto trimestral de la tasa de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos **17**  
**Gráfico 2.8** Tasas de interés e indicadores de riesgo en economías avanzadas **17**  
**Gráfico 2.9** Supuesto trimestral de la prima de riesgo de Colombia (CDS) **18**  
**Gráfico 2.10** Comportamiento de la prima de riesgo y de la tasa de cambio nominal para algunos países de América Latina **18**  
**Gráfico 2.11** Brecha inflacionaria del TCR trimestral **19**  
**Gráfico 2.12** Índice de precios al consumidor **19**  
**Gráfico 2.13** IPC sin alimentos ni regulados **20**  
**Gráfico 2.14** IPC alimentos **20**  
**Gráfico 2.15** IPC regulados **21**  
**Gráfico 2.16** Pronósticos de inflación de bancos y comisionistas de bolsa **21**  
**Gráfico 2.17** PIB trimestral **22**  
**Gráfico 2.18** Importaciones totales de bienes (CIF) **23**  
**Gráfico 2.19** Exportaciones totales de bienes (FOB) **24**  
**Gráfico 2.20** Producto interno bruto, acumulado 4 trimestres **24**  
**Gráfico 2.21** Niveles del PIB **25**  
**Gráfico 2.22** Brecha del producto **25**  
**Gráfico 2.23** Cuenta corriente anual **26**  
**Gráfico 2.24** Tasa de interés de política promedio trimestral observada y esperada por los analistas **28**  
**Gráfico 2.25** Índice de precios al consumidor, densidad predictiva **29**  
**Gráfico 2.26** IPC sin alimentos ni regulados, densidad predictiva **29**  
**Gráfico 2.27** Producto interno bruto, acumulado 4 trimestres, densidad predictiva **30**  
**Gráfico 2.28** Brecha del producto, densidad predictiva **30**
- Gráfico 3.1** IPC e indicadores de inflación básica **31**  
**Gráfico 3.2** IPC de bienes y servicios, sin alimentos ni regulados **31**  
**Gráfico 3.3** IPC de servicios, sin alimentos ni regulados y sus componentes **32**  
**Gráfico 3.4** IPC de regulados y sus componentes **32**  
**Gráfico 3.5** IPC de alimentos y sus componentes **33**  
**Gráfico 3.6** IPP por procedencia **33**  
**Gráfico 3.7** Producto interno bruto **33**  
**Gráfico 3.8** Formación bruta de capital fijo **34**  
**Gráfico 3.9** Niveles de los grandes componentes del gasto relativos al cuarto trimestre de 2019 **34**  
**Gráfico 3.10** Gasto de consumo final de los hogares y del Gobierno General **34**  
**Gráfico 3.11** Exportaciones, importaciones y balanza comercial **35**  
**Gráfico 3.12** Niveles sectoriales de valor agregado del tercer trimestre de 2022 relativos al cuarto trimestre de 2019 **35**  
**Gráfico 3.13** Población ocupada por dominios geográficos **36**  
**Gráfico 3.14** Empleo por posición ocupacional: agregado nacional **36**  
**Gráfico 3.15** Tasa de desempleo por dominios geográficos **36**



**Gráfico 3.16** Curva de Beveridge para las siete ciudades principales **37**  
**Gráfico 3.17** Tasas reales de interés del crédito **38**  
**Gráfico 3.18** Cartera bruta en moneda nacional **39**  
**Gráfico 3.19** Indicador de mora **39**

# Índice de cuadros

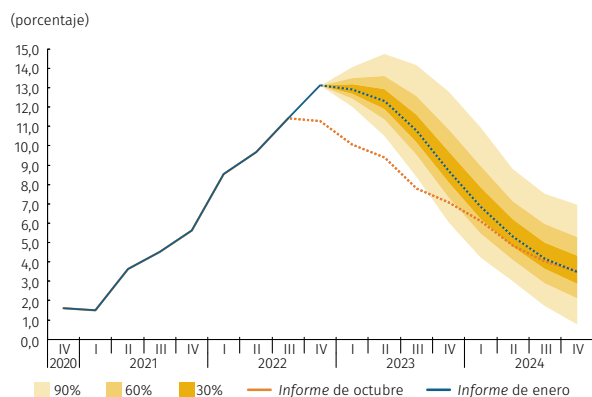
---

**Cuadro 2.1** Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales **/13**

**Cuadro 3.1** Tasas de interés promedio mensual **/38**

# 1. Resumen

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

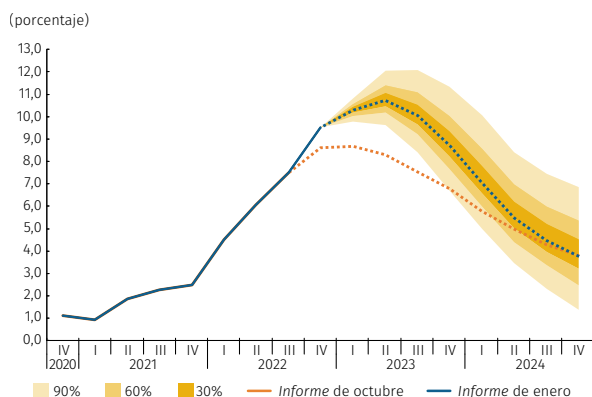


a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las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

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

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

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

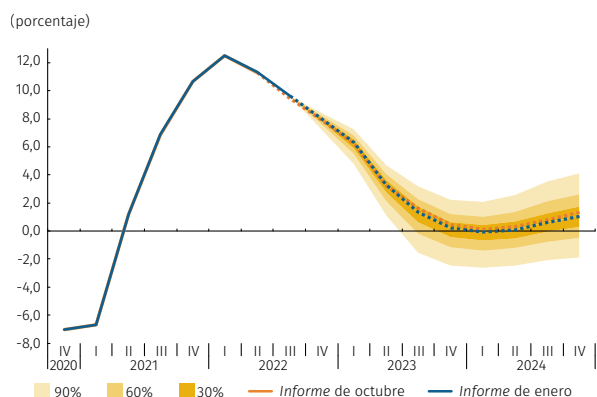
Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

## 1.1 Resumen macroeconómico

**En diciembre la inflación total (13,1%) y el promedio de las medidas de inflación básica (10,3%) continuaron con su tendencia creciente, con registros superiores a los estimados por el equipo técnico del Banco y por el promedio del mercado. Las expectativas de inflación a todos los plazos superan la meta del 3%.** En ese mes todos los grandes grupos del índice de precios al consumidor (IPC) registraron incrementos superiores a los estimados y los indicadores de difusión continúan mostrando aumentos generalizados de precios. Las presiones cambiarias acumuladas sobre los precios, la indexación a tasas altas de inflación y algunos choques particulares de oferta de alimentos explicarían, en parte, la aceleración de la inflación. Lo anterior, en un contexto de excesos de demanda importantes, de un mercado laboral ajustado, y de unas expectativas de inflación a distintos plazos que superan la meta del 3%. Frente al *Informe* de octubre, el sendero de pronóstico de la inflación total y básica (sin alimentos ni regulados: SAR) aumentó (gráficos 1.1 y 1.2), como reflejo de mayores presiones cambiarias acumuladas, de una indexación de los precios a una tasa de inflación más elevada (IPC e índice de precios al productor: IPP) y del aumento en los costos laborales debido a un ajuste del salario mínimo mayor que el estimado. No obstante, se espera que a comienzos de 2023 la inflación total comience a ceder, aunque desde un nivel más alto que el estimado en octubre. Lo anterior estaría sustentado inicialmente en la desaceleración proyectada del IPC de alimentos, debido a una base de comparación en niveles elevados, a la disolución esperada de los choques que han afectado a los precios de estos productos, y a la mejora estimada en la oferta externa e interna en este sector. Por su parte, el deterioro del ingreso real de las familias por la alta inflación, el agotamiento de los efectos de una demanda represada y unas condiciones financieras externas e internas más apretadas contribuirían a diluir los excesos de demanda en 2023 y a reducir la inflación. A finales de 2023 tanto la inflación total como la básica (SAR) alcanzarían el 8,7%, y a diciembre de 2024 se situarían en el 3,5% y 3,8%, respectivamente. Estos pronósticos tienen una incertidumbre elevada, relacionada en especial con el comportamiento futuro de las condiciones financieras internacionales, la evolución de la tasa de cambio, el ritmo de ajuste de la demanda interna, el grado de indexación de los contratos nominales y las decisiones que se tomen en cuanto al precio interno de los combustibles y de la energía eléctrica.

**En el tercer trimestre la actividad económica volvió a sorprender al alza y la proyección de crecimiento para 2022 aumentó al 8,0% (antes 7,9%), pero disminuyó para 2023 al 0,2% (antes 0,5%). Con esto, los excesos de demanda continúan siendo importantes y se sigue estimando que se diluyan en el presente año. El crecimiento económico anual del tercer trimestre**

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



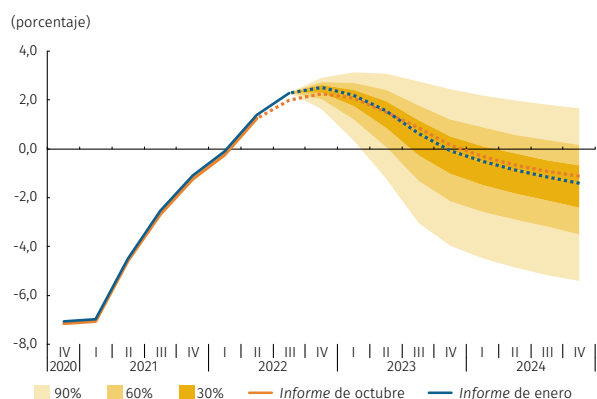
a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las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

b/ Series desestacionalizadas y ajustadas por efectos calendario.

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

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

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



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

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

c/ La distribución de probabilidad corresponde al ejercicio de pronóstico del informe de enero.

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

tre (7,1% DAEC)<sup>1</sup> resultó mayor de lo estimado en octubre (6,4% DAEC), debido a una demanda interna más fuerte, específicamente por una inversión mayor de la esperada. El consumo privado cayó desde el nivel elevado observado un trimestre atrás y las exportaciones netas registraron una contribución más negativa de la prevista. Para el cuarto trimestre los indicadores de actividad económica sugieren que el producto interno bruto (PIB) habría mantenido un nivel alto y similar al observado en el tercero, con una variación del 4,1% anual. La demanda interna se habría desacelerado en términos anuales, aunque a niveles que habrían continuado por encima de los del producto, por cuenta, principalmente, de un elevado consumo privado. La inversión se habría reducido levemente a un valor similar al promedio observado en 2019. El déficit comercial real habría disminuido, debido a una caída de las importaciones más fuerte que el descenso estimado en las exportaciones. Se espera que en el horizonte de pronóstico el consumo se reduzca desde los elevados niveles actuales, en parte como consecuencia de unas condiciones financieras internas más apretadas y de un deterioro del ingreso real a causa de una inflación alta. La inversión también se disminuiría y se situaría de nuevo en niveles inferiores a los observados antes de la pandemia. En términos reales, el déficit comercial se reduciría debido a una menor dinámica proyectada de la demanda interna y a una mayor depreciación real acumulada. Con todo esto, el crecimiento económico para todo 2022, 2023 y 2024 se situaría en el 8,0%, 0,2% y el 1,0%, respectivamente (Gráfico 1.3). Los excesos de demanda se mantienen elevados (medidos con la brecha de producto) y se estima que se diluirían en 2023 y podrían tornarse negativos en 2024 (Gráfico 1.4). Si bien el pronóstico macroeconómico incluye una desaceleración marcada de la economía, no puede descartarse un ajuste aún mayor de la absorción interna. Esto, por cuenta de los efectos acumulados de unas condiciones financieras externas e internas más apretadas, entre otras razones. Estas estimaciones continúan sujetas a un alto grado de incertidumbre, asociado, entre otros factores, con las tensiones políticas globales, el cambio de las tasas de interés internacionales y sus efectos sobre la demanda externa, la aversión global al riesgo, los efectos de la reforma tributaria aprobada, los posibles impactos de las reformas anunciadas para este año (pensional, salud, laboral, entre otras) y las medidas futuras en materia de producción de hidrocarburos.

**En 2022 el déficit en la cuenta corriente habría sido elevado (6,3% del PIB), pero se corregiría significativamente en 2023 (al 3,9% del PIB) de la mano de la desaceleración prevista para la demanda interna.** Pese a unos favorables términos de intercambio, el alto desbalance externo que se alcanzaría en el año sería consecuencia, principalmente, del crecimiento de la demanda interna, las presiones de costos asociadas con los altos precios de los fletes, el incremento de los pagos por servicio de la deuda externa y el buen desempeño de las utilidades de las empresas extranjeras<sup>2</sup>. Para 2023 el ajuste de

- 1 Desestacionalizado y ajustado por efectos calendario.
- 2 En el agregado de la cuenta corriente, las presiones a un mayor déficit externo provienen de aquellas empresas con IED enfocadas en el mercado

la demanda interna se vería reflejado en un menor déficit en la cuenta corriente, en especial por unas menores importaciones, una moderación global de los precios y de las presiones de costos, y una reducción de las utilidades remitidas al exterior por las empresas con inversión extranjera directa (IED) enfocadas al mercado local. A pesar de esta corrección esperada del desbalance externo, su nivel como porcentaje del PIB se mantendría alto en un contexto de condiciones financieras apretadas.

**En las principales economías del mundo, los pronósticos y expectativas de la inflación indican una reducción de este indicador para 2023, pero a niveles que todavía superan las metas de sus bancos centrales. La senda esperada de la tasa de interés de la Reserva Federal (Fed) aumentó y el pronóstico de crecimiento global se sigue moderando.** En el cuarto trimestre de 2022 los costos logísticos y los precios internacionales de algunos alimentos, del petróleo y de la energía han descendido desde niveles elevados, y han generado presiones a la baja sobre la inflación global. Por su parte, el mayor costo de financiamiento, la pérdida de ingreso real por los altos niveles de inflación mundial y la persistencia de la guerra en Ucrania, entre otros factores, han contribuido a la reducción de los pronósticos de crecimiento económico global. En los Estados Unidos la inflación resultó menor que la estimada y los miembros del Comité Federal del Mercado Abierto (FOMC, por su sigla en inglés) redujeron el pronóstico de crecimiento para 2023. No obstante, en ese país el valor observado de la inflación, sus proyecciones y expectativas superan su meta, el mercado laboral sigue apretado y la política fiscal continúa expansiva. En este entorno, la Fed elevó la senda esperada de tasas de interés de política y, con esto, para 2023 el promedio del mercado estima unos niveles más altos que los proyectados en octubre. En las economías emergentes de la región, las primas de riesgo país se redujeron en el trimestre y sus monedas se apreciaron frente al dólar. Considerando todo lo anterior, para el presente año el equipo técnico del Banco aumentó el sendero supuesto de la tasa de interés de la Fed, redujo el pronóstico de crecimiento de la demanda externa del país, disminuyó la senda esperada del precio del petróleo y mantuvo elevado el supuesto de prima de riesgo país, pero en niveles algo inferiores a los proyectados en el *Informe* anterior. Además, en este *Informe* se considera que las presiones inflacionarias acumuladas originadas por el comportamiento de la tasa de cambio continuarían siendo importantes.

**Recientemente las condiciones financieras externas que enfrenta la economía han mejorado y podrían estar asociadas con un contexto internacional más favorable para la economía colombiana.** En lo corrido del año se ha observado una reducción en las tasas de interés de los bonos a largo plazo en los mercados de países desarrollados y un aumento en los precios de activos riesgosos, como las acciones. Esto estaría asociado con una reducción de la inflación en los Estados Unidos y Europa más rápida de lo previsto, lo que permitiría una trayectoria menos restrictiva de la política monetaria en esas regiones. En este contexto, los riesgos de recesión mundial se han reducido y el apetito global por riesgo ha aumentado. Consecuentemente, la prima de riesgo continúa reduciéndose, el peso colombiano se ha apreciado significativamente y las tasas de interés de los TES han disminuido. De consolidarse esta tendencia, las presiones inflacionarias de la tasa de cambio podrían ser menores de lo incorporado en el pronóstico macroeconómico. La incertidumbre sobre los pronósticos externos y sobre su impacto en el país se mantiene elevada, dada la imprevisible evolución de la guerra en Ucrania, las tensiones geopolíticas, la incertidumbre local y las amplias necesidades de financiamiento del Gobierno y la economía.

**La alta inflación con pronósticos y expectativas superiores al 3%, los excesos de demanda y un mercado laboral apretado son compatibles con una postura de la**

---

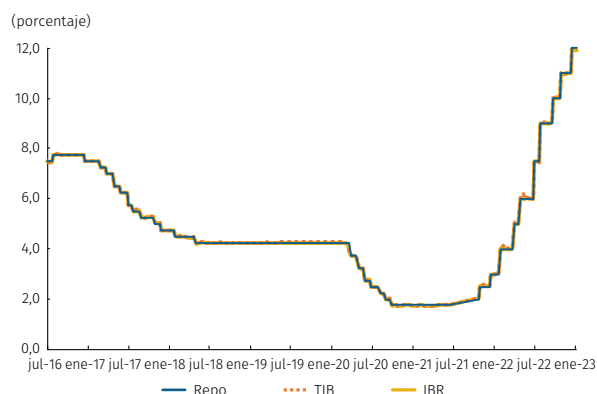
interno. Por el contrario, las utilidades de los sectores mineroenergéticos se ven compensadas de sobremano por los ingresos externos que estos generan vía exportaciones.

**política monetaria en terreno contractivo que propenda por el ajuste macroeconómico necesario para mitigar el riesgo de desanclaje de las expectativas de inflación y garantizar la convergencia de la inflación a la meta.** Frente a las proyecciones del *Informe* de octubre, la demanda interna ha sido más dinámica, con un mayor nivel observado del producto que supera la capacidad productiva de la economía. En este contexto de excesos de demanda, la inflación total y la inflación básica mantuvieron su tendencia creciente y registraron aumentos sorpresivos. Las tasas de interés internacionales observadas y esperadas aumentaron, la prima de riesgo país se moderó, pero se mantiene en niveles altos, y las presiones cambiarias acumuladas continúan siendo importantes. El pronóstico de inflación para 2023 del equipo técnico aumentó y las expectativas de inflación siguen muy por encima del 3%. Con todo lo anterior, persiste el riesgo de desanclaje de las expectativas de inflación, lo que acentuaría el proceso de indexación generalizado y alejaría aún más la inflación de la meta. Este contexto macroeconómico requiere consolidar una postura contractiva de la política monetaria que propenda por el cumplimiento de la meta de inflación en el horizonte de pronóstico y lleve el producto de la economía a niveles más cercanos a los de su potencial.

## 1.2 Decisión de política monetaria

En las reuniones de diciembre de 2022 y enero del presente año la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) decidió continuar con el proceso de normalización de la política monetaria. En dichas reuniones la JDBR decidió por mayoría incrementar la tasa de política monetaria en 100 puntos básicos (pb) y 75 pb, respectivamente, llevándola al 12,75% (Gráfico 1.5).

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

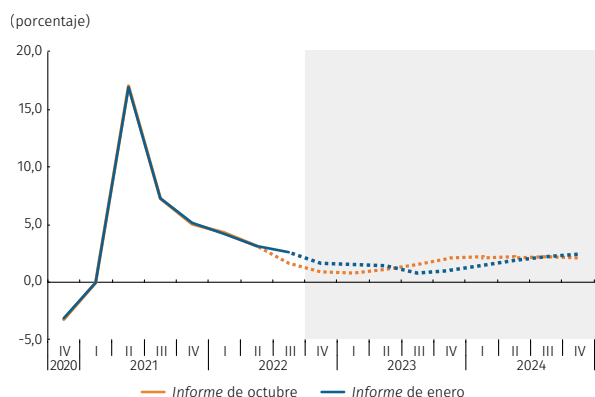


a/ TIB: Tasa Interbancaria. IBR: Indicador Bancario de Referencia. Repo: tasa de política.

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

## 2. Pronósticos macroeconómicos y análisis de riesgos

Gráfico 2.1  
PIB real 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.

### 2.1 Contexto externo

#### 2.1.1 Demanda externa

**En 2023 la demanda externa relevante para el país se desaceleraría de forma significativa (Gráfico 2.1).** Lo anterior, en un contexto en el que la mayoría de nuestros socios comerciales mantendrían una inflación por encima de sus metas (Gráfico 2.2), una política monetaria restrictiva, y enfrentarían tasas de interés internacionales relativamente elevadas y alta incertidumbre global. Esto en medio de la persistencia de diversos choques, como la invasión de Rusia a Ucrania y la crisis energética en Europa. En este contexto, se han deteriorado las perspectivas para el comercio internacional y el crecimiento económico mundial<sup>3</sup>, aunque aún los organismos multilaterales no contemplan un escenario central de recesión económica global. Para 2023 el supuesto de crecimiento de los socios comerciales del país incorpora alguna revisión a la baja (1,2% frente al 1,4% del *Informe* anterior) y contempla una desaceleración frente al crecimiento del 3,0%<sup>4</sup> estimado para 2022. Finalmente, para 2024 se prevé un crecimiento del 2,0%, inferior al promedio histórico de este indicador<sup>5</sup> (Cuadro 2.1). Además, se destaca la alta incertidumbre sobre este supuesto, y en general alrededor del contexto económico internacional, en particular por los posibles efectos del relajamiento de las restricciones sanitarias en China y la posibilidad de que la inflación en los países desarrollados esté cediendo más rápido de lo esperado.

**Para 2023 se espera una fuerte desaceleración de la economía de los Estados Unidos.** Luego de la sorpresa al alza del crecimiento del tercer trimestre de 2022, el PIB real de los Estados Unidos habría presentado alguna desaceleración en el último trimestre del año<sup>6</sup>. A futuro se prevé que la dinámica del consumo privado siga viéndose afectada por una inflación que, a pesar de que se ha moderado, seguiría en niveles altos, acompañado del deterioro de las condiciones financieras y una confianza de los hogares que permanece en niveles relativamente bajos. A esto se le suma el debilitamiento del

Cuadro 2.1  
Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales<sup>a/</sup>

Principales socios	2021 (pr)	2022 (proy)	2023 (proy)	2024 (proy)
Estados Unidos	5,9	2,0	0,6	1,2
Zona del euro	5,3	3,3	-0,2	1,4
China	8,1	3,0	4,6	4,9
Ecuador	4,2	2,9	2,0	2,3
Brasil	5,0	3,1	0,6	1,7
Perú	13,6	2,7	2,3	2,8
México	4,7	3,0	1,2	1,8
Chile	11,7	2,5	-1,0	2,3
<b>Total socios comerciales<sup>a/</sup></b>	<b>7,1</b>	<b>3,0</b>	<b>1,2</b>	<b>2,0</b>

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

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

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

3 Para 2023, el Banco Mundial en su informe de enero revisó a la baja la proyección del crecimiento económico global del 3,4% al 2,2%. Adicionalmente, para este año dicha entidad considera una expansión del comercio internacional del 1,6%, menor que la proyectada en el informe anterior (4,3%).

4 Estimación superior al supuesto del *Informe* de octubre (2,5%).

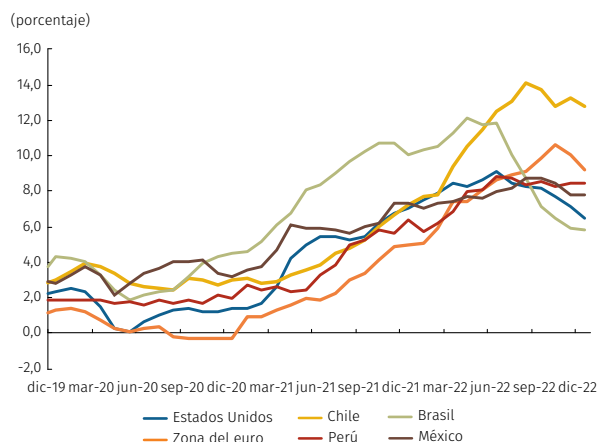
5 El promedio histórico del crecimiento anual de los socios comerciales entre 2001 y 2021 es del 2,8%.

6 Para el tercer trimestre de 2022, el PIB real de los Estados Unidos creció 3,2% trimestral anualizado, luego de registrar dos contracciones consecutivas (-1,6% t. a. en el primer trimestre y -0,6% t. a. en el segundo). Al cierre de este informe se conoció que, según cifras preliminares, en el cuarto trimestre del año el PIB de los Estados Unidos tuvo una expansión del 2,9% trimestral anualizada.

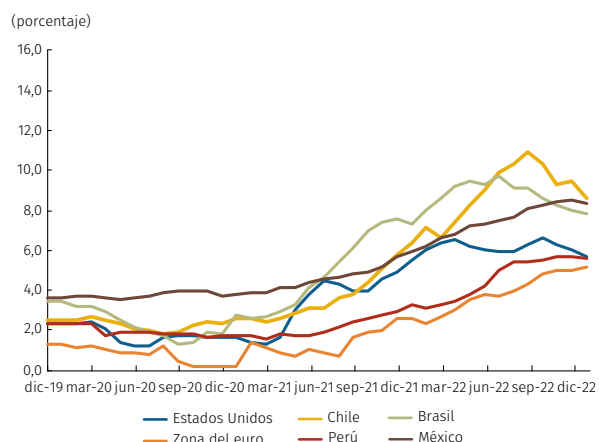


**Gráfico 2.2**  
Inflación en algunos de los principales socios comerciales del país

**A. Inflación total**



**B. Inflación básica**



Fuente: Bloomberg.

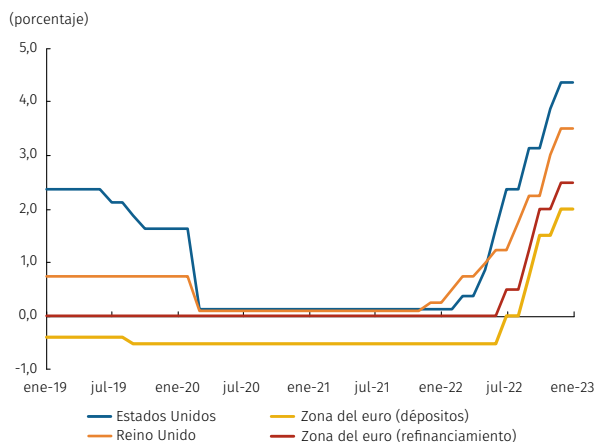
sector inmobiliario y de la construcción, así como retrocesos en la producción industrial. Estos factores serían parcialmente compensados por la estrechez del mercado laboral<sup>7</sup>. Por otro lado, el PIB real de la zona del euro para el tercer trimestre se desaceleró (1,2% trimestral anualizado: t. a.), aunque menos de lo esperado por el mercado. En el cuarto trimestre de 2022 la actividad económica se habría contraído en términos trimestrales para este conjunto de países. En adelante se espera que continúe el deterioro de la actividad económica de la zona del euro, en un contexto de crisis energética, alta incertidumbre, elevada inflación (Gráfico 2.2), baja confianza de los agentes económicos, desaceleración económica mundial y endurecimiento de su política monetaria (Gráfico 2.3, panel A). Así, teniendo en cuenta los resultados del tercer trimestre y la estimación para el cuarto, para todo 2022 se revisó al alza el supuesto de crecimiento para los Estados Unidos y la zona del euro, pero para 2023 se espera una desaceleración en los Estados Unidos y una contracción moderada en la zona del euro<sup>8</sup>. Por otro lado, en China se observó un crecimiento económico del 3,0% durante 2022, menor de lo contemplado en el *Informe* anterior, en parte como resultado de los impactos negativos de las restricciones contra el Covid-19<sup>9</sup>. Para 2023 la actividad económica se aceleraría en ese país, como consecuencia de la flexibilización de las restricciones sanitarias y del amplio estímulo gubernamental. No obstante, su crecimiento seguiría viéndose afectado por la menor demanda de sus exportaciones, el deterioro de su sector inmobiliario y los posibles impactos en la actividad económica a causa de los rebrotes del virus.

**Para 2023 se espera una reducción del crecimiento promedio de los principales socios comerciales de América Latina<sup>10</sup> (1,3%), luego del 2,9% estimado para 2022.** En el tercer trimestre de 2022 el desempeño de la actividad económica de los principales socios comerciales fue superior al esperado, con excepción de Perú. Teniendo en cuenta lo anterior y las estimaciones del cuarto trimestre, para todo 2022 se revisó al alza el supuesto de crecimiento del PIB real de Brasil, Chile, Ecuador y, en mayor medida, de México. Sin embargo, las economías de la región siguen enfrentándose a una elevada inflación (Gráfico 2.2), a pesar de que dicho indicador podría haber alcanzado su máximo nivel en 2022 para algunos países. A su vez, la postura contractiva de la política monetaria (Gráfico 2.3, panel B) incidiría en la dinámica de estas economías, aunque en algunos casos se espera que dicha política comience a moderarse a lo largo de 2023. Adicionalmente, la demanda interna de algunos países seguiría viéndose afectada por la incertidumbre política y social. En el frente externo se prevé un menor impulso, en un

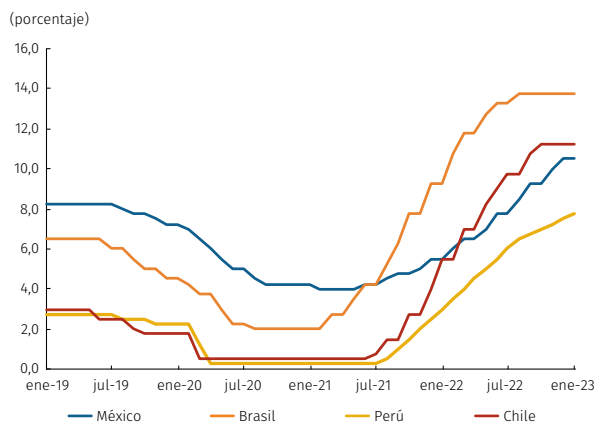
- 7 En diciembre de 2022 la tasa de desempleo disminuyó (3,5%) y se registraron sorpresas al alza en la creación de empleo.
- 8 En particular, el Banco Central Europeo contempla una leve contracción en su escenario central para principios de 2023.
- 9 Para el cuarto trimestre de 2022, el PIB real de China se desaceleró (2,9%) como resultado de las interrupciones de la oferta y el debilitamiento de la demanda interna en un contexto de rebrotes del Covid-19.
- 10 Corresponde al promedio del PIB real ponderado por comercio de Ecuador, Brasil, Chile, México y Perú.

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

**A. Economías avanzadas**

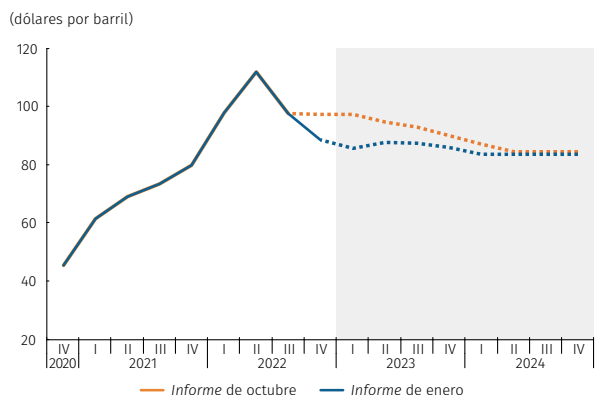


**B. América Latina**



Nota: Los datos de enero de 2023 son los observados el 24 de ese mes. En el caso de los Estados Unidos los datos corresponden con el punto medio del rango. Fuente: Bloomberg.

**Gráfico 2.4**  
Supuesto trimestral del precio del petróleo



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

contexto de reducciones y mayor volatilidad de los precios internacionales de las materias primas, y de desaceleración del crecimiento económico global. Así, para 2023 se revisó a la baja el crecimiento de Perú, México, y en particular de Chile, en donde se espera una fuerte contracción económica. En el caso de Brasil y Ecuador la perspectiva de desaceleración se mantiene a tasas similares a las proyectadas en el Informe anterior.

**2.1.2 Desarrollos de precios en el extranjero**

**El supuesto del precio del petróleo se revisó a la baja frente al Informe anterior y se espera que en 2023 y 2024 sea inferior frente al promedio de 2022 (Gráfico 2.4).**

En el cuarto trimestre de 2022 el precio promedio del crudo para la referencia Brent se ubicó cerca de USD89 por barril (bl), cifra inferior a lo esperado por el equipo técnico en el Informe de octubre. No obstante, para lo corrido al 20 de enero este indicador se ubicó alrededor de USD83 bl. Esta tendencia a la baja del precio del petróleo se ha dado en medio del mejor abastecimiento de gas y un invierno menos fuerte en Europa, del impacto de la pandemia en la economía de China, del redireccionamiento de las exportaciones del petróleo ruso y de un dólar relativamente fuerte (Gráfico 2.5, panel A). A esto se le suma la implementación por parte del G7 y Australia de un tope al precio del crudo exportado por Rusia. Lo anterior, junto con la expectativa de menor crecimiento económico mundial, una política monetaria más restrictiva por parte de la Fed y aumento de la producción de petróleo en varios países<sup>11</sup>, explica las expectativas de un menor precio del petróleo, que lo ubican en promedio cerca de los USD87 bl en 2023 y de los USD84 bl en 2024 para la referencia Brent. Este supuesto sigue siendo relativamente elevado y se ubica por encima de lo observado antes de la pandemia. Esto en un contexto de persistencia en los recortes a la producción por parte de la Organización de Países Exportadores de Petróleo y sus aliados (OPEP+), el bajo nivel de inventarios (Gráfico 2.5, panel B), la respuesta moderada de la inversión en el sector (pese a los altos precios internacionales) y la eliminación abrupta de las fuertes medidas para contener el Covid-19 en China. En general, la incertidumbre sobre la evolución del precio del petróleo es elevada debido a los múltiples choques que afectan este mercado. Por su parte, se espera una reducción anual moderada de los términos de intercambio en 2023. Esto último estaría asociado con los menores precios de los principales bienes exportados por el país (petróleo, carbón y café), lo que se compensaría parcialmente por la moderación de los precios en dólares de las importaciones, como resultado de la normalización en las cadenas globales de suministro (Gráfico 2.6) y las menores presiones de la demanda global.

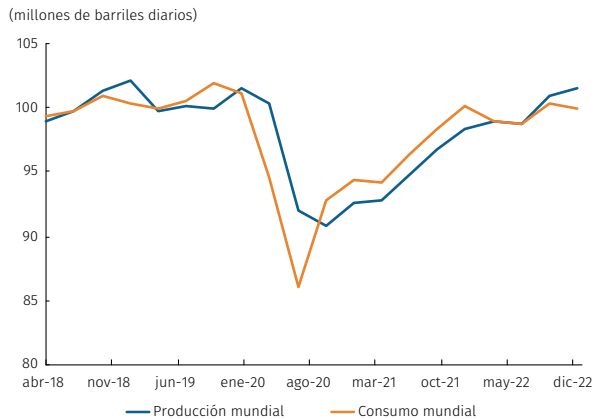
**Para 2023 la inflación mundial se moderaría frente a los altos registros del año anterior en medio del debilitamiento de la demanda, el endurecimiento de la política monetaria, menores precios de las materias primas y la dilución de los choques globales de oferta.** De acuerdo con el Banco Mundial<sup>12</sup>,

11 Dentro de los países que incrementarían su producción se encuentran los Estados Unidos, Noruega, Brasil, Canadá, Guyana, entre otros.  
12 World Bank. 2023. *Global Economic Prospects, January 2023*.

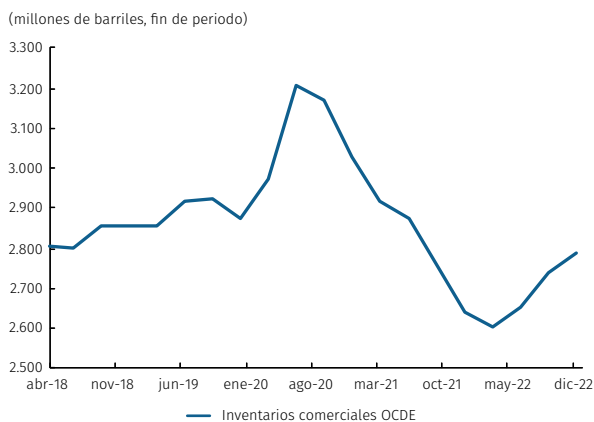


**Gráfico 2.5**  
Mercado mundial de petróleo y otros combustibles líquidos

**A. Balance mundial de producción y consumo**



**B. Inventarios comerciales entre países de la OCDE**



Fuente: Administración de Información Energética de los Estados Unidos.

**Gráfico 2.6**  
Índice de presiones sobre las cadenas globales de suministro<sup>a/</sup>



a/ Para su construcción los autores toman indicadores de costos de transporte internacional (Baltic Dry index, Harpex index, entre otros) y algunos de los componentes de la encuesta de condiciones empresariales (PMI, por su sigla en inglés) para la zona del euro, China, Japón, Corea del sur, Taiwán, el Reino Unido y los Estados Unidos.  
Fuente: Gianluca Benigno, Julian di Giovanni, Jan J. J. Groen, and Adam I. Noble, "A New Barometer of Global Supply Chain Pressures" Federal Reserve Bank of New York Liberty Street Economics.

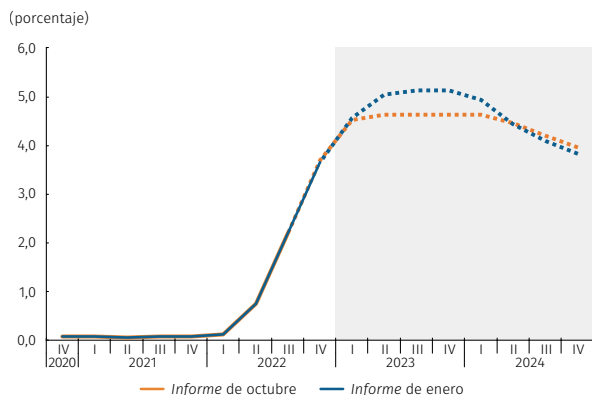
la inflación total global habría alcanzado su máximo del 7,6% en 2022. En particular, la inflación se ubicó por encima de la meta en prácticamente todos los países que han adoptado el esquema de inflación objetivo. Para 2023 y 2024 se presentaría una moderación de la inflación mundial, al ubicarla en el 5,2% y 3,2%, respectivamente, aunque se mantendría por encima de su promedio de los cinco años previos a la pandemia (2015-2019) (2,3%). De acuerdo con este organismo, si bien se espera una reducción en la inflación total para el año en curso, existen señales de que la inflación básica podría ser más persistente. Por su parte, en diciembre la inflación total y la básica anual en los Estados Unidos disminuyeron, ubicándose en el 6,5% y en 5,7%, respectivamente, frente al 7,1% y 6,0% de noviembre (Gráfico 2.2). A la disminución de la inflación total anual han contribuido la reducción de los precios de la energía y las menores presiones inflacionarias sobre los bienes. No obstante, el componente de servicios, en particular los relacionados con la vivienda<sup>13</sup>, y los precios de los alimentos estarían presionando la inflación al alza. Por su parte, para ese mes la inflación anual total en la zona del euro disminuyó, ubicándose en el 9,2% frente al 10,1% de noviembre, mientras que la inflación básica aumentó, ubicándose en el 5,2% frente al 5,0% del mes anterior (Gráfico 2.2). Hacia adelante, en los Estados Unidos y en la zona del euro las expectativas del mercado sugieren que la inflación total continuaría moderándose, aunque para el año en curso la inflación permanecería por encima de su meta (2,0%).

**2.1.3 Desarrollos financieros externos**

**Para 2023 se revisó al alza el supuesto de la tasa de interés de política monetaria en los Estados Unidos y se darían incrementos adicionales en la primera parte del año (Gráfico 2.7). Para 2024 se esperan reducciones en esta tasa, la cual se ubicaría entre el 3,50% y 3,75% a finales del año.** En su reunión del 13-14 de diciembre, el FOMC redujo su ritmo de incrementos y aumentó en 50 pb la tasa de interés de política monetaria, situándola entre el 4,25% y 4,50%, acorde con lo esperado por el equipo técnico en el *Informe* anterior. A su vez, el FOMC indicó que continuaría monitoreando las condiciones del mercado monetario a medida que avanza con su programa de reducción de su hoja de balance. Lo anterior se ha dado en un contexto de estrechez del mercado laboral y una reducción de la inflación y de sus expectativas, aunque se mantiene en niveles superiores a su meta. Al mismo tiempo, para finales de 2023 y 2024 la mediana de las nuevas proyecciones del FOMC considera un nivel de tasa de interés de política monetaria mayor de lo proyectado en el mes de septiembre<sup>14</sup>. Por su parte, para 2023 las encuestas del mercado<sup>15</sup> y los

- 13 Los servicios relacionados con la vivienda aumentaron en términos anuales, al pasar del 7,1% en noviembre al 7,5% en diciembre, mientras que el resto de los servicios se mantuvieron en el 6,4%.
- 14 Para finales de 2023 la mediana de las proyecciones aumentó al 5,1% con respecto al 4,6% de septiembre. Para finales de 2024 este cambio fue del 3,9% al 4,1%.
- 15 Para los últimos trimestres de 2023 la mediana de las encuestas realizadas por la Reserva Federal de Nueva York, tanto a *primary dealers* como a *market participants*, aumentó del 3,88% en septiembre al 4,88% en

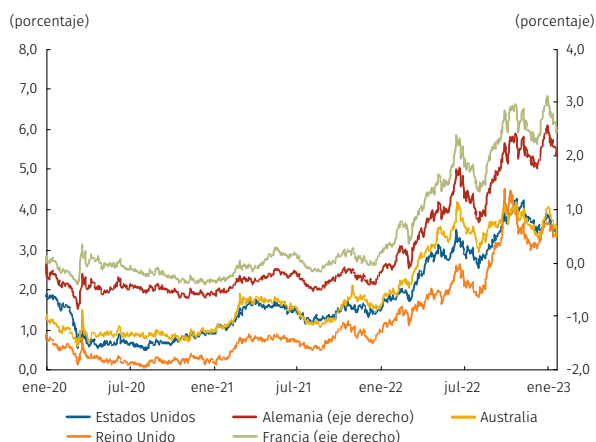
**Gráfico 2.7**  
Supuesto trimestral de la tasa de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos



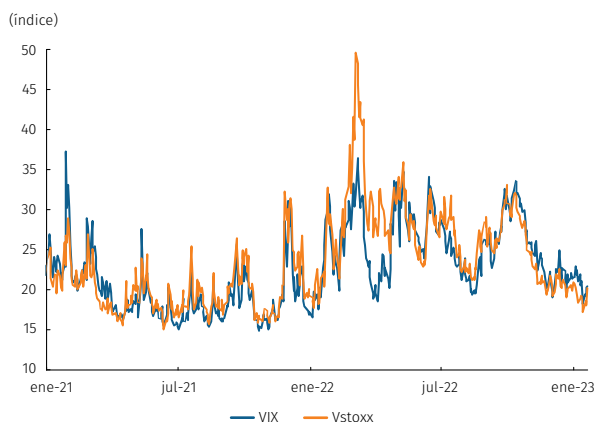
Fuente: Reserva Federal de San Luis; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

**Gráfico 2.8**  
Tasas de interés e indicadores de riesgo en economías avanzadas

**A. Tasas de interés de bonos a diez años de economías avanzadas**



**B. Indicadores de riesgo en las economías avanzadas**



Nota: cifras hasta el 19 de enero de 2023.  
Fuente: Bloomberg.

futuros asociados con la tasa de interés de política monetaria muestran una senda de tasas de referencia que sería más alta de lo contemplado en el informe de octubre. Teniendo en cuenta lo anterior, para el año en curso se revisó al alza el supuesto para la tasa de interés de política monetaria en los Estados Unidos. En particular, se esperan incrementos de 25 pb en cada una de las siguientes tres reuniones, de tal forma que la tasa se ubicaría entre el 5,00 % y 5,25 % en mayo, y se mantendría sin cambios hasta el cuarto trimestre de 2023. A partir del primer trimestre de 2024 se darían reducciones que llevarían la tasa de interés a un rango entre el 3,50 % y 3,75 % a finales de año, en la medida en que la inflación se acerque a su meta. Por otro lado, en diciembre el Banco Central Europeo (BCE) aumentó sus tasas de interés de referencia en 50 pb, moderando su ritmo de incrementos. De acuerdo con las expectativas del mercado, se darían incrementos adicionales en sus tasas de referencia en los próximos meses<sup>16</sup>. En general, los bancos centrales de varios países mantendrían o endu-ecerían su política monetaria con el objetivo de conducir la inflación a su meta.

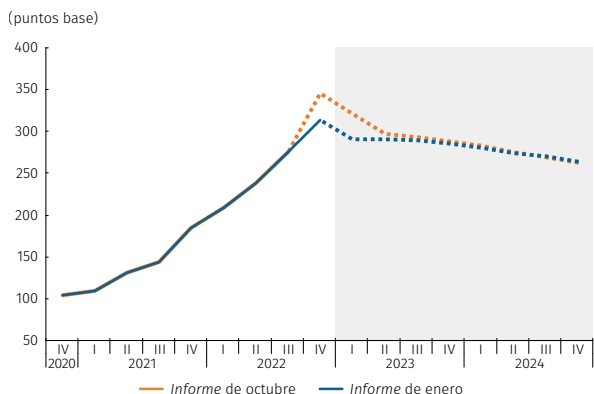
**Durante el cuarto trimestre de 2022 las condiciones financieras internacionales se mantuvieron apretadas.** Por un lado, el promedio de las tasas de interés de los títulos de deuda pública de largo plazo de las economías avanzadas aumentó con respecto al trimestre anterior (Gráfico 2.8, panel A). Asimismo, la curva de rendimientos en los Estados Unidos se mantuvo invertida y alcanzó la mayor pendiente negativa de los últimos cuarenta años (2 meses y 10 años). Además, la liquidez en el mercado de deuda pública estadounidense se redujo en promedio frente al trimestre anterior significativamente. Igualmente, al cierre de 2022 las principales bolsas y mercados de deuda del mundo registraron el peor desempeño en años<sup>17</sup>. Para Colombia los datos de la balanza cambiaria local indican, para el cuarto trimestre del año, salidas por inversión extranjera de portafolio por un valor de USD 343 millones (m). Esto contrasta con los ingresos por USD 965 m registrados en el tercer trimestre del año y con los ingresos por inversiones de portafolio en las economías emergentes por valor de USD 48.600 m durante el cuarto trimestre de 2022, la cifra más alta del año<sup>18</sup>.

**En el horizonte de pronóstico se supone una prima de riesgo para Colombia que sería ligeramente inferior a la del Informe**

diciembre. Por otro lado, para los últimos trimestres de 2024 la mediana de la encuesta a *primary dealers* y a *market participants* pasó del 2,63 % en septiembre al 3,25 % y 3,13 % en diciembre, respectivamente.

- 16 La mediana de la encuesta realizada por el BCE anticipa que la tasa para las principales operaciones de refinanciamiento (MRO) pasaría del 2,50 % en diciembre de 2022 al 3,25 % para finales de 2023, la tasa de facilidad de depósito (DFR) pasaría del 2,00 % a 2,75 %, y la tasa de facilidad marginal de crédito (MLF) pasaría de 2,75 % a 3,50 %.
- 17 Según los índices MSCI en dólares, entre el 31 de diciembre del 2021 y 30 de diciembre del 2022, la bolsa de China cayó un 24 %, las de los países emergentes un 22 %, la Estados Unidos un 21 %, las de Europa un 20 % y la de Japón un 19 %. Por su parte, para el mismo período, el índice *JP Morgan global diversified* para deuda de los países emergentes registró la mayor caída desde su creación en 1994 (-21,6 %).
- 18 Según los datos del Instituto de Finanzas Internacionales (IIF, por su sigla en inglés).

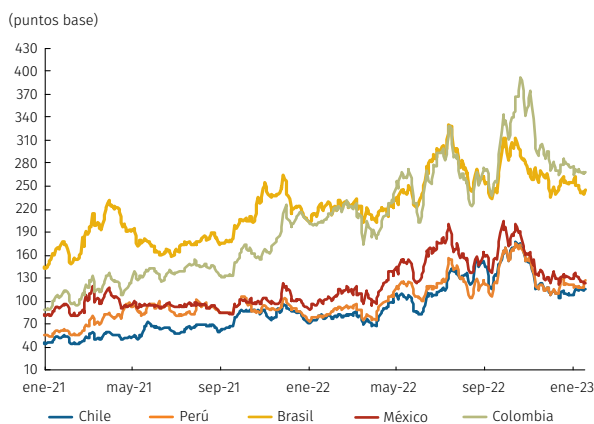
**Gráfico 2.9**  
Supuesto trimestral de la prima de riesgo de Colombia (CDS)<sup>a/</sup>



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

**Gráfico 2.10**  
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 enero de 2023.  
Fuente: Bloomberg; cálculos del Banco de la República.

**de octubre. No obstante, esta se mantendría en un nivel superior a su promedio histórico (Gráfico 2.9).** Durante los últimos dos meses de 2022 los indicadores de volatilidad en los países avanzados (Vix y Vstoxx) se redujeron frente a los máximos alcanzados en octubre (Gráfico 2.8, panel B). Lo mismo sucedió con las primas de riesgo en varios países emergentes (Gráfico 2.10, panel A). En el caso de Colombia, el promedio del *credit default swap* (CDS) a cinco años pasó de 352 pb en octubre (el máximo de los últimos trece años) a 276 pb en diciembre. Sin embargo, la prima de riesgo del país se mantuvo por encima de su promedio histórico y de lo observado antes de la pandemia, al alcanzar un valor de 314 pb para el promedio del cuarto trimestre de 2022 (inferior a los 346 pb esperados por el equipo técnico en el *Informe* de octubre). Igualmente, la fortaleza mundial del dólar se moderó durante los últimos dos meses del año pasado; no obstante, esta tendencia fue menos marcada para el peso colombiano<sup>19</sup> (Gráfico 2.10, panel B). Los altos niveles en los que se mantiene la prima de riesgo para Colombia se registran en medio de factores globales, como la alta incertidumbre geopolítica, la expectativa de incrementos adicionales de tasas de interés en las economías avanzadas, la posibilidad de rebrotes fuertes de Covid-19 tras la apertura de la economía china, y los temores por una recesión económica mundial. A esto se suman aspectos idiosincráticos, como los niveles de déficit fiscal y corriente, así como del endeudamiento público, la incertidumbre local y una calificación crediticia para la deuda en moneda extranjera que se mantiene por debajo del grado de inversión. Teniendo en cuenta lo anterior, se supone una prima de riesgo ligeramente inferior con respecto al *Informe* de octubre, que en promedio alcanzaría los 289 pb en 2023. Para 2024 se espera una reducción y registraría un promedio de 272 pb, acorde con una mejoría del contexto financiero internacional y la reducción esperada de los desbalances macroeconómicos del país.

**Recientemente las condiciones financieras externas que enfrenta la economía han mejorado y podrían estar asociadas con un contexto internacional más favorable.** En lo corrido del año se ha observado una reducción en las tasas de interés de los bonos a largo plazo en los mercados de países desarrollados y un aumento en los precios de activos riesgosos, como las acciones. Esto podría estar asociado con una reducción de la inflación en los Estados Unidos y Europa más rápida de lo previsto, lo cual podría permitir una trayectoria menos restrictiva de la política monetaria en esas regiones. En este contexto, los riesgos de recesión mundial se han moderado y el apetito global por riesgo ha aumentado. Consecuentemente, en las últimas semanas el peso se ha apreciado significativamente y las tasas de interés de los TES se han reducido. Al 24 de enero de 2023 la prima de riesgo (CDS) siguió reduciéndose y alcanzó 261 pb, mientras que el peso colombiano mostró una

19 Las monedas de las economías emergentes (medidas a través del *Emerging Market Currency Index* de JP Morgan) se apreciaron 2,1% en noviembre y 2,7% en diciembre con respecto al valor promedio registrado en octubre. Por el contrario, el peso colombiano se depreció mensualmente cerca del 4% en noviembre, mientras que se apreció cerca del 3% en diciembre.

tendencia a la apreciación<sup>20</sup>. De consolidarse esta tendencia, las presiones inflacionarias de la tasa de cambio podrían ser menores de lo incorporado en el pronóstico macroeconómico.

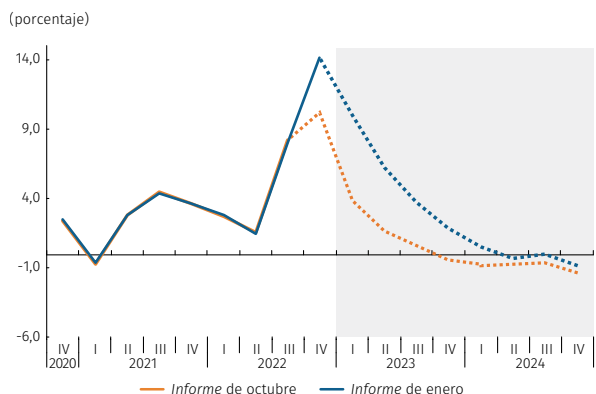
## 2.2 Proyecciones macroeconómicas<sup>21</sup>

### 2.2.1 Inflación

**En este Informe se revisó fuertemente al alza la proyección para la inflación al consumidor en el horizonte de pronóstico, aunque se sigue esperando que esta se encauce en una senda de convergencia gradual a la meta a partir del primer trimestre de 2023, resultado, en parte, del ajuste de la política monetaria.** Las sorpresas al alza en la inflación registradas en el cuarto trimestre, las mayores presiones cambiarias acumuladas a finales de 2022 y la indexación a niveles más altos de inflación fueron los principales factores que llevaron a incrementar la senda de inflación para todo 2023 y parte de 2024. Para el presente año se espera que las presiones cambiarias acumuladas sigan siendo importantes y superiores a las previstas anteriormente, aunque deberían ceder paulatinamente, como lo sugiere la brecha inflacionaria del tipo de cambio real (Gráfico 2.11). Al descenso esperado de la inflación también debería contribuir la disminución gradual de los precios y costos internacionales, fenómeno que comenzó a observarse en los últimos meses de 2022 y que debería continuar en 2023. A lo anterior se sumaría un aumento de la oferta agropecuaria gracias a la superación de diversos choques de oferta que se presentaron en el cuarto trimestre de 2022, a la normalización del clima, a los incentivos debidos a los altos precios de finales del año anterior y a la superación de los cuellos de botella en las cadenas de producción de algunos sectores derivados de los bloqueos viales de mediados de 2021. En la medida en que avance el año, las anteriores presiones bajistas serían reforzadas por una reducción paulatina de los excesos de demanda, en un entorno de una política monetaria que se ubica en terreno contractivo. Todo ello permitiría que la inflación total anual caiga al 8,7% al cierre de 2023, y que registre un 3,5% para finales de 2024 (Gráfico 2.12).

**La inflación básica debería reducirse gradualmente en el horizonte de pronóstico de la mano de la dilución de los choques de oferta y de los efectos esperados del ajuste de la política monetaria. No obstante, esta seguiría una senda superior a la esperada en el Informe anterior, dado el importante peso de la indexación y la depreciación acumulada.** Debido a estos factores y a las sorpresas registradas en varias subcanastas, se pospuso el descenso de la inflación básica hacia el segundo semestre de 2023 (Gráfico 2.13). Buena parte de los bienes y algunos servicios con ponderaciones importantes en la subcanasta del consumidor (como las comidas fuera del hogar,

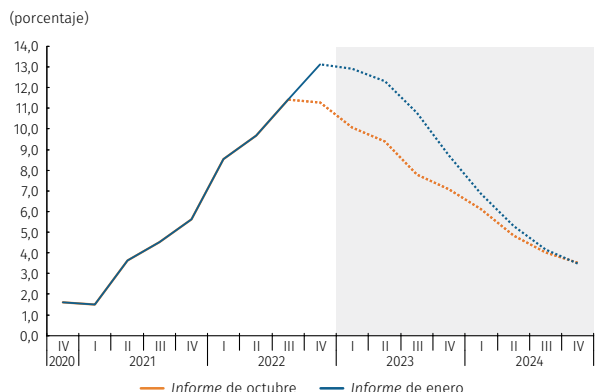
Gráfico 2.11  
Brecha inflacionaria del TCR trimestral<sup>a/</sup>  
(variación anual, fin de periodo)



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.

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

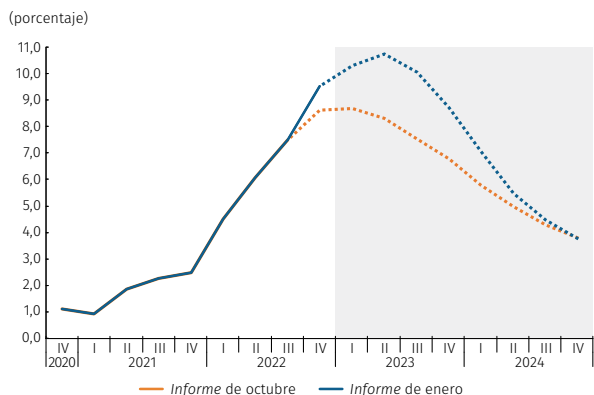


Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

20 Entre el 1 y el 23 de enero de 2023 la tasa de cambio (TRM) se ha reducido en COP 259, lo que refleja una apreciación del peso colombiano del 5,4% en ese periodo.

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

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

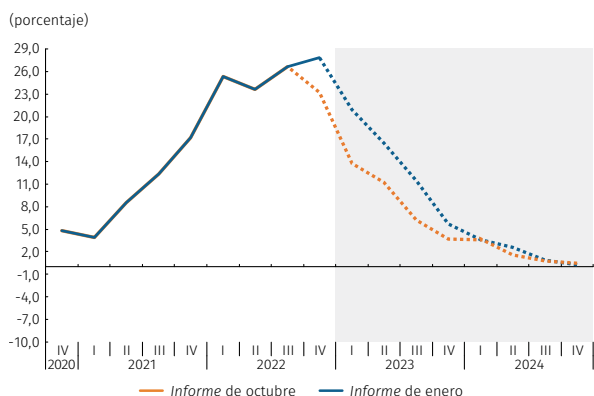


Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

vía alimentos procesados, el turismo, seguros de automóviles, entre otros) seguirían enfrentando presiones alcistas directas o indirectas (vía costos) asociadas con una depreciación acumulada más alta que la considerada en el *Informe* anterior. Estas presiones se dan en un entorno en el que la brecha del producto seguiría siendo positiva. En la medida en que avance el año, las presiones cambiarias se reducirían y la brecha del producto se cerraría, lo que, junto con las caídas esperadas de los precios y costos externos, permitiría quebrar la tendencia ascendente de la inflación básica. Dentro de esta subcanasta, la variación anual del IPC de servicios solo empezaría a ceder a finales de 2023 y seguiría una senda mayor que la esperada en el *Informe* anterior, dado el peso que tienen en ella la indexación y el aumento del salario mínimo, este último algo más alto que lo previsto en el *Informe* de octubre. A esto se añade el choque alcista esperado a comienzos del año por cuenta del restablecimiento completo de los impuestos indirectos a los tiquetes aéreos, a los servicios asociados con el turismo y a las comidas fuera del hogar. La senda de la variación anual del IPC de bienes se revisó al alza por cuenta de la depreciación acumulada; no obstante, se espera un descenso desde comienzos del año gracias a que las presiones cambiarias empezarían a ceder y a que deberían diluirse los choques asociados con la reversión de impuestos indirectos y los días sin IVA, que doce meses atrás llevaron a aumentos considerables en esta subcanasta. Con todo esto en cuenta, se espera que la inflación básica (SAR) a finales de 2023 se sitúe en un 8,7%. Para 2024 este indicador debería continuar con una senda de convergencia hacia la meta, apoyada en la reversión total de los choques de oferta, en la reducción plena de los excesos de demanda y en el reanclaje de las expectativas de inflación en su meta, gracias, en buena parte, al papel de la política monetaria. Para finales de dicho año se prevé una inflación básica del 3,8%.

**La senda para la variación anual del IPC de alimentos se revisó al alza dadas las sorpresas alcistas observadas a finales de 2022. Sin embargo, se sigue esperando su descenso a partir del primer trimestre de 2023 en la medida en que se superen los choques de oferta y cambiarios.** La mayor depreciación acumulada del peso y las afectaciones en la oferta de algunos alimentos, en parte debido a los prolongados excesos de lluvias, soportan la senda más alta de pronóstico para el ajuste anual del IPC de alimentos. En este *Informe* se estima que durante el primer trimestre de 2023 dichos precios seguirán afectados por choques de oferta asociados con el clima. A lo anterior se suma un ajuste del salario mínimo por encima de lo previsto en el *Informe* anterior. No obstante, se sigue esperando un descenso sustancial en este indicador a lo largo de todo el año debido, especialmente, al papel que debería desempeñar la reducción de precios y costos internacionales, la disolución de los choques cambiarios y la recuperación de la oferta interna de los alimentos perecederos. Esto último, gracias a la normalización de las condiciones climáticas y a los altos precios internos que se han observado en los últimos meses, los cuales deberían estimular la inversión en el sector. Tomando esto en cuenta, se espera que la variación anual del IPC de alimentos cierre en 2023 en el 5,7% y en 2024 en el 0,3% (Gráfico 2.14).

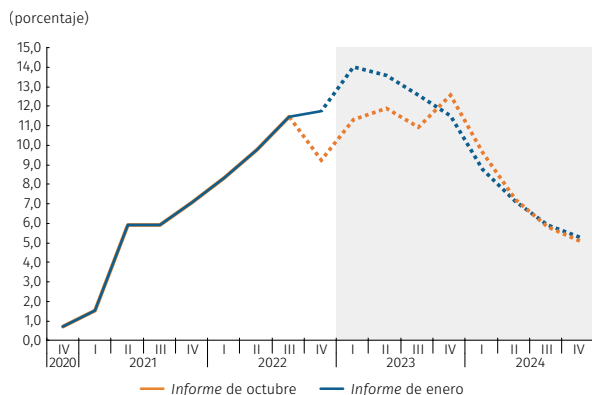
**Gráfico 2.14**  
IPC alimentos  
(variación anual, fin de periodo)



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



Gráfico 2.15  
IPC regulados  
(variación anual, fin de periodo)

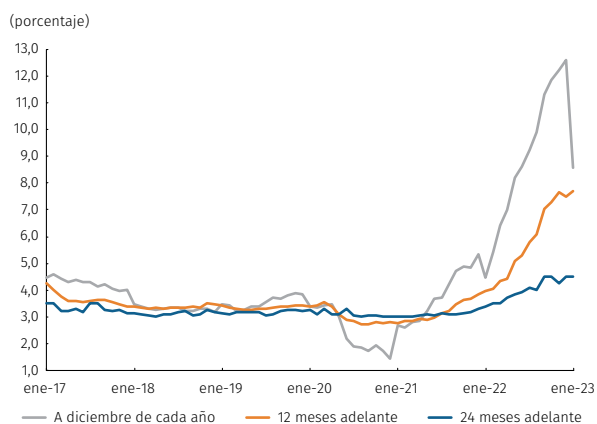


Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

La evolución del IPC de regulados seguiría sometida a importantes presiones alcistas a causa de la indexación en 2023 y dependería en buena parte de las decisiones que tomen las autoridades sobre el precio de los combustibles y de la energía eléctrica. La proyección del ajuste anual del IPC de esta subcanasta se revisó al alza para los primeros tres trimestres de 2023 debido a las mayores presiones alcistas provenientes de los altos niveles alcanzados por el IPC, el IPP, la tasa de cambio y los precios internacionales de algunas materias primas a finales de 2022, todo lo cual incide en las fórmulas tarifarias de los servicios públicos y demás regulados. Por su parte, luego de incorporar el incremento efectuado en enero de COP 400 en el precio de la gasolina, el IPC de combustibles continuaría con ajustes muy similares a los previstos en el Informe anterior. En cuanto al IPC de electricidad, los ajustes previstos tienen en cuenta los acuerdos tarifarios entre el Gobierno y varias empresas prestadoras del servicio. Debido a que las presiones cambiarias cederían en el mediano plazo, a que el precio internacional del petróleo se mantendría estable y a que la inflación al consumidor empezaría a ceder, se pronostica para 2024 un descenso importante de la variación anual del IPC de regulados. Así las cosas, la variación anual de esta subcanasta seguiría aumentando hasta el primer trimestre de 2023 (14,0%), pero a partir del segundo trimestre adoptaría una tendencia decreciente que la llevaría a cerrar el año en un 11,5% y 2024 en un 5,3% (Gráfico 2.15).

Frente a las cifras de octubre, las expectativas de inflación a un año volvieron a aumentar, hacia dos años permanecen estables y las derivadas de los *break even inflation* (BEI) a plazos más largos descendieron. No obstante, a todos los plazos se mantienen muy por encima de la meta. Las expectativas de los analistas económicos, obtenidas a partir de la encuesta mensual del Banco de la República aplicada entre el 6 y el 12 de enero (Gráfico 2.16), sugieren una inflación total mediana para finales de 2023 del 8,6% (6,7% en la encuesta de octubre) y del 8,0% para la inflación sin alimentos (6,3% en la encuesta de octubre). Para el final de 2024, según los resultados de la encuesta, estas medidas se situarían en el 5,0% y el 4,6%, respectivamente. Adicionalmente, en dicha encuesta la expectativa para la inflación total a dos años se mantuvo en el 4,5%, mientras que a cinco años tuvo un leve incremento al 3,4% (3,1% en la encuesta de octubre). Por su parte, con información al 20 de enero, las expectativas estimadas con base en los bonos de deuda pública (BEI), ajustados por las primas de riesgo inflacionario y de liquidez<sup>22</sup>, muestran unas expectativas de inflación que, a dos, tres y cinco años se ubican en

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



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.

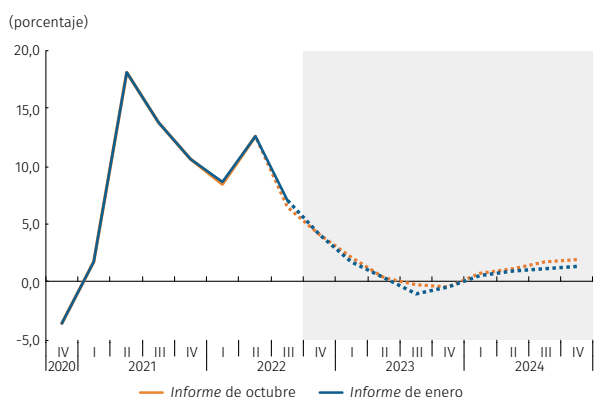
22 Las expectativas de inflación netas de primas se calculan como el diferencial de las tasas nominales y reales libres de riesgo extraídas de los mercados de deuda pública local a diferentes plazos (Abrahams *et al.*, 2015; Espinosa *et al.*, 2015). En este sentido, la denominada “prima por riesgo inflacionario”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

el 8,2%, 7,5% y 6,4%, respectivamente (8,3%, 7,7% y 6,6%, en su orden, en octubre).

## 2.2.2 Actividad económica

**Los indicadores disponibles de la actividad económica sugieren que a finales de 2022 la economía colombiana habría entrado en una fase de crecimiento más lento, compatible con una senda del PIB más sostenible en el largo plazo.** Lo anterior se daría después de que, durante el tercer trimestre, la economía alcanzara niveles del PIB sorprendidos e históricamente altos, como se explica en el capítulo 3 de este *Informe*. Para el cuarto trimestre de este año los indicadores disponibles sugieren que la actividad económica habría moderado su ritmo de crecimiento, acorde con un contexto interno y externo menos favorables, a raíz de los aumentos de la inflación, una política monetaria más restrictiva, una baja en la confianza de empresarios y consumidores, una moderación del crecimiento del crédito y una desaceleración de la economía de los socios comerciales. En este contexto, se espera un crecimiento anual del PIB del 4,1% (Gráfico 2.17) (similar al 4,2% previsto en el *Informe* de octubre), el cual implicaría una atenuación importante en el ritmo de expansión frente a lo observado en trimestres pasados y unos niveles de actividad económica que se mantendrían muy similares a los registrados en el tercer trimestre, con un crecimiento trimestral (DAEC) del -0,2%. Por el lado de la oferta, que es en donde más información se dispone a la fecha, las actividades artísticas y de entretenimiento, de información y comunicaciones, y la construcción serían los sectores más dinámicos; mientras que las actividades agropecuarias continuarían registrando un pobre desempeño, con niveles inferiores a los observados un año atrás. Cabe señalar que, aunque el pronóstico macroeconómico incluye una desaceleración marcada de la economía, no puede descartarse un ajuste aún mayor de la absorción interna. Esto por cuenta de los efectos acumulados de unas condiciones financieras externas e internas más apretadas, entre otras razones.

Gráfico 2.17  
PIB trimestral<sup>a/</sup>  
(variación anual)



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

**En el cuarto trimestre se prevé una escasa expansión trimestral del consumo total, como resultado de una moderación en el gasto de los hogares.** Después de presentar una caída en el tercer trimestre frente a los muy altos niveles alcanzados en el segundo, el consumo privado se habría estabilizado en los últimos meses del año, según lo sugieren diversos indicadores. De esta forma, para este *Informe* se espera un crecimiento trimestral para el consumo privado cercano al 0%, lo que, no obstante, implica un crecimiento anual que sigue siendo importante, dados los muy altos niveles de gasto que habrían seguido presentándose. En particular, el consumo de servicios habría continuado dinámico, con un leve aumento entre trimestres, pero con alguna desaceleración frente a periodos anteriores. Por su parte, el consumo de bienes habría presentado un retroceso frente al registro del tercer trimestre, concentrado en los segmentos durable y semidurable. A todo lo anterior apuntan cifras como el indicador de seguimiento a la economía (ISE)

expectativas de inflación, prima por riesgo inflacionario y un componente de liquidez.

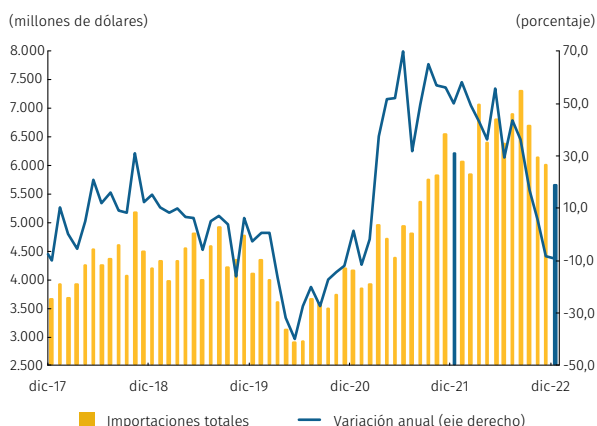
terciario, las de ventas al por menor, las de transacciones de bancos comerciales, las de importaciones de bienes de consumo, las de matrículas de vehículos y los desembolsos de crédito de consumo. En general, la moderación del consumo de los hogares sería el resultado del agotamiento de los excesos de ahorro acumulados durante la pandemia, de una política monetaria que habría cerrado en 2022 en terreno contractivo, del deterioro de la confianza de los consumidores y de la ausencia de estímulos adicionales como los días sin IVA, entre otros factores. Por otro lado, el componente público del consumo habría continuado creciendo trimestralmente, en buena parte impulsado por los gastos salariales asociados con la contratación pública y por el mayor gasto en educación (producto del retorno a la presencialidad). Dado todo lo anterior, se espera que el consumo total crezca un 4,3% en términos anuales y un 0,4% en términos trimestrales.

**Para los últimos meses del año se espera un retroceso de la inversión después de los altos niveles alcanzados en trimestres anteriores.** Esta disminución se habría concentrado en la inversión en maquinaria y equipo, según lo sugieren las cifras preliminares de importaciones a diciembre, las cuales apuntan a un menor gasto en equipo de transporte. Cabe señalar que, pese a esta reducción, los montos de esta inversión habrían seguido siendo altos y no muy lejanos de los máximos históricos observados en los trimestres anteriores. Para la inversión en construcción se esperan unos niveles algo mejores a los observados en el tercer trimestre, sobre todo gracias a las obras civiles. Estas, sin embargo, habrían seguido lejos de recuperar los niveles prepandemia. Por su parte, la inversión en vivienda debería mantenerse en los niveles relativamente altos del trimestre anterior. De esta forma, y pese a un decrecimiento trimestral, la formación bruta de capital fijo en conjunto habría continuado presentando una tasa de crecimiento anual de dos dígitos.

**El escaso crecimiento del consumo y la reducción de la inversión implican una moderación sustancial en el ritmo de crecimiento trimestral de la demanda interna.** Para el cuarto trimestre la demanda interna no habría crecido en términos trimestrales, lo que contrasta con el importante dinamismo que se observó desde mediados del año pasado. Esto sugiere que la economía estaría entrando en una fase de crecimiento más acorde con sus valores sostenibles de largo plazo y con la convergencia de la inflación a la meta. De todas maneras, al igual que sucede con otros componentes del PIB, los altos niveles alcanzados por la demanda interna en el tercer trimestre garantizan un crecimiento anual importante, que seguiría siendo superior al del promedio de la actividad económica en conjunto.

**El menor dinamismo de la demanda interna habría llevado a una reducción en las importaciones en pesos constantes, lo que habría permitido alguna corrección en el déficit comercial.** Las cifras preliminares a diciembre sugieren que la disminución de las importaciones en el cuarto trimestre habría sido, principalmente, consecuencia de las menores compras de materias primas y bienes de capital (Gráfico 2.18). Así, los niveles de las importaciones se habrían ubicado en valores cercanos a los registrados en el segundo trimestre, que en

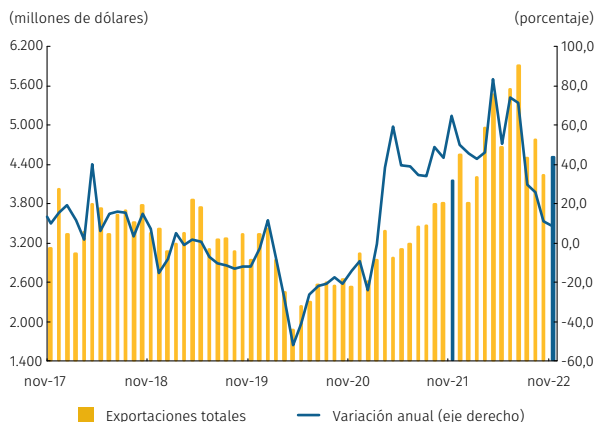
Gráfico 2.18  
Importaciones totales de bienes (CIF)  
(mensual)



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



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

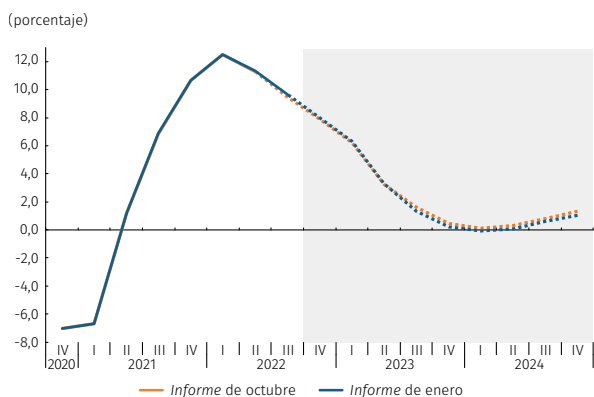


Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

todo caso continúan siendo altos y muy superiores a los de prepandemia. Con respecto a las exportaciones, las cifras observadas a noviembre apuntan a una leve caída de este componente, aunque menor que la de las importaciones (Gráfico 2.19). Este comportamiento estaría explicado por un retroceso de las ventas externas de ferróníquel, café, carbón y petróleo. Se prevé también alguna moderación en el desempeño de las exportaciones no tradicionales al cierre del año. En contraste, las exportaciones de servicios habrían continuado mostrando un dinamismo importante, impulsadas por el turismo de no residentes. Como resultado de todo lo anterior, el déficit externo en pesos constantes habría presentado alguna corrección, con lo cual su contribución a la variación anual del PIB habría sido menos negativa.

**Con todo lo anterior, en este Informe se pronostica un crecimiento del PIB del 8,0% para todo 2022, cifra similar a la estimada en el informe anterior (7,9%) (Gráfico 2.20).** Esta corrección obedecería principalmente a la sorpresa del crecimiento en el tercer trimestre de 2022, la cual se habría dado por una mejor dinámica de la demanda interna que lo esperado en el Informe de octubre, especialmente por el impulso de la inversión en vivienda en dicho periodo. Con este crecimiento, el PIB de todo 2022 sería cerca del 11% superior al de 2019. Estos niveles de actividad económica han estado acompañados de aumentos importantes en los desbalances macroeconómicos, tal como la ampliación del déficit externo. Además, aún se observan importantes disparidades en el ritmo de crecimiento por el lado de la oferta, con sectores productivos como construcción y minería que siguen sin recuperar sus niveles de prepandemia.

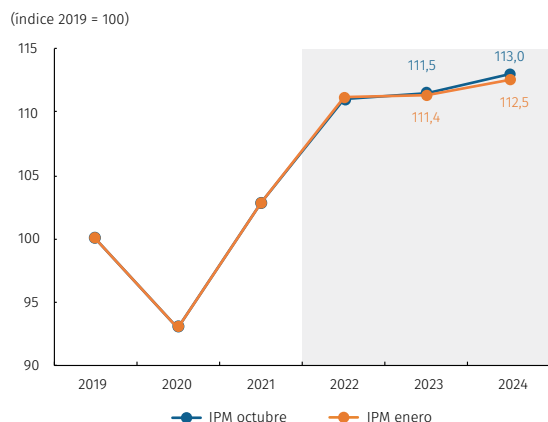
**Gráfico 2.20**  
Producto interno bruto, acumulado 4 trimestres<sup>a/</sup>  
(variación anual)



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

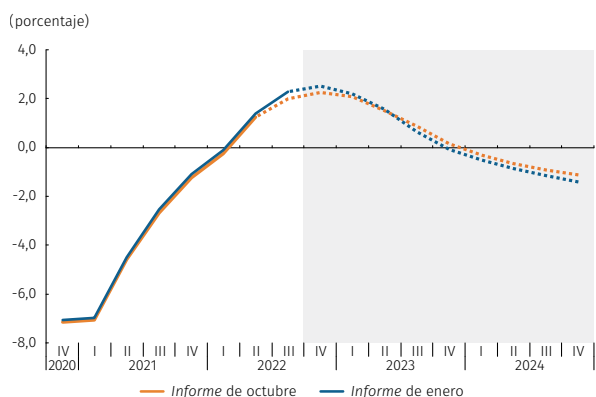
**Para el presente año y para 2024 la economía colombiana enfrentaría ritmos de expansión relativamente bajos, los cuales le permitirán reducir gradualmente los excesos de demanda y converger hacia niveles más compatibles con el cumplimiento de la meta de inflación en el largo plazo.** El escenario central de pronóstico contempla para el presente y siguiente año unas condiciones externas menos holgadas, con unos costos de financiamiento altos y una prima de riesgo país también alta. A esto se sumaría un crecimiento de los socios comerciales en 2023 menor que el contemplado en informes pasados, en un contexto de alta inflación externa y una política monetaria global más restrictiva. No obstante, se supone que la economía colombiana continuaría manteniendo acceso al financiamiento externo. En el frente interno, lo anterior se traduce en unas condiciones financieras menos holgadas, a lo que se suma una menor confianza de los consumidores en un entorno de alta inflación y menores perspectivas de crecimiento. Todos estos factores llevarían a una caída del consumo total en niveles, principalmente en la primera mitad de 2023 y un escaso crecimiento para el resto del horizonte de pronóstico. Por su parte, la inversión también perdería buena parte de su actual dinamismo, con pequeños retrocesos a lo largo de 2023, pero manteniendo niveles superiores a los estimados en el Informe anterior. En 2023 el aporte positivo a la inversión debería provenir del componente de obras civiles, gracias al impulso que deben darle los avances en los programas de los gobiernos locales y regionales. Dado lo anterior, se sigue contemplando una desaceleración importante de la

Gráfico 2.21  
Niveles del PIB



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

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



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

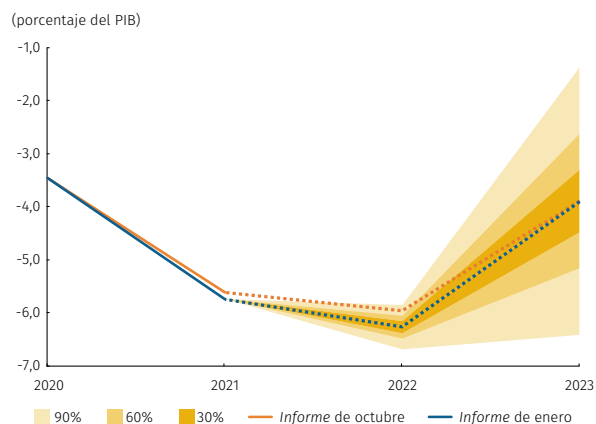
Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

actividad económica frente al crecimiento observado en 2021 y 2022. Así, se prevé un crecimiento del PIB del 0,2% para 2023 y una ligera aceleración en 2024, con un crecimiento del 1,0% (frente al 0,5% y 1,3% contemplados en el *Informe* de octubre, respectivamente) (Gráfico 2.21). Es importante resaltar que estas estimaciones siguen rodeadas de una alta incertidumbre por cuenta de riesgos internos y externos que pueden afectar los factores fundamentales implícitos en este pronóstico.

**Dado el comportamiento reciente del mercado laboral y las previsiones en materia de actividad económica contempladas en este Informe, se estima que la tasa de desempleo presente incrementos durante 2023 y que, en promedio, se ubique en el 11,3% (en un rango entre el 9,8% y 12,9%).** La información disponible de la GEIH muestra un mercado laboral que registra crecimientos anuales del empleo. Sin embargo, en los últimos meses la ocupación ha permanecido estable, lo que responde a una dinámica dispar entre el dominio urbano y rural; el primero ha continuado creciendo, mientras que el segundo presenta contracciones. En relación con la posición ocupacional, el segmento no asalariado es el que se ha contraído en los últimos meses, mientras que el asalariado continúa creciendo. No obstante, otras fuentes de información de empleo asalariado y formal, como los registros de cotizantes a pensión de la PILA y los afiliados a cajas de compensación familiar, muestran una expansión más moderada y con señales de estabilización. Otros indicadores de demanda laboral, como es el caso de la tasa de vacantes, aunque se mantienen en niveles altos, exhiben una rápida contracción en el margen. Por su parte, la tasa de desempleo (TD) desestacionalizada del agregado nacional se ha mantenido estable durante los últimos meses por cuenta de contracciones en el área urbana y ligeros incrementos en el área rural, acordes con el comportamiento del empleo. Con información a noviembre, la TD en trimestre móvil se ubicó en el 10,8% para el agregado nacional (véase el capítulo 3). A partir de esta dinámica y del escenario macroeconómico contemplado en este Informe, se estima que la TD presentaría incrementos durante 2023. En particular, la TD del agregado nacional, en su promedio anual, podría ubicarse entre el 9,8% y 12,9%, con un 11,3% como valor más probable. En el caso del área urbana su promedio anual podría situarse entre el 9,4% y 12,5%, con 11% como valor más probable. Estas proyecciones sugieren una brecha de desempleo urbana negativa, lo que implica un mercado laboral apretado y que podría estar generando presiones inflacionarias. Sin embargo, se espera que estas presiones empiecen a ceder durante 2023, dada la desaceleración prevista de la actividad económica (véase el *Reporte de Mercado Laboral* de enero de 2023).

**El fuerte crecimiento del PIB en 2022, en particular del consumo privado, acompañado de aumentos en la inflación, resulta en la estimación de una brecha del producto positiva que refleja excesos de demanda. Se prevé que dichos excesos desaparezcan hacia finales de 2023 y que en 2024 la brecha se sitúe en terreno negativo (Gráfico 2.22).** El comportamiento señalado del PIB, la demanda interna y el mercado laboral, así como las sorpresas al alza en la inflación total y los diferentes indicadores de inflación básica, sugieren que la economía colombiana está operando por encima de su capacidad

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



a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para 2022 y 2023. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), usando como referencia, principalmente, las densidades del Patacon.

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

Fuente: Banco de la República.

productiva. De esta forma, para 2022 el escenario central de pronóstico de este *Informe* contempla una brecha del producto anual positiva (2,5%), algo superior a la estimada en el *Informe* de octubre (2,3%), con un producto potencial que crecería en todo el año un 4,3%. Para 2023 se espera que dichos excesos de demanda desaparezcan gradualmente, acorde con unas condiciones financieras externas que serían más apretadas, una corrección proyectada de la demanda interna, un ajuste fiscal esperado y una política monetaria en terreno contractivo. Así, se prevé que la brecha del producto anual para finales de 2023 se situé en valores cercanos a cero, para luego ubicarse en terreno negativo (-1,4%) durante 2024. Estas estimaciones serían compatibles con un producto potencial que registraría ligeros aumentos en sus niveles y que crecería a tasas anuales del 2,8% en 2023 y 2,4% en 2024. Cabe señalar que estas estimaciones están rodeadas de una gran incertidumbre por cuenta de los riesgos internos y externos mencionados en otras secciones de este *Informe*.

### 2.2.3 Balanza de pagos

**En 2022 el déficit de la cuenta corriente habría ascendido al 6,3% del PIB (USD 21.366 m), incrementándose frente al observado en 2021 (5,7% del PIB) (Gráfico 2.23)**<sup>23</sup>. El alto desbalance externo en 2022 habría sido consecuencia, principalmente, del crecimiento de la demanda interna, las presiones de precios y costos internacionales, los mayores egresos por el servicio de la deuda externa y el buen comportamiento de las utilidades de las empresas extranjeras<sup>24</sup>. En particular, el alto desempeño del consumo explicó la expansión de las importaciones de bienes y servicios, cuya dinámica también se vio impulsada por los mayores precios internacionales de bienes para la producción, como los insumos para la industria y agricultura, y los combustibles. Adicionalmente, el déficit externo se habría incrementado por los mayores intereses de la deuda externa y el aumento de los fletes internacionales. Por su parte, los altos precios de las exportaciones, el incremento en las llegadas de turistas internacionales, el crecimiento de la demanda externa por bienes no tradicionales, junto con remesas de trabajadores históricamente altas, habrían mitigado la expansión del déficit corriente. Cabe resaltar que las cantidades exportadas de los principales bienes tradicionales no crecieron significativamente en 2022, y en algunos casos, como en el del café, se observaron caídas anuales, lo que impidió un crecimiento mayor de las exportaciones. Finalmente, la estimación del déficit para 2022 fue revisada al alza frente al *Informe* de octubre (6,0% del PIB).

23 Para los primeros tres trimestres de 2022, el déficit corriente representó el 6,4% del PIB. Los altos egresos netos de la renta factorial y el desbalance comercial explicaron este resultado. Por su parte, para el cuarto trimestre se espera un déficit en la cuenta corriente cercano al 5,9% del PIB, lo que representa una corrección frente a lo observado en lo corrido del año. El menor déficit en el cierre de 2022 se daría por el efecto de la desaceleración de la actividad económica en los egresos corrientes y un aumento de los ingresos por remesas.

24 En el agregado de la cuenta corriente, las presiones a un mayor déficit externo provienen de aquellas empresas con IED enfocadas en el mercado interno. Por el contrario, las utilidades de los sectores mineroenergéticos se ven más que compensadas por los ingresos externos que estos generan vía exportaciones.

**En 2023 el déficit de la cuenta corriente se reduciría al 3,9% del PIB (USD 13.595 m), de acuerdo con el ajuste esperado de la demanda interna (Gráfico 2.23).** La moderación prevista de la actividad económica, en particular el ajuste del consumo total desde los niveles de 2022, se reflejaría en la reducción de los egresos externos del país, en especial de las importaciones y de las utilidades de las empresas extranjeras que operan en el mercado local. La disminución de los egresos externos también respondería a la reducción de los precios internacionales de las materias primas, que afectaría la generación de utilidades en los sectores extractivos, como el minero y petrolero, y disminuiría el valor nominal de las importaciones de insumos y combustibles. Asimismo, los menores pagos por transporte de mercancías y un buen desempeño del turismo internacional contribuirían a la corrección prevista del desbalance externo. Por otro lado, en la proyección del déficit corriente para 2023 se incorporan algunas dinámicas que limitarían una corrección anual más pronunciada. Concretamente, se contempla una caída de las exportaciones tradicionales, dados unos menores precios y niveles de producción relativamente bajos de las principales materias primas (como el petróleo, el carbón y el café), mayores intereses de la deuda externa, la desaceleración del crecimiento de los socios comerciales, y una caída en los ingresos por remesas de trabajadores debido al deterioro previsto del mercado laboral en los países donde residen los migrantes. La proyección de la balanza de pagos incorpora en 2023 una reducción anual moderada de los términos de intercambio, como resultado de una disminución mayor de los precios de los productos exportados frente a los importados. Desde la perspectiva del balance macroeconómico de ahorro e inversión, el ajuste del déficit en la cuenta corriente estaría acorde con la reducción del desbalance fiscal. Cabe resaltar que se mantiene una incertidumbre elevada sobre las condiciones financieras y económicas locales y mundiales, lo que implica que persisten los riesgos en las proyecciones de las cuentas externas.

**En 2023 el país conservaría el acceso al financiamiento externo, aunque bajo unas condiciones financieras apretadas y una alta volatilidad en los mercados de capitales.** En 2022 el aumento de las tasas de interés internacionales de referencia y la mayor percepción de riesgo local significaron mayores costos de financiamiento, condiciones que se mantendrían en el presente año, en particular por mayores aumentos esperados de las tasas de interés externas. No obstante, en el horizonte de pronóstico los flujos de capitales continuarían financiando el desbalance externo del país. En particular, la IED seguiría financiando una proporción mayoritaria del déficit corriente. No obstante, en 2023 se reduciría desde los altos niveles de 2022<sup>25</sup> debido a la moderación de la actividad económica, la disminución esperada en los precios de los hidrocarburos y una alta base de comparación dada por operaciones puntuales en la primera parte del año anterior<sup>26</sup>. En cuanto al resto de flujos de capital asociados con el sector privado, en 2022 se habrían observado entradas de capital por endeudamiento externo, compensadas, en buena parte, por constituciones de activos en el exterior por parte de residentes. Para 2023 se espera que el sector privado incremente sus activos externos netos diferentes a la IED. De igual manera, el sector público, que en 2022 aumentó sus pasivos externos para obtener financiamiento, contribuiría a la financiación externa en 2023, aunque lo haría a menores ritmos anuales, según lo indican las perspectivas de reducción del déficit fiscal.

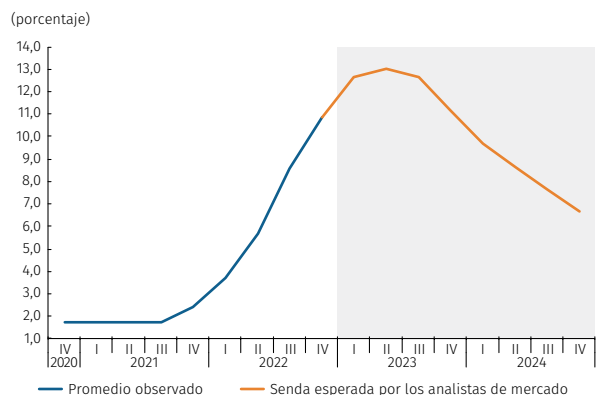
#### 2.2.4 Política monetaria y tasas de interés esperadas por los analistas

**La mediana de la tasa de interés de política esperada por los analistas se ubica en el 12,7% durante el primer trimestre de 2023 (mediana del 13% para la reunión de**

25 En 2022, el crecimiento de la IED estuvo asociado con el crecimiento económico, los precios altos del petróleo y el carbón, y flujos de capitales puntuales para la adquisición de empresas colombianas.

26 En particular, las entradas de capitales para la compra de acciones de Nutresa y Grupo Sura se observaron en el primer trimestre de 2022 y fueron contabilizadas como IED y como endeudamiento externo del sector privado.

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



a/ Estas proyecciones son calculadas como el promedio de la tasa que estaría vigente en cada trimestre de acuerdo con la mediana de las respuestas mensuales de la *Encuesta de expectativas de analistas económicos* realizada por el Banco de la República en enero de 2023.  
Fuente: Banco de la República.

enero) y en un 11,2% para el último trimestre del año (Gráfico 2.24). De acuerdo con la *Encuesta mensual de expectativas* del Banco de la República, aplicada a los analistas a comienzos de enero, la mediana de las respuestas sugiere que la tasa de interés de política vigente durante el primer trimestre de 2023 se ubicaría en un 12,7%, alcanzaría un valor máximo del 13% en el segundo trimestre del año y cerraría 2023 en un 11,2%. Para el promedio del cuarto trimestre de 2024 la mediana de los analistas se ubica en el 6,7%. En el horizonte de pronóstico contemplado en este *Informe*, las presiones acumuladas de la tasa de cambio, una brecha de producto positiva en 2023 y la persistencia de los choques de oferta que han afectado a la inflación, resultan en un pronóstico de la senda de inflación superior al del *Informe* anterior, lo cual es compatible con incrementos de la tasa de interés de política como los que viene realizando la JDBR. Dichos incrementos y el camino futuro que sigan las tasas de interés también son coherentes con una convergencia gradual de la inflación hacia su meta en el horizonte de política monetaria. Cabe resaltar que el pronóstico de inflación de los analistas para finales de 2024 es superior al del equipo técnico. Con todo esto, la senda esperada por el equipo técnico para la tasa de política es, en promedio para un horizonte de ocho trimestres, mayor de lo anticipado por el mercado en la encuesta de enero de 2023.

### 2.3 Balance de riesgos del pronóstico macroeconómico

**Aunque varios de los riesgos al alza sobre la inflación se han materializado y se han incorporado en las sendas de pronóstico, aún persiste la incertidumbre asociada con factores idiosincrásicos que enfrenta la economía colombiana.** En el presente *Informe* la incertidumbre sobre diversos factores que han afectado las proyecciones de inflación continúa en niveles elevados. Dentro de estos riesgos sobresalen los procesos de indexación a inflaciones más altas, mayores grados de indexación, el riesgo de mayores precios de algunos regulados (combustibles y servicios públicos) y de los alimentos, dados los choques recientes que podrían afectar la oferta agrícola. Por su parte, existen sesgos a la baja en la actividad económica en el corto plazo e incertidumbre sobre la velocidad e intensidad a la cual la economía colombiana se desaceleraría.

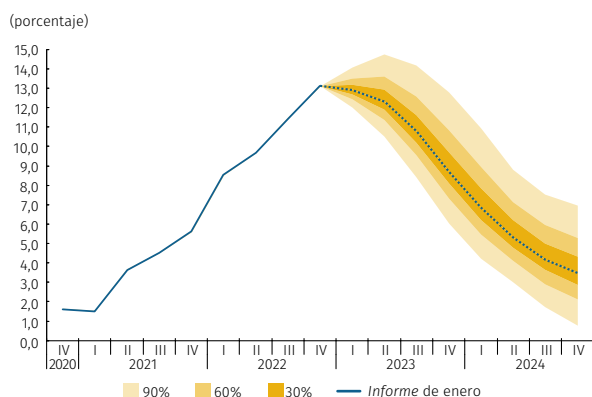
**Los riesgos provenientes de la evolución de las condiciones financieras internacionales, de los precios de los bienes básicos y de la actividad económica global son las principales fuentes de incertidumbre externa en los ejercicios de densidades predictivas (DP)<sup>27</sup>, aunque en menor magnitud que en el *Informe* anterior.** En el balance de riesgos considerado en el horizonte de pronóstico se incluye la alta incertidumbre con respecto a la dinámica de la tasa de interés de la Fed, la probabilidad de unos precios del petróleo más bajos que

27 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.

los contemplados en el escenario central, una alta volatilidad de las primas de riesgo y una posible menor dinámica de la economía global durante 2023. Dichos factores generan sesgos al alza en los intervalos de incertidumbre sobre las sendas de inflación, y a la baja en términos de actividad económica. No obstante, dada la caída observada en la inflación en los Estados Unidos y las mejoras recientes en las condiciones financieras para Colombia, estos riesgos son ahora más balanceados.

**El ejercicio de DP incluye niveles elevados de incertidumbre y un sesgo al alza en la inflación; no obstante, la materialización de los riesgos ha llevado a un balance más equilibrado que en el Informe de octubre.** En el ejercicio de DP se considera que la incertidumbre sobre los efectos de la indexación en los precios de las comidas fuera del hogar y los arriendos continúa siendo elevada y con sesgo positivo, en un contexto en el cual la brecha del producto es positiva y se cerraría a lo largo de 2023. Por su parte, se mantiene el riesgo de que las presiones cambiarias provenientes del contexto externo continúen afectando la canasta de bienes. En la inflación de alimentos se mantiene una incertidumbre alta con sesgos al alza, cuyos factores de riesgo están asociados con las presiones cambiarias y los choques de oferta que siguen afectando esta canasta. Respecto a los regulados, se mantienen los riesgos de mayores ajustes en el precio de los combustibles y algunas tarifas de servicios públicos. Con todo lo anterior, la densidad predictiva proyectada para la inflación total presenta un sesgo al alza a lo largo del horizonte de pronóstico (gráficos 2.25 y 2.26).

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



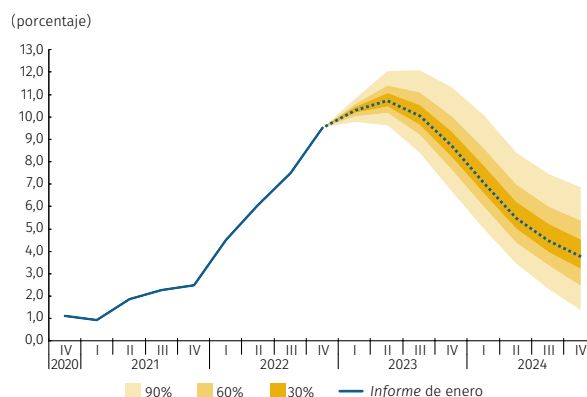
	I trim. 2023	IV trim. 2023	IV trim. 2024
Moda	12,9	8,7	3,5
< Moda	55%	62%	57%
<b>Intervalos</b>			
<2	0,0%	0,0%	15,9%
2 a 3	0,0%	0,0%	16,7%
>3	100,0%	99,8%	67,2%

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 enero.

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

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



	I trim. 2023	IV trim. 2023	IV trim. 2024
Moda	10,3	8,7	3,8
< Moda	50%	59%	57%
<b>Intervalos</b>			
<2	0,0%	0,0%	10,8%
2 a 3	0,0%	0,0%	15,3%
>3	100,0%	99,9%	73,7%

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 enero.

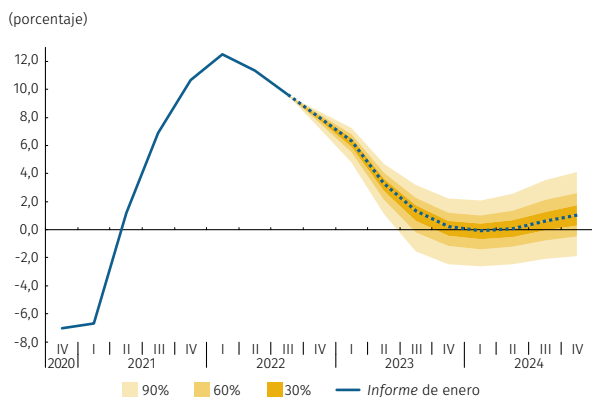
Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.



**El ejercicio de DP captura sesgos a la baja en la actividad económica ante condiciones financieras locales más apretadas en medio de una alta incertidumbre sobre la velocidad a la cual se desaceleraría el consumo.** En el balance de riesgos persisten factores que generan sesgos a la baja en el crecimiento del PIB (Gráfico 2.27) y la brecha de producto (Gráfico 2.28). Dentro de estos factores se incluyen los asociados con una corrección más fuerte de la demanda interna, condiciones financieras locales más apretadas necesarias para llevar la inflación hacia su meta, y la posibilidad de una menor actividad económica global y de escalamiento de las tensiones geopolíticas. En este contexto, para 2023 y 2024 el riesgo del pronóstico de la brecha de producto anual está sesgado a la baja.

**En síntesis, el balance de riesgos del escenario macroeconómico se caracteriza por un nivel elevado de incertidumbre, con un sesgo a la baja para el crecimiento del PIB en 2023 y al alza en la inflación a lo largo del horizonte de pronóstico.** En este contexto, la inflación se situaría en un rango entre el 6,0% y el 12,8% al final de 2023 y entre el 0,8% y el 6,95% al cierre de 2024, con un 90% de probabilidad. La inflación básica se ubicaría al final de 2023 entre el 6,7% y el 11,3%, y para el cuarto trimestre de 2024, entre el 1,4% y el 6,9%, con el mismo grado de certeza. Las probabilidades de que la inflación total y básica se ubiquen por debajo del 4% durante el cuarto trimestre de 2024 son del 53% y 48%, respectivamente. En cuanto a la actividad económica, el crecimiento del PIB se estima en un rango entre el -2,5% y el 2,2% para 2023 y entre el -1,9% y el 4,1% para 2024, con una probabilidad del 90%.

Gráfico 2.27  
Producto interno bruto, acumulado 4 trimestres, densidad predictiva<sup>a/, b/</sup> (variación anual)



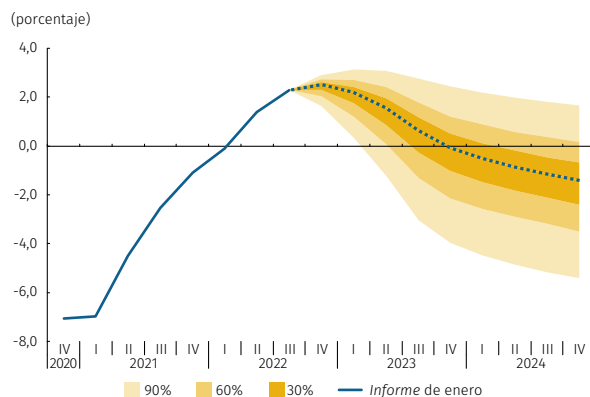
	IV trim. 2022	IV trim. 2023	IV trim. 2024
<b>Moda</b>	8,0	0,2	1,0
<b>&lt; Moda</b>	61%	59%	50%
<b>Intervalos</b>			
<0	0,0%	53,0%	28,3%
0 a 2	0,0%	40,1%	41,2%
2 a 5	0,0%	6,7%	28,6%
>5	100,0%	0,0%	1,7%

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 enero.

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

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



	IV trim. 2022	IV trim. 2023	IV trim. 2024
<b>Moda</b>	2,5	-0,1	-1,4
<b>&lt; Moda</b>	65%	63%	58%
<b>Intervalos</b>			
< -2	0,0%	25,8%	46,9%
-2 a 0	0,0%	37,7%	33,0%
0 a 2	22,3%	27,9%	15,8%
>2	77,7%	8,6%	4,3%

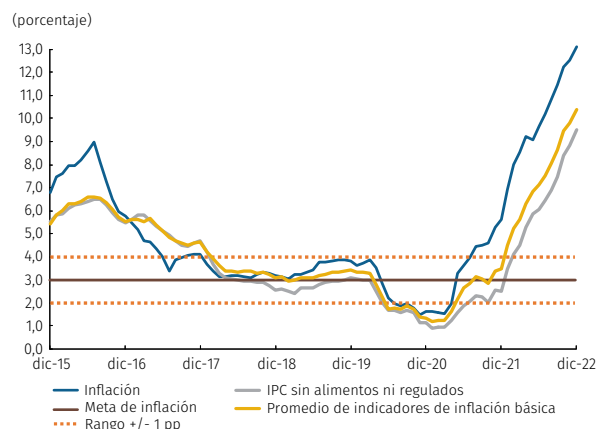
a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las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

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

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

### 3. Situación económica actual

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

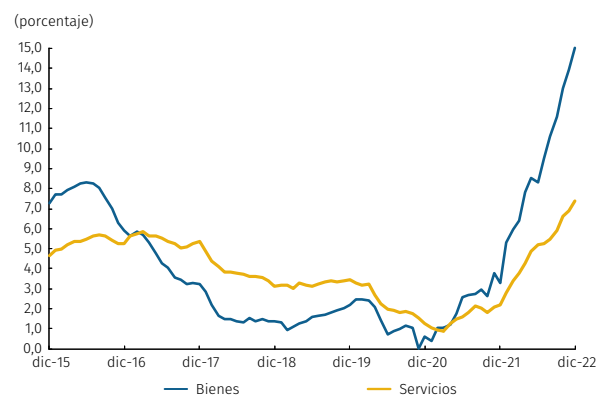


Fuentes: DANE y Banco de la República.

#### 3.1 Comportamiento de la inflación y precios

**La inflación anual continuó aumentando durante el cuarto trimestre, superó lo esperado en informes anteriores, y estuvo impulsada en gran medida por choques cambiarios y de oferta.** La inflación anual cerró 2022 en un 13,12%, dato superior al observado en septiembre (11,44%) (Gráfico 3.1). El registro de fin de año es el más alto para cualquier diciembre desde 1998. La inflación básica (sin alimentos ni regulados) también mantuvo una tendencia ascendente en el cuarto trimestre del año, y cerró diciembre en el 9,51%. A su vez, todas las principales subcanastas presentaron aumentos en sus variaciones anuales. Durante el cuarto trimestre se hicieron evidentes las presiones originadas en la importante depreciación de la tasa de cambio observada durante el segundo semestre de 2022, las cuales se empezaron a transmitir a un amplio conjunto de bienes y servicios, incluidos los alimentos. Estas presiones habrían superado algunas reducciones que se empezaron a evidenciar en ciertos precios y costos internacionales. Las presiones cambiarias habrían sido reforzadas por una demanda que, aunque se empezó a moderar, se sitúa en niveles muy altos y que exceden la capacidad productiva de la economía, lo que mantiene la brecha del producto en terreno positivo. De igual manera, los ajustes de precios se dieron en un contexto en el que las expectativas de inflación se encuentran muy por encima de la meta, lo cual también tiende a presionar al alza los precios.

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



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

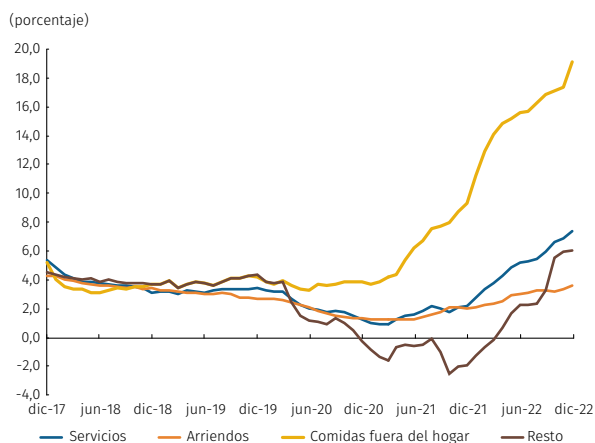
**El IPC de bienes registró un fuerte incremento en el cuarto trimestre, algo que podría atribuirse, principalmente, a la depreciación del peso con respecto al dólar.** La variación anual del IPC de bienes continuó con la tendencia positiva que traía desde comienzos de año, al pasar del 11,6% en septiembre al 15,0% en diciembre (Gráfico 3.2). Esta dinámica alcista se explica por la transmisión de la fuerte depreciación del peso acumulada en el segundo semestre a los precios nacionales. Dicha depreciación estaría compensando en exceso el menor ritmo de crecimiento de los precios y los costos internacionales, cuya dinámica bajista, de todas maneras, ha sido menor que la esperada por la persistencia de factores externos adversos, como la guerra en Ucrania. A lo anterior se suma una vigorosa demanda por bienes de consumo duradero, en especial por medios de transporte (vehículos, motos, bicicletas). Adicionalmente, en 2021 se concentraron tres días sin IVA en el cuarto trimestre<sup>28</sup>, lo cual implicó una base de comparación estadística más baja, lo que generó un repunte de precios en este segmento de la canasta familiar en el cuarto trimestre de 2022.

**El IPC de servicios mantuvo una tendencia ascendente al final del año, impulsada por un consumo privado robusto, una alta**

28 Durante 2021 se programaron tres jornadas sin IVA: el 28 de octubre, el 19 de noviembre y el 3 de diciembre.

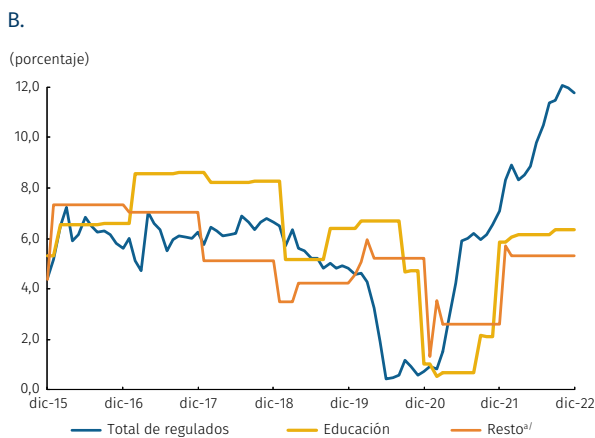
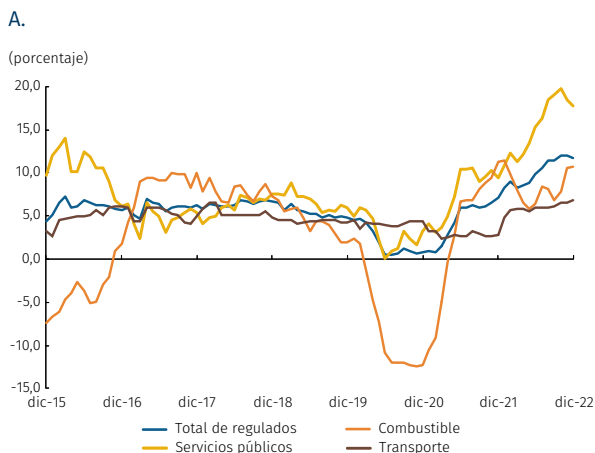


**Gráfico 3.3**  
IPC de servicios, sin alimentos ni regulados y sus componentes (variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

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



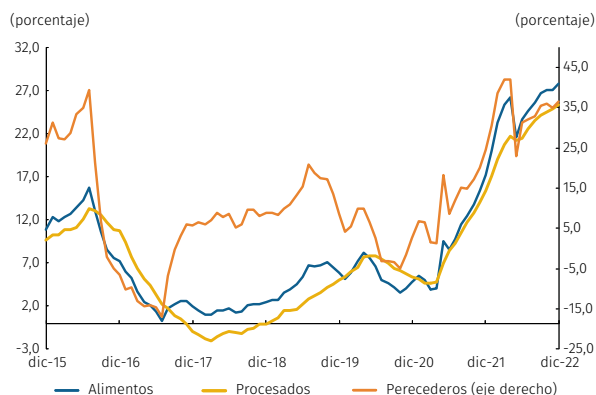
a/ Incluye cuotas moderadoras de las EPS, certificados/documentos administrativos y pago de honorarios.  
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

**indexación y fuertes incrementos salariales.** El ajuste anual de precios en esta canasta en diciembre (7,4%) fue superior a lo observado en septiembre (5,9%) (Gráfico 3.3). Dentro de los servicios, el componente de arrendos registró el menor crecimiento anual en diciembre (3,6%), rubro que suele incorporar muy lentamente los aumentos de la inflación pasada (Gráfico 3.3). Las mayores presiones alcistas en la subcanasta de servicios siguieron presentándose en el rubro de comidas fuera del hogar, que para finales del cuarto trimestre registró una variación anual del 19,1%, cifra que sorprendió nuevamente al alza. El crecimiento significativo acumulado en 2022 en los precios de los alimentos, los servicios públicos y del salario mínimo explica el fuerte y persistente comportamiento alcista de las comidas fuera del hogar.

**La variación anual del IPC de regulados continuó aumentando en los últimos tres meses del año, pese a la rebaja en las tarifas de energía eléctrica promovidas por el Gobierno.** La variación anual del IPC de regulados en diciembre fue del 11,8%, resultado superior a lo observado en septiembre (11,5%) (Gráfico 3.4, panel A). El IPC de servicios públicos fue el único componente de los regulados que presentó una reducción en su tasa de crecimiento anual entre septiembre (19,0%) y diciembre (17,7%). Lo anterior, debido a la reducción importante en los precios de la energía eléctrica, cuyas tarifas reflejaron las rebajas otorgadas mediante la implementación del “Pacto por la justicia tarifaria” firmado en septiembre (véase el Recuadro 1 de este Informe). Las tarifas de acueducto y gas, por el contrario, continuaron aumentando en el cuarto trimestre, reflejando la mayor inflación al consumidor (en el caso del acueducto), los altos precios internacionales de los combustibles y la depreciación acumulada de la tasa de cambio (en el caso del gas). Los combustibles, por su parte, incorporaron las alzas decretadas por el Gobierno en los precios internos de la gasolina, con el objetivo de reducir la brecha frente a los precios internacionales, con lo cual este componente cerró 2022 con un incremento anual del 10,7%, superior a la cifra de septiembre (6,8%). El resto de las divisiones de la canasta de regulados (educación y resto) mantuvieron sus precios estables durante el cuarto trimestre del año (Gráfico 3.4, panel A y B).

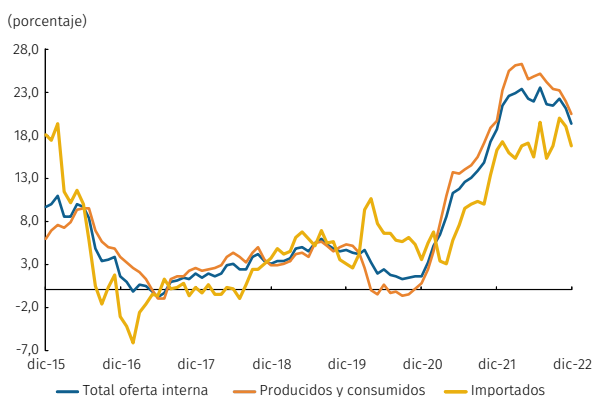
**Durante el cuarto trimestre los precios de los alimentos siguieron sometidos a importantes presiones alcistas provenientes de los choques de oferta, de costos y de clima, a las que se sumaron las presiones cambiarias.** La variación anual de los precios de los alimentos aumentó entre septiembre (26,6%) y diciembre (27,8%) (Gráfico 3.5). Los aumentos se observaron tanto en los alimentos perecederos como en los procesados (36,4% y 25,3% en diciembre, respectivamente). En los últimos meses de 2022 se observaron importantes y generalizados incrementos de precios en toda clase de alimentos, que se sumaron a los aumentos de los trimestres anteriores, como resultado de una sucesión de choques tanto locales como externos. Internamente, además de la depreciación acumulada a lo largo del año, los precios fueron impulsados por el efecto rezagado del bloqueo vial de mediados de 2021 (véase el Recuadro 1 del Informe de Política Monetaria de octubre de 2022), el exceso de precipitaciones originada por el fenómeno de La Niña, que afectó a diversos cultivos, y por el aumento de

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



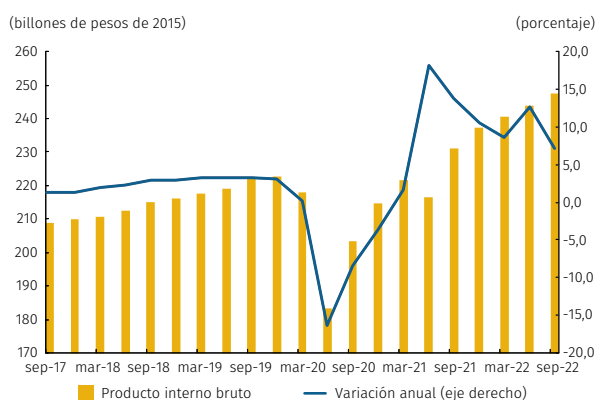
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

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



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

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



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

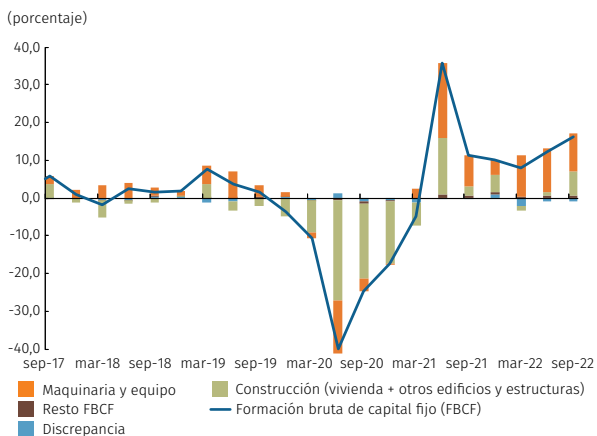
las exportaciones, entre otros. Por su parte, factores externos, como la persistencia de la guerra en Ucrania, han contribuido a mantener los precios de los alimentos y agroquímicos en niveles muy altos, pese a una reciente disminución. A la vez, este conflicto sigue perturbando las cadenas globales logísticas y de transporte, lo que mantiene altos los precios de las principales materias primas agropecuarias importadas por el país. A lo anterior se le suma la limitación de la oferta y el flujo de alimentos en el mundo por políticas de soberanía alimentaria y por sequías extremas en algunos países.

**La inflación del productor dejó de aumentar en los últimos meses del año por el componente local.** El cambio anual del IPP de oferta interna de diciembre (19,4%) fue inferior a lo observado en septiembre (21,4%) y diciembre de 2021 (18,6%). Dichos niveles, cercanos o por encima del 20%, no se observaban desde 1992 (Gráfico 3.6). La contracción en la inflación al productor en el cuarto trimestre la explicó especialmente el comportamiento del componente local del IPP, que moderó su crecimiento anual del 23,3% en septiembre al 20,5% en diciembre, mientras que el ajuste anual de precios del segmento importado del IPP (16,8%) no presentó cambios con respecto a septiembre. Dentro del componente local fueron generalizados los menores ajustes de precios tanto en el sector agropecuario (por cítricos, yuca y café), minero (por extracción de combustibles fósiles) e industrial (por fabricación de productos metalúrgicos). Es importante señalar que, pese al menor ritmo de crecimiento de la inflación al productor en los últimos meses de 2022, esta aún mantiene un nivel muy alto, el cual se explica por factores externos, como el encarecimiento de los productos energéticos y de los agroinsumos generado por la invasión de Rusia a Ucrania; la contracción productiva de China, por las limitaciones al comercio internacional por parte de algunos países exportadores, y por las sequías en algunas regiones del mundo. Adicionalmente, la depreciación acumulada de la tasa de cambio, así como diversos choques idiosincrásicos asociados con ciclos agrícolas adversos, lluvias excesivas, mayores exportaciones agropecuarias (frutas y carne de res), e incluso los daños persistentes sobre la producción agropecuaria derivada de los bloqueos viales del año antepasado, han contribuido a mantener una inflación del productor alta.

### 3.2 Crecimiento y demanda interna

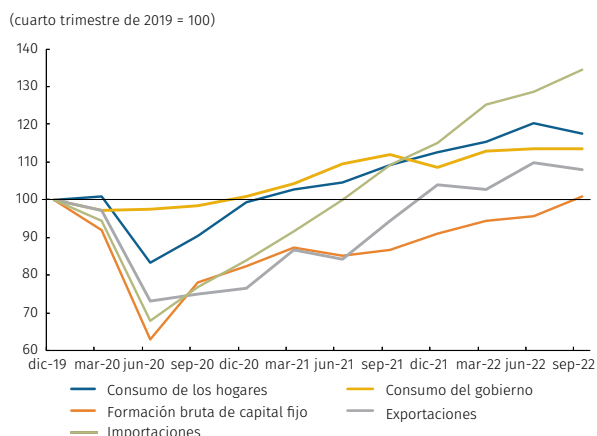
**En el tercer trimestre la actividad económica continuó mostrando una importante dinámica de crecimiento, que superó el pronóstico del Informe anterior.** En este periodo, la economía colombiana registró un crecimiento anual del 7,0% en las series originales y del 7,1% en las desestacionalizadas y ajustadas por efecto calendario. Este último resultado fue superior al 6,4% anual esperado por el equipo técnico en el Informe de octubre, e implicó una expansión del 6,4% en términos trimestrales anualizados. Con esto, durante el tercer trimestre la economía colombiana habría alcanzado niveles de PIB elevados, un 11,2% superiores a los observados en el cuarto trimestre de 2019 (Gráfico 3.7). La actividad económica estuvo impulsada por el buen comportamiento de la demanda inter-

**Gráfico 3.8**  
Formación bruta de capital fijo<sup>a/</sup>  
(variación anual, contribuciones)



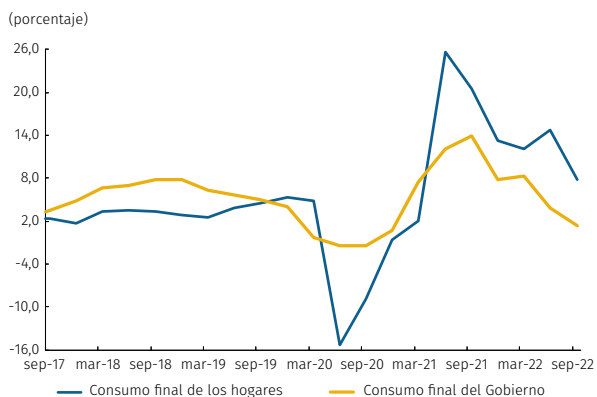
a/ Series desestacionalizadas y corregidas por efectos calendario.  
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

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



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

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



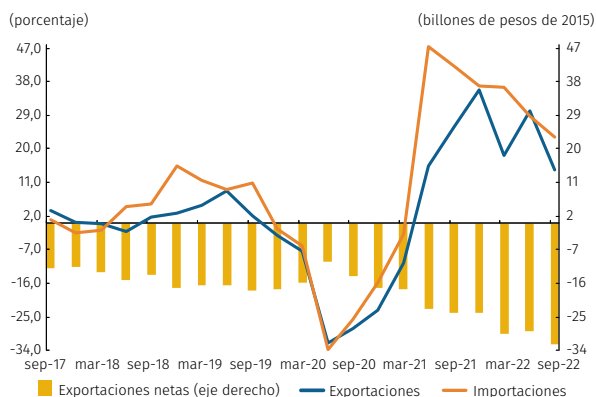
a/ Series desestacionalizadas y corregidas por efectos calendario.  
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

na, acorde con un mercado laboral que continuó mostrando ganancias en el empleo y un crédito que siguió expandiéndose a tasas reales positivas. No obstante, esto también se habría dado en un contexto de condiciones financieras externas más apretadas y una desaceleración económica de los socios comerciales, esto último reflejado en una menor contribución de las exportaciones al crecimiento del PIB. Por el lado de la oferta, las actividades artísticas y de entretenimiento, el comercio y la industria manufacturera continuaron mostrando un buen ritmo de crecimiento. El sector agropecuario fue el único que registró retrocesos.

**El crecimiento del tercer trimestre se explicó por el buen desempeño de la demanda interna, fundamentalmente impulsada por la inversión.** La demanda interna creció en estos meses a una tasa anual del 9,7% y a una tasa trimestral del 2,1%. El componente más dinámico, la formación bruta de capital fijo, aumentó significativamente en este periodo y aceleró su crecimiento anual y trimestral (Gráfico 3.8), gracias a lo cual se ubicó por encima de los niveles observados antes del choque de la pandemia (Gráfico 3.9). El segmento de la formación bruta de capital fijo que más creció entre trimestres fue la inversión en vivienda, que presentó un salto trimestral (24,9%) y un crecimiento anual (15,3%) muy superiores a los esperados. Este comportamiento se explicó por la finalización de un número importante de obras residenciales, principalmente asociadas a la vivienda de interés social (VIS). La inversión en maquinaria y equipo también aumentó en términos trimestrales, y completó tres trimestres con tasas de expansión anual superiores al 20%. Dentro de ella, el agregado más dinámico fue el del gasto en equipo de transporte. Finalmente, el desempeño más modesto lo presentó la inversión en otros edificios y estructuras, que mantuvo un rezago considerable respecto a la prepandemia y siguió sin mostrar una tendencia de recuperación.

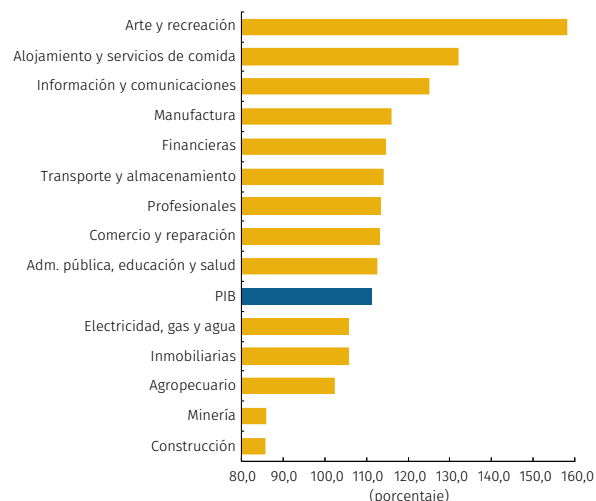
**El consumo final registró una caída en términos trimestrales, aunque con niveles que se mantienen elevados.** La caída del consumo final se concentró en el consumo privado, el cual presentó un retroceso del 2,2% frente al segundo trimestre. A pesar de ello, su crecimiento anual (7,8%) siguió siendo superior al del promedio de la actividad económica (Gráfico 3.10). Dentro del consumo privado, la mayor caída en niveles se observó en el consumo de bienes no durables, mientras que el segmento durable se mantuvo estable y el de servicios continuó aumentando entre trimestres. Entre los factores que estarían incidiendo en la desaceleración del consumo privado cabe mencionar el aumento de las tasas de interés y la alta inflación, que habrían castigado el poder adquisitivo de los ingresos de los hogares. Además, debe tenerse en cuenta que el consumo durable y semidurable habría alcanzado registros muy altos en trimestres anteriores debido a los estímulos de las jornadas sin IVA y, ante la ausencia de estas jornadas durante el tercer trimestre, dicho gasto habría tendido a normalizarse. Respecto al consumo público, en el tercer trimestre este componente de la demanda se sostuvo en los altos niveles del trimestre anterior, gracias al buen comportamiento del gasto en bonificaciones, honorarios y gastos generales, principalmente.

Gráfico 3.11  
Exportaciones, importaciones y balanza comercial<sup>a/</sup>  
(variación anual y billones de pesos de 2015)



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

Gráfico 3.12  
Niveles sectoriales de valor agregado del tercer trimestre de 2022 relativos al cuarto trimestre de 2019<sup>a/</sup>  
(cuarto trimestre de 2019 = 100%)



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

**El déficit externo en pesos constantes se amplió frente a los altos niveles de trimestres anteriores, debido al importante crecimiento de las importaciones y a un desempeño modesto de las exportaciones.** El dinamismo de la demanda interna, y en particular de la inversión, se tradujo en un aumento notable de las importaciones durante el tercer trimestre (23,2% anual y 4,5% trimestral). El principal impulso a este crecimiento provino de nuevo de las importaciones de bienes de capital. Por otra parte, las exportaciones se contrajeron un 1,8% en términos trimestrales, aunque continuaron expandiéndose a una tasa anual importante (14,4%). La disminución de este componente se explicó principalmente por las ventas al exterior de bienes básicos. En contraste, los renglones más dinámicos fueron, una vez más, las exportaciones no tradicionales y las de servicios, en especial el turismo de no residentes. Con todo lo anterior, en el tercer trimestre se registró un déficit comercial en pesos constantes aún mayor que el observado en la primera mitad del año (Gráfico 3.11), con lo que se ubicó en un valor históricamente alto y su aporte a la variación anual del PIB siguió siendo negativo.

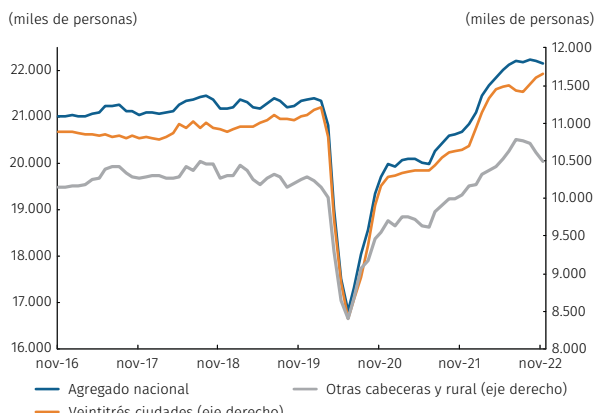
**A excepción del sector agropecuario, las grandes ramas de la oferta registraron crecimientos anuales positivos, destacándose las actividades artísticas y de entretenimiento y la construcción de edificaciones.** En el tercer trimestre de 2022, las ramas secundarias (manufactura y construcción) mostraron un mejor desempeño que lo previsto en el *Informe* de octubre. La industria manufacturera mantuvo el sólido crecimiento observado desde mediados de 2021 y la construcción también se aceleró, jalonada por una mayor causación residencial, principalmente del segmento VIS. No obstante, los niveles de la construcción siguieron siendo muy inferiores a los del cuarto trimestre de 2019. En el caso de las ramas terciarias (servicios en general), se destaca el comportamiento de las actividades artísticas y de entretenimiento, con un crecimiento anual del 37%, explicado por la sólida dinámica de los juegos de azar y juegos en línea, así como por el impulso generado por los conciertos multitudinarios y festivales locales que se habrían dado en dicho periodo. El sector de comercio, transporte y alojamiento también registró ganancias trimestrales y estuvo jalonado, principalmente, por las actividades de transporte asociadas con el movimiento de pasajeros aéreos nacionales e internacionales. Por su parte, el sector de alojamiento y servicios de comida registró un retroceso trimestral, aunque se mantuvo en un nivel que es un 32% superior al observado antes de la pandemia (Gráfico 3.12). En contraste, las actividades primarias (agropecuaria y minería) tuvieron un desempeño inferior a lo previsto, principalmente por los efectos negativos de la ola invernal sobre la producción de café y la extracción de carbón.

### 3.3 Mercado laboral<sup>29</sup>

**La información reciente del mercado laboral muestra una dinámica del empleo que crece en términos anuales, pero con**

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

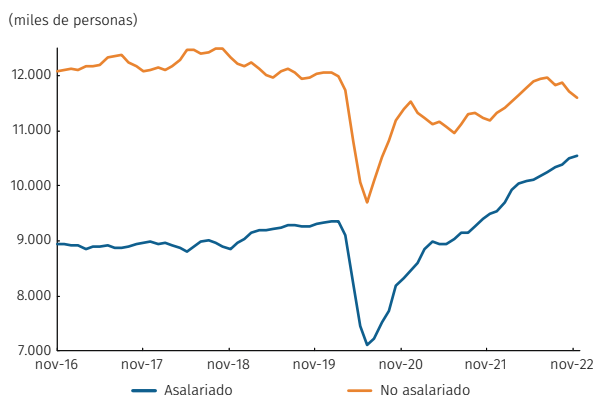
**Gráfico 3.13**  
Población ocupada por dominios geográficos



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

**niveles relativamente estables en los últimos meses.** En el trimestre móvil terminado en noviembre, los resultados de la *Gran encuesta integrada de hogares* (GEIH) muestran un crecimiento anual del empleo del 7,1%, que corresponde a 1,5 millones de nuevos puestos de trabajo. Sin embargo, en los últimos meses la ocupación se ha mantenido estable, debido a que las ganancias de empleo en el área urbana son compensadas por contracciones en el área rural; en particular, entre octubre y noviembre la variación del empleo en estos dominios fue del 0,4% y del -1%, respectivamente (Gráfico 3.13). En el nivel sectorial, la variación anual del empleo en noviembre estuvo jalonada, en mayor medida, por el buen desempeño de comercio y alojamiento, manufacturas, y recreación y otros servicios, que en conjunto aportaron 5,1 pp a la variación anual total del empleo en ese mes. Por otra parte, el sector agropecuario registró recientes contracciones del empleo, que se originaron, principalmente, en el grupo de cultivos transitorios agrícolas, posiblemente afectados por el fenómeno de La Niña, hecho que explicaría la menor dinámica de la ocupación en el área rural.

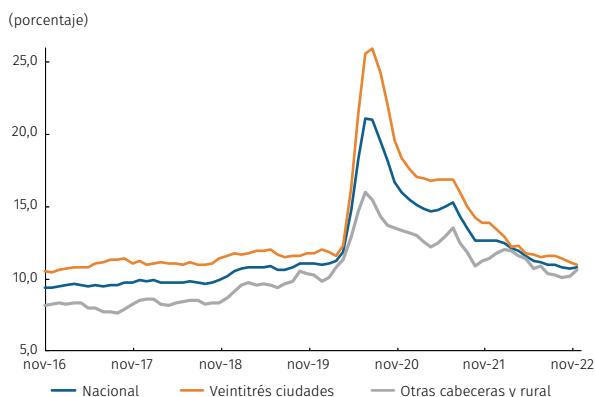
**Gráfico 3.14**  
Empleo por posición ocupacional: agregado nacional



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

**El empleo no asalariado se ha ralentizado, mientras que el asalariado continúa creciendo.** En noviembre, con datos en trimestre móvil, se evidencia un comportamiento dispar en el agregado nacional entre el segmento asalariado y no asalariado, con crecimientos anuales del 11,3% y 3,5%, respectivamente. Estas ganancias anuales del empleo son menores en el margen: entre octubre y noviembre de 2022 el segmento asalariado creció el 0,6% y el no asalariado se contrajo un 1,1% (Gráfico 3.14). Otras fuentes de información de empleo asalariado y formal, como las cotizaciones a pensión en la Planilla Integrada de Liquidación de Aportes (PILA) y los registros de afiliados a cajas de compensación familiar (CCF), también dan cuenta de la expansión del empleo asalariado, aunque más moderada y con señales de una posible estabilización. El crecimiento del empleo asalariado y formal, junto con la ralentización del segmento informal, ha llevado a caídas de la tasa de informalidad en los últimos meses; en el trimestre móvil terminado en noviembre, este indicador se ubicó en el 58,1% para el agregado nacional, un nivel históricamente bajo.

**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.

**La tasa de desempleo (TD) ha tendido a estabilizarse en el agregado nacional.** En noviembre la serie de la TD en trimestre móvil llegó al 10,8%, con una contracción en términos anuales de 1,9 pp. No obstante, durante los últimos meses su nivel se ha estabilizado, lo que se explica por una compensación de la dinámica dispar entre el dominio rural y el urbano. En el margen, dada la menor demanda laboral en el área rural, la TD en este dominio ha presentado aumentos recientes, y ha alcanzado un nivel del 10,6% en el último mes. Por otro lado, la TD urbana continuó disminuyendo y llegó al 11%, favorecida por una mejor dinámica de la demanda laboral y por una tasa global de participación que se ha mantenido estable (Gráfico 3.15). Las ciudades con las mayores reducciones anuales de la TD fueron Tunja (-5,5 pp) y Medellín (-4,4 pp), en contraste, los incrementos se registraron en Quibdó (3,8 pp), Ibagué (2,4 pp), Armenia (0,9 pp), Riohacha (0,3 pp) y Cúcuta (0,2 pp). En cuanto al desempleo por género, las mujeres han exhibido una mejor dinámica laboral durante 2022, comparada con la de los hom-



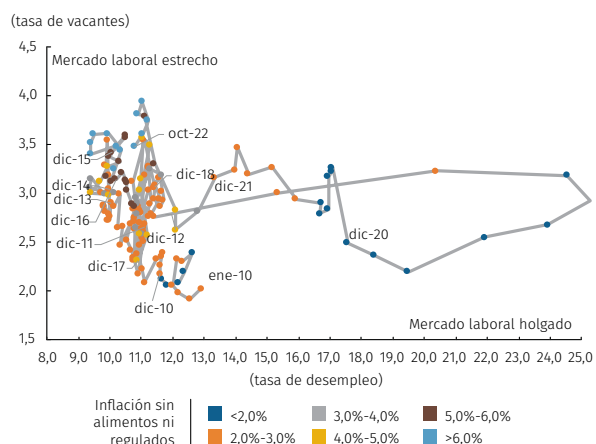
bres. Así, la brecha de género continuó corrigiéndose durante los últimos meses, y en noviembre se ubicó en 5 pp, un nivel que es más bajo que el observado inmediatamente antes de la pandemia.

**Indicadores desde el punto de vista de la demanda continúan mostrando un mercado laboral estrecho, aunque con perspectivas a ceder durante 2023.** La información de vacantes, calculadas a partir de diferentes fuentes de información, como los avisos clasificados, las ofertas del Servicio Público de Empleo (SPE), y los estimados a partir de información de la GEIH y la PILA, todavía muestran unos niveles altos, aunque con una rápida contracción en los últimos meses. Entre octubre y noviembre los índices de vacantes de avisos clasificados y el SPE se redujeron en un 5% y 7%, respectivamente. Esto va en línea con la información de expectativas de contratación provenientes de la *Encuesta trimestral de expectativas* del Banco de la República, que señala, al tercer trimestre de 2022, una rápida moderación en el balance entre quienes planean aumentar y disminuir la planta de personal en el corto plazo; la diferencia entre estos dos grupos se sitúa en el 2,3%, después de estar en niveles históricamente altos, cercanos al 20% a principios de 2022. Las reducciones recientes de la TD en el dominio urbano y unos niveles de vacantes que son altos sugieren, a la luz de la curva de Beveridge<sup>30</sup> (Gráfico 3.16), un mercado laboral que continúa estrecho y, por tanto, estaría generando presiones inflacionarias. Sin embargo, el comportamiento reciente de las vacantes y las expectativas de contratación señalarían que la estrechez podría empezar a ceder durante 2023. Por otro lado, la información proveniente de la GEIH muestra, para los asalariados, un aumento en los salarios nominales cercano al incremento del salario mínimo en 2022. Entre tanto, para los no asalariados, los ingresos laborales se ajustaron al alza más rápido a lo largo del año. Sin embargo, dada la alta inflación en noviembre, se registraron caídas anuales en términos reales tanto para asalariados como no asalariados del orden de 3,4% y 2,4%, respectivamente.

### 3.4 Mercado financiero y monetario

**En el cuarto trimestre continuó la transmisión de los aumentos en la tasa de interés de política monetaria (TPM) hacia las tasas de interés de mercado. La dinámica del crédito se moderó, pero continúa registrando incrementos importantes.** La postura de la política monetaria dirigida hacia terreno contractivo, necesaria para conducir la inflación a la meta del 3%, se ha reflejado en aumentos en las tasas de interés en los mercados monetarios, de ahorro y de crédito. Lo anterior, en un entorno de condiciones financieras externas apretadas, de aumentos en la prima de riesgo país, de una fuerte dinámica de la demanda agregada que supera la capacidad productiva de la economía, y de deterioros en los créditos más recientes y sus indicadores de mora. Al tiempo, el crecimiento anual de la cartera se ha desacelerado, debido al comportamiento de la de consumo, pero mantiene incrementos muy superiores a la in-

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, Hermida y Dávalos (2019).  
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

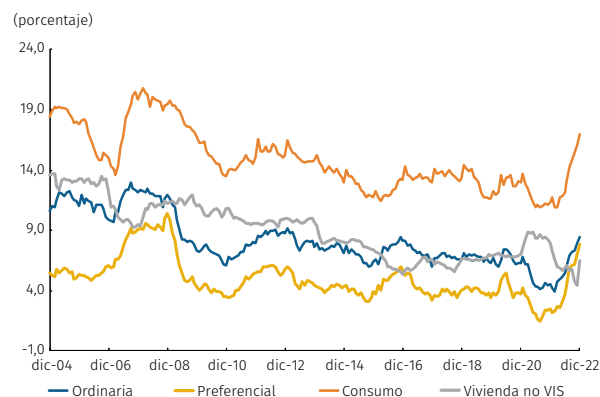
30 La curva de Beveridge es la representación gráfica de la relación entre la tasa de vacantes y la tasa de desempleo.

**Cuadro 3.1**  
Tasas de interés promedio mensual  
(porcentaje)

	Sep-21	Dic-21	Jun-22	Sep-22	Dic-22
<b>Interbancarias</b>					
TPM	1,75	2,70	6,00	9,05	11,48
TIB overnight	1,79	2,73	6,06	9,07	11,47
IBR overnight	1,77	2,72	6,02	9,05	11,46
IBR a 1 mes	1,93	2,96	6,77	9,74	11,81
IBR a 3 meses	2,27	3,36	7,78	10,61	12,10
IBR a 6 meses	2,76	3,96	8,71	11,25	12,32
IBR a 12 meses			9,78	11,81	12,20
<b>Captación</b>					
Ahorros	0,97	1,19	2,82	4,43	5,72
DTF 90 días	2,05	3,08	7,72	10,99	13,42
CDT a 180 días	2,45	3,71	8,40	12,54	15,58
CDT a 360 días	3,16	5,10	10,75	14,80	17,08
CDT > 360 días	3,68	7,14	14,37	17,01	19,15
<b>Crédito</b>					
Preferencial	4,98	6,00	10,82	14,86	18,57
Ordinario	7,34	8,18	12,62	16,10	19,27
Compra vivienda no VIS	9,06	9,40	12,01	14,63	17,17
Compra vivienda VIS	10,98	11,55	13,68	14,89	16,74
Consumo sin libranza	17,09	17,51	23,08	27,26	31,23
Consumo con libranza	11,23	11,65	13,83	16,86	19,45
Tarjeta de crédito	23,49	24,47	28,02	32,49	39,01

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.

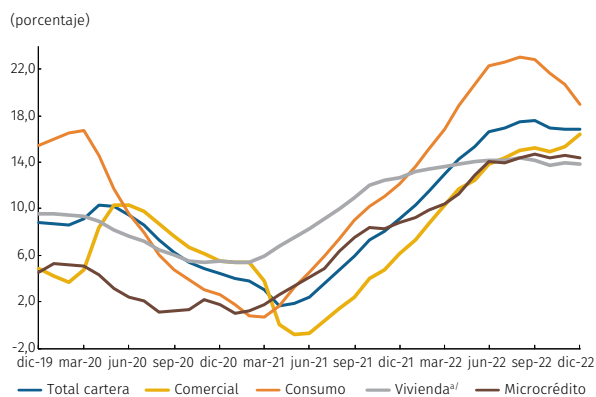
flación. Por su parte, los establecimientos de crédito registran buenos indicadores de solvencia, generan utilidades, cubren sus riesgos y se muestran resilientes en las pruebas de estrés (*stress test*).

**Las tasas de interés interbancarias, las de depósito y las de crédito continúan con una tendencia creciente, en un entorno de ajuste de la TPM, de mayores niveles de prima de riesgo país y de deterioros en los indicadores de calidad por mora de crédito (véase el Recuadro 2).** Entre septiembre de 2021 y diciembre de 2022 la TPM se incrementó del 1,75% al 12,0%. En ese periodo, las tasas de interés del mercado monetario (TIB) e indicador bancario de referencia (IBR) con plazos iguales o menores a tres meses aumentaron y a diciembre se situaron en niveles similares al de la TPM. A mayores plazos (seis a doce meses), los IBR continúan por encima de la TPM, en parte, por expectativas de más ajustes en la política monetaria, aunque en una magnitud menor que la registrada en informes anteriores. El mayor saldo de los depósitos de ahorro se ha explicado por la dinámica de los CDT, papeles que han registrado incrementos en sus tasas de interés mayores que los de la TPM, principalmente a plazos más largos. El incremento en los costos de captación, el aumento de la prima de riesgo y el deterioro en la calidad por mora de los nuevos créditos, entre otros factores, se han reflejado en aumentos en las tasas de interés de crédito. En el periodo de ajuste de la política monetaria, los incrementos en las tasas de interés de las tarjetas de crédito, de los préstamos para consumo sin libranza, y de los créditos comerciales ordinarios y preferenciales han superado los aumentos de la TPM. Como ha sido usual en periodos pasados, la transmisión de los cambios en la TPM hacia las tasas de interés de créditos de vivienda ha sido más lenta frente a los otros sectores de crédito (Cuadro 3.1). En términos reales las tasas de interés de crédito (exceptuando las de crédito hipotecario) se sitúan por encima de sus promedios históricos, calculados desde 2003 (Gráfico 3.17).

**A finales de 2022 el crecimiento anual de la cartera de consumo se desaceleró, pero sigue registrando aumentos nominales y reales importantes. El saldo de crédito para vivienda presentó crecimientos relativamente estables y cercanos a la inflación, mientras que el comercial se aceleró.** En el cuarto trimestre de 2022 el crecimiento anual de la cartera de consumo se desaceleró y a diciembre se situó en el 19,0% (8,2% en términos reales), cifra que representó 3,8 pp menos frente al registro de septiembre (Gráfico 3.18). Lo anterior fue producto de una caída trimestral del 14% en los desembolsos y de una contracción del 22% con relación a un año atrás. En este tipo de cartera a lo largo de 2022 los plazos de crédito se redujeron y los préstamos otorgados sin libranza ganaron importancia<sup>31</sup>. La otra cartera dirigida a los hogares, la de vivienda, mantuvo un crecimiento anual relativamente estable

31 A diciembre de 2022 la cartera de consumo con plazo a más de cinco años representaba el 55% de este grupo (46% un año atrás), y los créditos sin libranza el 74% (57% un año atrás).

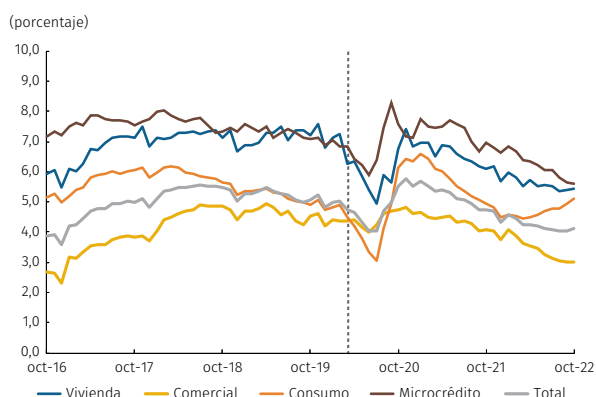
**Gráfico 3.18**  
Cartera bruta en moneda nacional  
(variación anual, datos promedios mensuales)



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/cartera total)



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

durante el trimestre, cercano al 13,9%<sup>32</sup>. Al tiempo, los indicadores de deuda a ingreso de los hogares se han estabilizado en niveles históricamente altos (véase el Recuadro 2). Por su parte, el saldo de los créditos comerciales en moneda nacional se aceleró en el trimestre y registró un crecimiento anual del 16,4% (5,8% real), cifra mayor en 1,1 pp que el registro de septiembre. Según las cifras de desembolsos, la demanda de recursos de las empresas se sigue concentrando en los préstamos a menos de un año, particularmente para los de tipo preferencial; estas operaciones estarían reflejando la necesidad de financiamiento originada por los crecientes costos de producción. Otras fuentes de financiamiento de las empresas, como el crédito en moneda extranjera otorgado por los bancos y la colocación de bonos, han disminuido<sup>33</sup>. Por su parte, el incremento anual de los microcréditos estuvo alrededor del 14,4%, con predominio de los desembolsos pactados a plazos mayores a un año.

**Los establecimientos de crédito mantienen buenos niveles de solvencia, sus utilidades se han estabilizado, cubren los incumplimientos y se muestran resilientes a panoramas adversos.** Con información hasta octubre de 2022, los indicadores de solvencia básica y por riesgos fueron del 14,2% y 17,9%, respectivamente, lo que representa un amplio margen con relación a los mínimos requeridos (4,5% y 9,0%, en su orden). El monto de utilidades para doce meses (COP18,6 b) superó en un 38% a las del año anterior, pero fueron menores a las registradas a mitad de año (COP20,5 b). Esto último debido al efecto de la dilución de ingresos extraordinarios asociados con inversiones de capital de las entidades. Durante lo corrido del año la mora en créditos de consumo aumentó desde el 4,5% al 5,1%, pero los incumplimientos se cubren en un 144% (Gráfico 3.19). Para las demás modalidades de crédito la mora continuó su tendencia decreciente. Finalmente, de acuerdo con los más recientes ejercicios de estrés<sup>34</sup>, que simulan escenarios negativos macroeconómicos extremos, el patrimonio de los establecimientos de crédito podría absorber estos impactos y cumplir con la solvencia requerida para continuar con su actividad.

32 En 2022 la no VIS representó el 71% de los créditos de vivienda y en 2021 el 79%.

33 Frente al año anterior, en el último trimestre la cartera en moneda extranjera en dólares descendió un 7,0% y la de colocación de bonos en un 3%.

34 El detalle de la metodología y sus resultados se encuentran en los capítulos de “Ejercicios de sensibilidad” incluidos en los reportes periódicos de estabilidad financiera publicados por el Banco de la República. Véase: <https://www.banrep.gov.co/es/reportes-estabilidad-financiera>



# Recuadro 1

## Tarifas de energía eléctrica: evolución reciente e indexación

Édgar Caicedo García  
Pablo Montealegre Moreno  
Álex Fernando Pérez Libreros\*

Según el Banco Mundial, el aumento de los precios de la energía en los últimos dos años ha sido el más pronunciado desde la crisis petrolera de 1973, y el incremento de los precios internacionales de los alimentos y de los fertilizantes ha sido el más marcado desde 2008. Esto se ha registrado en un contexto global de crisis energética, como resultado, principalmente, de la invasión de Rusia a Ucrania, al punto de que el incremento del precio de la energía ha sido generalizado, e incluso más pronunciado que el impulso reciente en los precios de los alimentos en el mundo (Gráfico R1.1). Se estima que los precios de la energía a nivel global han aumentado cerca del 50 % en 2022, antes de atenuarse en 2023 y 2024<sup>1</sup>.

En Colombia el precio de la energía eléctrica también se ha incrementado de manera importante. Entre los meses previos a la pandemia y hasta abril de 2021 este indicador no mostró una tendencia clara y se mantuvo oscilando en una cifra cercana a la meta de inflación. No obstante, a partir de mayo de 2021 comenzó una escalada alcista en su ajuste anual de tarifas, alcanzando su techo reciente en octubre del año pasado (28,53 %), un dato que no se observaba desde noviembre de 2000 (28,40 %). En los dos últimos meses de 2022, gracias a los ajustes en la regulación tarifaria anunciada por el Gobierno, el IPC de energía moderó su crecimiento, cerrando 2022 en un 22,4 % (Gráfico R1.2).

El mercado de la energía es altamente complejo, como lo es, en consecuencia, la determinación de los precios en cada una de las etapas necesarias para llevar el servicio hasta el usuario final. El propósito de este recuadro es describir algunos de los determinantes que explican parte de la dinámica reciente de los precios, señalar las etapas donde la indexación de precios desempeña un papel importante y resumir las medidas implementadas por las autoridades del sector a finales de 2022.

\* Los dos primeros autores pertenecen al Departamento de Programación e Inflación y el tercero a la sucursal Cali 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 Véase: <https://www.worldbank.org/en/news/press-release/2022/04/26/food-and-energy-price-shocks-from-ukraine-war>

Gráfico R1.1  
Inflación total, alimentos y energía para diciembre 2022  
(variación anual)

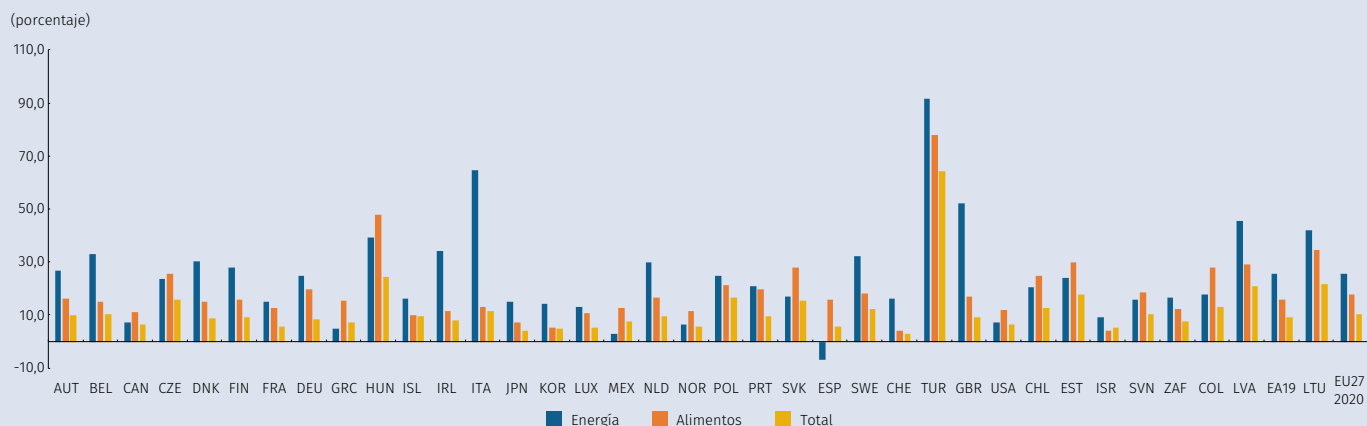
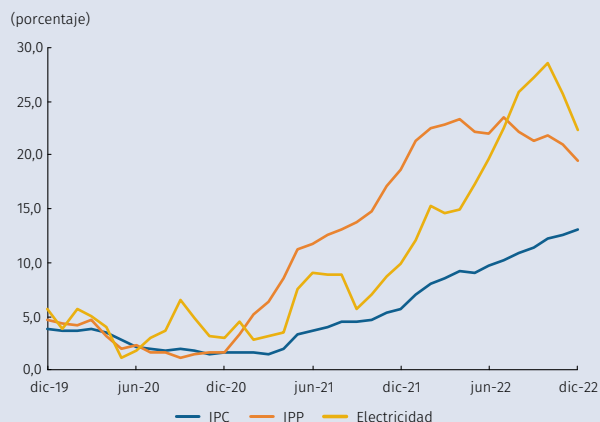


Gráfico R1.2  
Precio de la electricidad contra IPP e IPC  
(variación anual)



## 1. Algunas consideraciones generales del mercado de energía y de la regulación tarifaria

En 1994 el Congreso de Colombia aprobó las leyes 142 y 143, con las cuales se definió el marco regulatorio para organizar y desarrollar el mercado de energía eléctrica entre los agentes que hacen parte de las cuatro principales actividades del sector: generación, transmisión, distribución y comercialización. Posteriormente, con la resolución de la Comisión de Regulación de Energía y Gas (CREG) 131 de 1998, los usuarios del servicio de energía eléctrica se clasificaron entre regulados y no regulados. El mercado regulado, conformado por la mayoría de los consumidores, lo constituyen los usuarios industriales, comerciales y residenciales con demandas de energía inferiores a 55 MWh/mes. La CREG en 2007 (Resolución 119) aprobó la fórmula tarifaria general, mediante la cual los comercializadores minoristas de electricidad establecieron los costos y las tarifas por la prestación del servicio a los usuarios regulados en el Sistema Interconectado Nacional (SIN). Por su parte, el mercado no regulado lo conforman de manera libre la industria y todos aquellos usuarios con demandas de energía superiores o iguales a 55 MWh /mes. A diferencia del mercado regulado, en el no regulado el precio de la energía se pacta libremente mediante un proceso de negociación entre el consumidor y el comercializador.

Las tarifas del mercado regulado se determinan a partir de la definición del costo unitario de la prestación del servicio ( $CU$ ):

$$CU (\$/kWh) = G + T + D + C + P + R$$

Donde,  $CU$  es el costo unitario de la prestación del servicio ( $\$/kWh$ );  $G$  es la generación, es decir, el costo de producir energía (contratos indexados al IPP y al IPC, y compras de energía en Bolsa);  $T$  son los costos de transportar la energía hasta las centrales (se actualiza con el IPP);  $D$  es el costo de distribuirla hasta el usuario final (se actualiza con el IPP y las ADD)<sup>2</sup>;  $C$  es el costo de comprar y vender la energía (se actualiza con el IPC cada mes)<sup>3</sup>;  $P$  son las pérdidas de energía por prestar el servicio<sup>4</sup>, y  $R$  son los costos que limitan la capacidad de transporte de energía<sup>5</sup>.

Adicionalmente, para el caso de los hogares, al costo unitario por la prestación del servicio se le suma o se le resta un valor específico de acuerdo con el estrato socioeconómico al cual pertenezca la vivienda. Para los usuarios de estratos 1, 2 y 3 se les reconoce un subsidio sobre su consumo de subsistencia<sup>6</sup> del 60%, 50% y 15%, respectivamente. El estrato 4 paga el costo unitario del servicio, mientras que los usuarios de los estratos 5 y 6, junto con los usuarios pertenecien-

- 2 Con la creación de las (áreas de distribución del servicio de energía eléctrica (ADD), se unificaron los cargos por el uso de la red local y regional, lo que implicó variaciones en las tarifas para los usuarios. Los que tenían cargos superiores al unificado del ADD registraron disminuciones; en contraste, los que tenían cargos inferiores a los calculados para las ADD presentaron incrementos.
- 3 Corresponde al margen de comercialización derivado del costo de comprar a las generadoras y de vender la energía. Se incluyen los costos de facturación, lectura de medidores y atención del usuario, entre otros.
- 4 El componente de pérdidas está compuesto tanto por las pérdidas técnicas como no técnicas. Las primeras son aquellas generadas en la prestación del servicio, derivadas de las pérdidas en el proceso de transmisión de la energía hasta el usuario final. Por su parte, las pérdidas no técnicas son las pérdidas de energía por conexiones ilegales a las redes de transmisión.
- 5 Las restricciones corresponden a los costos que se generan por condiciones técnicas de la red (obsolescencia), las cuales limitan la capacidad de transporte de energía, incrementando el costo unitario al prestar el servicio.
- 6 Los consumos de subsistencia los definió la Resolución UPME 0355/2004. Hasta 130 kWh/mes para usuarios ubicados a una altura superior a los 1.000 m. s. n. m. y hasta 173 kWh/mes para usuarios ubicados a una altura inferior a los 1.000 m. s. n. m.

tes al sector comercial e industrial, pagan una contribución equivalente al 20% de su consumo de subsistencia, con destino a cubrir los subsidios otorgados a los usuarios de los estratos de menores ingresos.

## 2. ¿Qué ha pasado recientemente con las tarifas del servicio de energía eléctrica?

En diciembre de 2022 la generación de electricidad en Colombia fue mayoritariamente hidráulica (76,9%), y en menor medida térmica (14,2%) y de otras fuentes (8,9%). Por su parte, el nivel de volumen útil diario de agua en los embalses fue, en promedio, del 79,04% para dicho mes<sup>7</sup>. Estos valores suelen ser diferentes cuando llueve menos, como cuando ocurre el fenómeno de El Niño, episodio meteorológico que hace disminuir el nivel de los embalses y la generación hidráulica, la cual se compensa con mayor generación térmica, cuyo costo de producción es más alto y termina impulsado al alza las tarifas del servicio de energía. El actual evento de La Niña viene favoreciendo la generación de energía hidráulica y conteniendo las alzas de las tarifas de la energía, las cuales serían aún mayores a las observadas si estuviéramos atravesando un período de bajas precipitaciones, o un fenómeno de El Niño.

A pesar del estado favorable de los embalses, los contratos de venta de energía eléctrica de las generadoras a las comercializadoras, en su mayoría, están indexadas al IPP de oferta interna, cuyo ajuste anual a diciembre de 2022 ascendió al 19,4%. Como se describió, el factor tarifario de generación no es el único indexado al IPP, también el transporte y la distribución se actualizan mensualmente con este indicador. En consecuencia, estos factores tarifarios han estado contribuyendo significativamente al fuerte cambio anual del IPC de energía eléctrica en los últimos meses. De manera similar, el componente tarifario de comercialización, el cual está atado al IPC, viene incorporando en su dinámica la alta inflación al consumidor, que en diciembre se situó en el 13,1%.

Además de la indexación de buena parte de los componentes que determinan el costo unitario del servicio de energía eléctrica, las autoridades del sector establecieron en 2020, como respuesta a la crisis económica generada por la aparición del covid-19, una opción tarifaria (Resolución CREG 012) que consistió en aplazar los incrementos programados en las tarifas hasta que acabara la emergencia sanitaria, la cual oficialmente terminó en junio de 2022. Es así como desde el mes siguiente se comenzó a recuperar en los cobros del servicio de energía los ajustes que no se aplicaron durante la pandemia<sup>8</sup>. De acuerdo con información de la Superintendencia de Servicios Públicos, Bogotá estaría al día con dicha recuperación, mientras que Medellín y, en general, las ciudades de la Costa Atlántica muestran rezagos<sup>9</sup>.

A lo anterior se suma que los precios internacionales de los combustibles fósiles (gas, carbón y petróleo) desde mediados de 2020 comenzaron a subir con fuerza y, aunque moderaron su crecimiento en la segunda mitad de 2022, actualmente se encuentran en niveles históricamente altos, encareciendo la generación de energía térmica que, como se mencionó, representa más del 10% de la generación de energía eléctrica total en el país. Adicionalmente, las inversiones por ampliación de la cobertura y mejoramiento de redes en algunas ciudades, así como el cambio de la matriz energética por energía limpias (eólica y solar), son inversiones que se remuneran dentro del costo unitario de la prestación del servicio e impulsan al alza las tarifas de la energía eléctrica.

Cabe señalar que las ciudades de la Costa Atlántica tienen el costo unitario por el servicio de energía más alto de todo el país. En general, el cambio anual al cierre de 2022 en el servicio de energía en estas ciudades duplica la media nacional. Las razones que explican esta dinámica alcista de la energía en la región Caribe tienen que ver con factores regionales adicionales como la precariedad de la red eléctrica, lo que aumenta el costo unitario de la prestación del servicio. Asimismo, de acuerdo con las estimaciones de la Asociación Colombiana de Distribuidores de Energía Eléctrica (Asocodis), las pérdidas técnicas (por obsolescencia de las redes) son mayores que en el resto del país y las pérdidas no técnicas (con-

7 Informe Ejecutivo Mensual del Mercado Eléctrico Colombiano, Derivex, diciembre de 2022.

8 Con información a agosto, se estimaba que faltaba por recuperar cerca de COP3,5 billones. Véase la Resolución CREG 701-101 del 13 de septiembre de 2022.

9 Véase: [https://www.superservicios.gov.co/sites/default/files/inline-files/informacion\\_tarifaria\\_de\\_energia\\_principales\\_comercializadores\\_integrados\\_al\\_operador\\_de\\_red\\_diciembre\\_2020\\_\\_0%20%281%29.xlsx](https://www.superservicios.gov.co/sites/default/files/inline-files/informacion_tarifaria_de_energia_principales_comercializadores_integrados_al_operador_de_red_diciembre_2020__0%20%281%29.xlsx)

xiones ilegales e impagos) son más frecuentes<sup>10</sup>. Adicionalmente, el aumento de la tarifa en el servicio de energía ha sido superior en el norte del país, en parte por la implementación de la Resolución CREG 010 de 2020 que estableció un régimen transitorio especial tarifario, en el que el porcentaje de pérdidas reconocidas en las tarifas que debe asumir el usuario en la región Caribe es del 28,1%<sup>11</sup>, mientras que en el resto del país es del 12,5%<sup>12</sup>.

### 3. Ajustes recientes en la regulación tarifaria y sus efectos en los últimos meses

A mediados de septiembre de 2022 el Ministerio de Minas y Energía anunció un acuerdo nacional para bajar las tarifas de la energía eléctrica, denominado Pacto por la Justicia Tarifaria. Dicha estrategia abarca una serie de regulaciones, entre las que se destacan: disminuir los precios del servicio al consumidor de la energía, la renegociación a menores precios de contratos bilaterales entre comercializadoras y generadoras, el seguimiento a estos acuerdos y la continuación de diálogos con todos los agentes de la cadena con el objetivo de proteger a los consumidores.

Dentro de la batería de regulaciones de este acuerdo nacional para bajar las tarifas de energía se encuentra la Resolución CREG 101-029 del 16 de septiembre de 2022, cuyo objetivo era permitir que cambiaran transitoriamente (entre octubre a diciembre de 2022) las condiciones de los contratos celebrados por los comercializadores en el mercado de energía, los cargos por uso de las redes y el tiempo de pago de estos contratos. Lo anterior tenía como finalidad darles una mayor flexibilidad financiera a las empresas comercializadoras y no comprometer la provisión del servicio. Anteriormente, las comercializadoras tenían un plazo máximo de pago de treinta días calendario. El nuevo periodo de pago de los montos diferidos sería de dieciocho meses a partir de enero de 2023. Las comercializadoras podrán diferir hasta el 20 % de sus obligaciones financieras por transacciones en el mercado mayorista de energía y de cargos por uso de la red nacional de transmisión.

Por otra parte, la Resolución CREG101-028 del 16 de septiembre de 2022 (que tendrá una vigencia de cinco meses) tiene como principal objetivo lograr optimizar la operación de las plantas termoeléctricas según su número de unidades y potencia. Se espera que estos cambios ayuden a reducir los costos en el componente de restricciones de la fórmula tarifaria.

Dentro de las nuevas regulaciones definidas mediante la Resolución 101-027 del 16 de septiembre 16 2022, la CREG determinó que la variación mensual que aplicará el comercializador sobre la tarifa será de máximo el IPC del mes anterior al del cálculo y el mínimo podrá ser igual o inferior al 0%. Antes de dicha regulación este componente tenía un piso del 0,6% de la variación mensual (equivalente a un ajuste del 7,2% anual). Lo anterior abre la posibilidad de que los aumentos de las tarifas sean de una menor magnitud y que, incluso, se pueda presentar una reducción en las tarifas. Adicionalmente, en esta misma resolución se modificaron los indexadores que actualizaban los cargos por transmisión y distribución a partir de 2021. Con este cambio se busca también reducir la base del cálculo de estos componentes tarifarios, logrando que se computen sobre un valor menor. En consecuencia, desde enero de 2021 se desindexan del IPP estos componentes tarifarios y se recalculan entre diciembre de 2020 y septiembre de 2022 con aquella variación que resulte menor entre el IPC, el IPP o un índice propuesto por los agentes del sector. Por último, en la Resolución CREG 101-031 del 30 de septiembre de 2022, que modificó la 101-027, se estipula que los comercializadores integrados con los operadores de red (distribuidores) que se acogieron al acuerdo podrán incrementar las tarifas entre diciembre de 2022 y septiembre de 2023, hasta una variación mensual del IPC de +0,3 puntos porcentuales a partir de enero de 2023. Aquellos que no se acogieron podrán aumentar las tarifas solamente según la variación mensual del IPC.

Como resultado de las decisiones de las autoridades colombianas para reducir las tarifas de la energía eléctrica, el IPC de este servicio retrocedió en los dos últimos meses de 2022. En noviembre la información recogida por el DANE muestra que las tarifas de energía en el nivel nacional habrían caído un 1,14%, mientras que en diciembre se habrían contraído un 0,85% adicional.

10 Véase: <https://www.larepublica.co/empresas/air-e-y-afinia-son-las-empresas-con-el-mayor-indice-de-perdida-de-energia-por-hurto-3297960>

11 Corresponde al promedio del porcentaje de pérdidas reconocidas en las tarifas autorizado para las dos empresas prestadoras del servicio en la Costa Atlántica, Air-e y Afinia (29% y 27,2%, respectivamente).

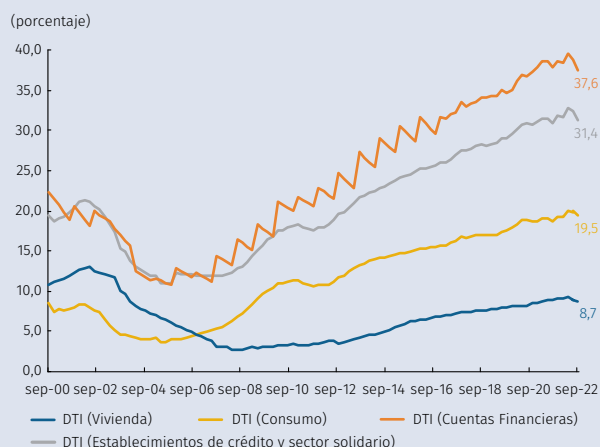
12 Véase: Amylkar Acosta, 18 de septiembre 2022, "¿Qué hacemos con la hiperinflación de las tarifas de energía?", Revista digital *Razón Pública*: <https://razonpublica.com/hacemos-la-hiperinflacion-las-tarifas-energia/>

## Recuadro 2

# Indicadores del endeudamiento de los hogares

Camilo Gómez  
Juan Sebastián Mariño\*

Gráfico R2.1  
Razón de deuda a ingreso disponible ajustado bruto anualizado de los hogares



Nota: El gráfico presenta la razón de deuda a ingreso disponible ajustado bruto de los hogares. Este último indicador proviene de las cuentas nacionales por sector institucional publicadas por el DANE. Se presentan cuatro medidas de endeudamiento:

1. Línea gris: deuda de los hogares con los establecimientos de crédito supervisados por la Superintendencia Financiera de Colombia, las cooperativas de ahorro y crédito, los fondos de empleados y la Titularizadora Colombiana.

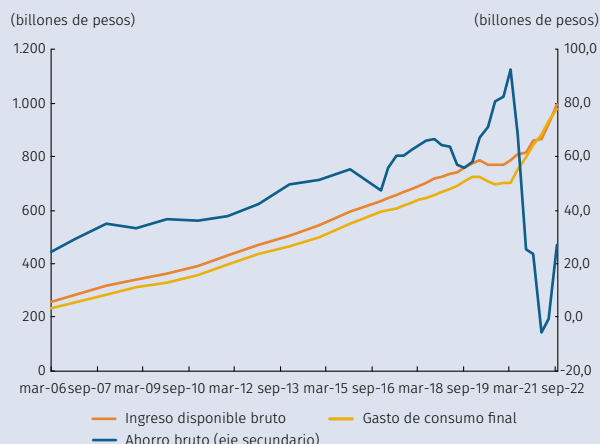
2. Línea naranja: deuda de los hogares proveniente de los saldos de las cuentas financieras publicadas por el Banco de la República. Además de lo incluido en la línea gris, se suman los microcréditos y los créditos comerciales a cargo de personas naturales, y las obligaciones con otras instituciones financieras. La serie presenta volatilidad debido a que tenía frecuencia anual antes de 2015, pasando a ser trimestral después de esta fecha.

3. establecimientos de crédito.

4. Línea azul: créditos de vivienda con establecimientos de crédito.

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, Superintendencia de Economía Solidaria, DANE y Banco de la República; cálculos Banco de la República.

Gráfico R2.2  
Flujo anualizado del ahorro bruto de los hogares y sus componentes



Fuente: DANE.

En el contexto de un fuerte crecimiento del endeudamiento de los hogares, una inflación que ha permanecido por encima de la meta por un periodo prolongado, un aumento consecuente en las tasas de interés de colocación y una desaceleración económica esperada para el año 2023, resulta relevante hacer seguimiento a la capacidad financiera de los hogares para enfrentar dicho escenario macroeconómico. Esta variable ha sido evaluada en las últimas tres versiones del *Reporte de Estabilidad Financiera* del Banco de la República<sup>1</sup>, y en uno de los informes especiales complementarios a este último<sup>2</sup>. El objetivo de este recuadro es actualizar algunos de los análisis presentados en estos documentos con la información más reciente, considerando indicadores de endeudamiento, ahorro y carga financiera de los hogares, así como los resultados más recientes de la morosidad en sus obligaciones con el sistema financiero.

El Gráfico R2.1 presenta la razón de deuda a ingreso disponible ajustado bruto<sup>3</sup> anualizado de los hogares. Este indicador mide su apalancamiento con el sistema financiero colombiano. Como se puede observar en el gráfico, los cuatro indicadores han presentado una tendencia creciente durante los últimos veinte años, y han alcanzado máximos históricos a inicios de 2022. Si bien los indicadores han caído ligeramente a partir de dicho punto, las deudas de los hogares como porcentaje de su ingreso permanecen en niveles relativamente elevados. Un alto endeudamiento podría implicar un incremento en la carga financiera de los hogares y, por tanto, incrementar su probabilidad de incumplimiento.

El Gráfico R2.2 muestra la dinámica del flujo anualizado<sup>4</sup> del ahorro bruto de los hogares y sus determinantes (ingreso disponible bruto y gasto de consumo final). Como se puede observar, desde que se tienen registros y hasta 2021, los hogares fueron ahorradores netos para la economía colombiana; es decir, el flujo de sus ingresos superó el de sus gastos. Durante la pandemia, como medida en parte precautelativa, los hogares incrementaron su ahorro a máximos históricos, y luego lo disminuyeron drásticamente en el contexto de la reapertura económica, alcanzando un valor negativo a principios de 2022. Si bien el ahorro pasó a ser positivo en la medición más reciente, permanece en niveles bajos frente a su histórico. Un menor ahorro reduce la capacidad de respuesta de los hogares ante choques negativos sobre su ingreso, incrementando así su vulnerabilidad financiera.

\* Los autores son miembros del Departamento de Estabilidad Financiera del Banco de la República.

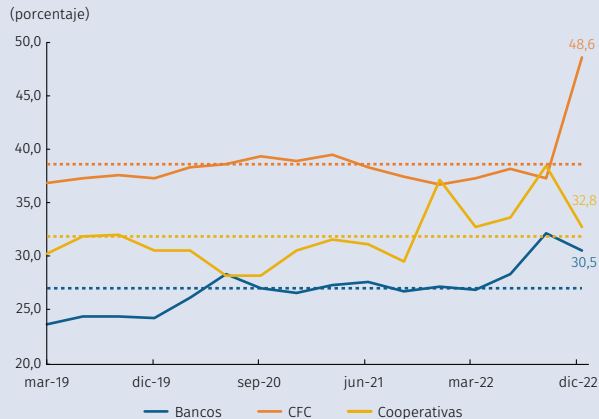
1 Para más información, véase el Recuadro 2: Comportamiento reciente de la posición financiera de los hogares, en el *Reporte de Estabilidad Financiera* del segundo semestre de 2022, disponible en <https://www.banrep.gov.co/es/publicaciones-investigaciones/reporte-estabilidad-financiera/segundo-semestre-2022>

2 Para más información, véase el Informe Especial de Estabilidad Financiera: Posición financiera de los hogares, publicado el segundo semestre de 2022, disponible en <https://www.banrep.gov.co/es/posicion-financiera-hogares-informe-especial-estabilidad-financiera-segundo-semestre-2022>.

3 Este ingreso incluye las transferencias sociales en especie recibidas por los hogares.

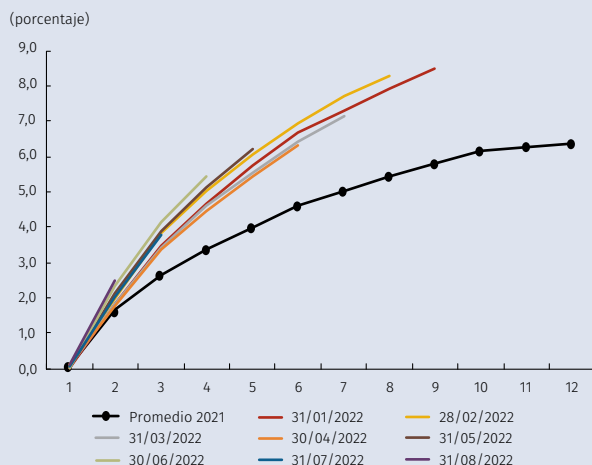
4 Acumulado de los últimos cuatro trimestres.

**Gráfico R2.3**  
Carga financiera promedio de los hogares que accedieron a nuevos créditos



Nota: las líneas punteadas muestran el promedio histórico de la carga financiera reportada por cada tipo de establecimiento de crédito.  
Fuente: Encuesta sobre la situación del crédito en Colombia, diciembre de 2022; cálculos del Banco de la República.

**Gráfico R2.4**  
Cosechas del indicador de calidad por mora de la cartera de consumo



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia.

Para evaluar la capacidad de los hogares para cumplir sus obligaciones financieras, el Banco de la República consulta a los establecimientos de crédito, a través del *Reporte sobre la situación del crédito en Colombia*<sup>5</sup>, la carga financiera<sup>6</sup> promedio de los deudores que accedieron a nuevos créditos otorgados en el trimestre más reciente. Como se puede ver en el Gráfico R2.3, para los tres tipos de establecimiento de crédito el indicador muestra valores relativamente altos con respecto a su promedio histórico. Lo anterior es consistente con el incremento en las tasas de interés de crédito y los altos niveles de endeudamiento descritos.

Por último, para evaluar la materialización del riesgo de crédito de los hogares en el pasado reciente, el Gráfico R2.4 muestra las cosechas de la cartera de consumo a la luz del indicador de calidad por mora (ICM)<sup>7</sup>. En concreto, cada línea del gráfico presenta el ICM de los créditos originados en determinado momento para un número de meses posteriores a su originación (eje horizontal). Lo anterior permite evaluar la evolución de la morosidad a lo largo del tiempo para los créditos analizados. Como se puede observar, aquellos créditos que han nacido más recientemente muestran un incremento en la morosidad con respecto a los otorgados en los primeros meses de 2022, así como frente al promedio de los créditos desembolsados en 2021 e incluso frente a los de años anteriores que presentaron mayores materializaciones del riesgo de crédito. El anterior comportamiento ha sido impulsado principalmente por las modalidades de libre inversión y tarjetas de crédito.

En conclusión, la reactivación económica observada después de la pandemia ha ocurrido en un contexto de demanda interna acelerada, altos indicadores de endeudamiento de los hogares y caídas de su ahorro. Asimismo, la mayor deuda y unas tasas de interés de crédito más altas se han reflejado en una mayor carga financiera. Estas dinámicas se han dado junto con incrementos de la morosidad de las cosechas nacidas a lo largo de 2022. Todo lo anterior reduce la capacidad de respuesta de los hogares ante choques negativos a la actividad económica. La Superintendencia Financiera de Colombia (SFC) ha respondido al deterioro de la cartera de consumo exigiendo provisiones adicionales<sup>8</sup> a las entidades de crédito para esta modalidad. Asimismo, el aumento significativo y oportuno de la tasa de interés de política monetaria se ha transmitido a las tasas de los nuevos créditos, lo que contribuye a prevenir aumentos excesivos del apalancamiento en un contexto de desaceleración y de un proceso de desinflación en los siguientes dos años.

5 Disponible en <https://www.banrep.gov.co/es/reporte-de-la-situacion-del-credito-en-colombia>.

6 La carga financiera se define como el porcentaje del ingreso disponible destinado al pago de las cuotas de los créditos que mantienen los hogares.

7 El ICM se define como la razón de los créditos con más de 30 días de mora y la cartera de créditos total.

8 Como respuesta al rápido crecimiento reciente de la cartera de consumo, la SFC expidió la Circular Externa 026 de 2022 mediante la cual se imparten instrucciones para la constitución de provisiones por riesgo sobre la cartera de consumo para afrontar la eventual materialización de riesgos. Para lo anterior, se modificó el factor de ajuste por plazo en la constitución de provisiones individuales de esta modalidad y se incorpora la posibilidad de realizar provisiones adicionales generales. Para más información, véase el capítulo cuatro del *Reporte de Estabilidad Financiera* del segundo semestre de 2022, disponible en <https://www.banrep.gov.co/es/publicaciones-investigaciones/reporte-estabilidad-financiera/segundo-semestre-2022>.



## Anexo 1

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

	Unidades	Ene-23	Dic-23	Ene-24	Dic-24	Ene-25
IPC total	Variación mensual (media)	1,61	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.
IPC sin alimentos	Variación mensual (media)	1,31	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.
IPC total	Variación anual (media), fin de periodo	13,06 <sup>c/</sup>	8,63	7,86	5,05	4,59
IPC sin alimentos	Variación anual (media), fin de periodo	10,10 <sup>c/</sup>	7,97	7,37	4,63	4,22
Tasa de cambio nominal	Pesos por dólar, fin de periodo	4.765	4.718	4.700	4.600	4.560
Tasa de política	Porcentaje, fin de periodo	13,00	10,00	9,50	6,00	5,50

	Unidades	IV-2022	2022	I-2023	II-2023	III-2023	IV-2023	2023	I-2024	II-2024	III-2024	IV-2024
PIB	Variación anual, serie original	4,2	8,0	2,3	1,1	0,6	0,9	1,4	2,0	2,5	2,7	n. d.
Desempleo	Trece ciudades, promedio del trimestre	9,8	n. d.	11,4	11,2	11,0	10,8	n. d.	11,7	11,2	11,0	n. d.
IBR (90 días)	Tasa efectiva anual, fin de periodo	n. a.	n. d.	13,0	12,4	11,0	10,0	n. d.	8,3	7,4	6,7	6,0
DTF	Tasa efectiva anual, fin de periodo	n. a.	n. d.	13,4	13,4	12,3	10,7	n. d.	9,2	8,1	7,2	6,3
Deficit fiscal (GNC) <sup>d/</sup>	Proporción del PIB	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	4,3	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.
Deficit en cuenta corriente <sup>d/</sup>	Proporción del PIB	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	5,0	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.

n. d.: no disponible.

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

a/ A partir de *Informe de Política Monetaria* de julio de 2020 se suspendió la realización del sondeo a analistas macroeconómicos locales y extranjeros y se presentan los datos correspondientes a los resultados de la *Encuesta Mensual de Analistas Económicos (EME)* del Banco de la República.

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

c/ Datos calculados con base en los resultados de la *Encuesta Mensual de Analistas Económicos (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 enero de 2023).



# ANEXO 2

## Principales variables del pronóstico macroeconómico

		Años										
		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
<b>Variables exógenas</b>												
Externas <sup>a/</sup>												
PIB socios comerciales <sup>b/</sup>	Porcentaje, var. anual, corregido por estacionalidad	2,7	2,1	1,6	2,6	2,6	1,4	-6,5	7,1	3,0	1,2	2,0
Precio del petróleo (referencia Brent)	Dólares por barril, promedio del período	99	54	45	55	72	64	43	71	99	87	84
Tasa de interés efectiva de fondos federales (Fed)	Porcentaje, promedio del período	0,09	0,13	0,39	1,00	1,83	2,16	0,36	0,08	1,68	4,96	4,33
Credit Default Swap a 5 años para Colombia	Puntos básicos, promedio del período	101	184	212	129	114	99	142	142	259	289	272
Internas												
Tasa de interés real neutral para Colombia	Porcentaje, promedio del período	1,4	1,5	1,6	1,3	1,3	1,2	1,3	1,5	2,0	2,2	2,3
PIB potencial para Colombia (tendencial)	Porcentaje, var. anual	3,9	3,3	2,7	2,4	2,3	2,5	0,1	4,2	4,3	2,8	2,4
<b>Variables endógenas</b>												
Precios												
IPC total	Porcentaje, var. anual, fin del período	3,66	6,77	5,75	4,09	3,18	3,80	1,61	5,62	13,12	8,71	3,50
IPC sin alimentos <sup>c/</sup>	Porcentaje, var. anual, fin del período	3,28	5,25	5,51	5,03	3,51	3,45	1,03	3,44	9,99	9,99	9,99
IPC bienes (sin alimentos ni regulados)	Porcentaje, var. anual, fin del período	1,75	7,27	5,91	3,24	1,40	2,18	0,63	3,31	15,04	.	.
IPC servicios (sin alimentos ni regulados)	Porcentaje, var. anual, fin del período	3,34	4,64	5,26	5,38	3,13	3,45	1,29	2,18	7,41	.	.
IPC regulados	Porcentaje, var. anual, fin del período	4,89	4,43	5,63	6,26	6,65	4,81	0,73	7,10	11,77	11,51	5,30
IPC alimentos <sup>d/</sup>	Porcentaje, var. anual, fin del período	5,24	13,08	6,65	4,08	1,87	5,80	4,80	17,23	27,81	5,74	0,29
IPC perecederos	Porcentaje, var. anual, fin del período	16,74	26,03	-6,63	5,84	8,88	8,66	2,49	24,42	36,44	.	.
IPC procesados	Porcentaje, var. anual, fin del período	2,54	9,62	10,74	-0,91	-0,08	5,04	5,43	15,32	25,33	.	.
Indicadores de inflación básica <sup>e/</sup>												
IPC sin alimentos	Porcentaje, var. anual, fin del período	3,28	5,25	5,51	5,03	3,51	3,45	1,03	3,44	9,99	.	.
IPC núcleo 15	Porcentaje, var. anual, fin del período	3,19	5,59	5,98	4,21	3,22	3,78	1,88	4,42	11,55	.	.
IPC sin alimentos ni regulados	Porcentaje, var. anual, fin del período	2,82	5,50	5,48	4,67	2,57	3,10	1,11	2,49	9,51	8,69	3,77
Promedio de todos los indicadores de inflación básica	Porcentaje, var. anual, fin del período	3,10	5,44	5,66	4,64	3,10	3,44	1,34	3,45	10,35	.	.
TRM	Pesos por dólar, promedio del período	2,001	2,746	3,053	2,951	2,957	3,282	3,691	3,747	4,257	.	.
Brecha inflacionaria de la tasa de cambio real	Porcentaje, promedio del período	-0,3	9,5	2,5	-1,8	-0,8	3,6	6,1	2,6	6,6	5,5	-0,2
<b>Actividad económica</b>												
Producto interno bruto (daec)	Porcentaje, var. anual, daec	4,5	3,0	2,1	1,4	2,6	3,2	-7,0	10,7	8,0	0,2	1,0
Gasto de consumo final	Porcentaje, var. anual, daec	4,3	3,4	1,6	2,3	4,0	4,3	-4,2	13,9	8,9	.	.
Gasto de consumo final de los hogares	Porcentaje, var. anual, daec	4,2	3,1	1,6	2,1	3,2	4,1	-5,0	14,8	9,6	.	.
Gasto de consumo final del Gobierno General	Porcentaje, var. anual, daec	4,7	4,9	1,8	3,6	7,4	5,3	-0,6	10,3	4,6	.	.
Formación bruta de capital	Porcentaje, var. anual, daec	12,0	-1,2	-0,2	-3,2	1,5	3,0	-20,5	12,2	17,2	.	.
Formación bruta de capital fijo	Porcentaje, var. anual, daec	9,2	2,8	-2,9	1,9	1,0	2,2	-23,3	11,2	11,7	.	.
Vivienda	Porcentaje, var. anual, daec	10,4	9,5	-0,2	-1,9	-0,4	-8,9	-30,3	22,6	5,9	.	.
Otros edificios y estructuras	Porcentaje, var. anual, daec	9,6	10,2	0,0	4,6	-3,5	1,1	-30,9	-3,0	4,3	.	.
Maquinaria y equipo	Porcentaje, var. anual, daec	9,2	-9,3	-7,9	1,4	8,6	12,3	-13,4	19,1	23,0	.	.
Recursos biológicos cultivados	Porcentaje, var. anual, daec	-1,3	2,3	13,1	0,3	-3,1	7,9	-1,8	3,7	-7,5	.	.
Productos de propiedad intelectual	Porcentaje, var. anual, daec	5,1	1,3	-12,0	1,2	1,5	-0,7	-10,8	10,3	15,7	.	.
Demanda interna	Porcentaje, var. anual, daec	6,0	2,4	1,2	1,1	3,5	4,0	-7,5	13,6	10,9	.	.
Exportaciones	Porcentaje, var. anual, daec	-0,3	1,7	-0,2	2,6	0,6	3,1	-22,7	14,8	15,7	.	.
Importaciones	Porcentaje, var. anual, daec	7,8	-1,1	-3,5	1,0	5,8	7,3	-20,5	28,7	24,2	.	.
Brecha del producto <sup>f/</sup>	Porcentaje	1,3	1,0	0,4	-0,6	-0,4	0,3	-7,1	-1,1	2,5	-0,1	-1,4
Indicadores coyunturales												
Producción real de la industria manufacturera	Porcentaje, var. anual, corregido por estacionalidad	1,7	2,1	3,7	-0,1	2,9	1,3	-8,0	15,8	.	.	.
Ventas del comercio al por menor, sin combustibles ni vehículos	Porcentaje, var. anual, corregido por estacionalidad	8,4	6,4	2,0	-0,1	5,4	8,1	-1,7	11,9	.	.	.
Producción de café	Porcentaje, var. anual producción acumulada del período	11,5	16,8	0,4	-0,3	-4,5	8,8	-5,8	-9,5	-11,9	.	.
Producción de petróleo	Porcentaje, var. anual, promedio del período	-1,9	1,6	-11,7	-3,7	1,4	2,4	-11,8	-5,8	.	.	.
<b>Mercado laboral <sup>g/</sup></b>												
Total nacional												
Tasa de desempleo	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período	9,4	9,2	9,5	9,7	10,0	10,9	16,5	13,8	11,2	11,3	.
Tasa de ocupación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período	61,1	61,3	60,5	60,0	59,1	57,7	50,4	53,1	.	.	.
Tasa global de participación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período	67,4	67,5	66,9	66,4	65,7	64,8	60,4	61,5	.	.	.
Trece ciudades y áreas metropolitanas												
Tasa de desempleo	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período	10,2	10,1	10,3	11,0	11,1	11,5	18,9	15,2	11,2	11,0	.
Tasa de ocupación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período	62,8	62,6	61,7	60,5	59,6	58,8	50,8	53,8	.	.	.
Tasa global de participación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período	69,9	69,6	68,8	67,9	67,1	66,4	62,7	63,5	.	.	.
<b>Balanza de pagos <sup>h/</sup></b>												
Cuenta corriente (A + B + C)												
Porcentaje del PIB	Millones de dólares	-19.819	-18.702	-12.587	-9.924	-14.041	-14.808	-9.347	-17.997	-21.366	-13.595	.
A. Bienes y servicios	Porcentaje, términos nominales	-5,2	-6,3	-4,4	-3,2	-4,2	-4,6	-3,4	-5,7	-6,3	-3,9	.
B. Ingreso primario (renta de los factores)	Millones de dólares	-12.332	-19.004	-13.451	-8.762	-10.556	-14.146	-13.090	-20.048	-16.919	-10.149	.
C. Ingresos secundarios (transferencias corrientes)	Millones de dólares	-12.108	-5.450	-5.312	-8.046	-11.442	-9.717	-5.044	-8.723	-16.845	-14.724	.
Cuenta financiera (A + B + C + D)	Millones de dólares	-19.292	-18.060	-12.339	-9.625	-12.954	-13.298	-8.611	-16.513	.	.	.
Porcentaje del PIB	Porcentaje, términos nominales	-5,1	-6,1	-4,1	-3,1	-3,9	-4,1	-3,0	-5,3	.	.	.
A. Inversión extranjera (ii - i)	Millones de dólares	-12.270	-7.403	-9.341	-10.011	-6.172	-10.836	-5.772	-6.201	.	.	.
i. Extranjera en Colombia (IED)	Millones de dólares	16.169	11.621	13.858	13.701	11.299	13.989	7.459	9.381	.	.	.
ii. Colombiana en el exterior	Millones de dólares	3.899	4.218	4.517	3.690	5.126	3.153	1.686	3.181	.	.	.
B. Inversión de cartera	Millones de dólares	-11.565	-9.091	-4.945	-1.800	862	24	-1.768	-4.595	.	.	.
C. Otra inversión (préstamos, otros créditos y derivados)	Millones de dólares	106	-1.981	1.781	1.641	-8.831	-5.820	-4.949	-6.371	.	.	.
D. Activos de reserva	Millones de dólares	4.437	415	165	545	1.187	3.333	4.328	654	.	.	.
Errores y omisiones (E Y O)	Millones de dólares	526	642	247	299	1.087	1.509	1.186	1.483	.	.	.
<b>Tasas de interés</b>												
Tasa de interés de política <sup>i/</sup>	Porcentaje, promedio del período	3,88	4,67	7,10	6,10	4,35	4,25	2,87	1,91	7,20	.	.
Tasa de interés de política esperada por analistas <sup>j/</sup>	Porcentaje, promedio del período	.	.	.	.	.	.	.	.	.	12,38	8,17
IBR overnight	Porcentaje, promedio del período	3,8	4,7	7,1	6,1	4,3	4,3	2,9	1,9	7,2	.	.
Tasa de interés comercial <sup>k/</sup>	Porcentaje, promedio del período	8,7	9,4	12,8	11,1	9,3	8,8	7,4	6,2	13,3	.	.
Tasa de interés de consumo <sup>l/</sup>	Porcentaje, promedio del período	17,3	17,2	19,2	19,4	17,9	16,5	15,0	14,3	21,1	.	.
Tasa de interés hipotecaria <sup>m/</sup>	Porcentaje, promedio del período	11,1	11,0	12,4	11,6	10,6	10,4	10,1	9,1	12,9	.	.

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/ 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>.

d/ 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>.

e/ 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>.

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

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

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

i/ Los resultados para 2020 y 2021 son preliminares.

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

k/ Estas proyecciones son calculadas como el promedio de la tasa 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 enero de 2023.

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

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

n/ Corresponde al promedio ponderado por monto de la tasa de interés de los desembolos en pesos y en UVR para la adquisición de vivienda NO VIV.

## Anexo 2 (continuación)

# Principales variables del pronóstico macroeconómico

	2017				2018			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Variables exógenas</b>								
<b>Externas <sup>a/</sup></b>								
PIB socios comerciales <sup>b/</sup>	Porcentaje, variación trimestral anualizada, corregido por estacionalidad							
Precio del petróleo (referencia Brent)	2,3	3,3	3,2	3,0	2,3	3,3	1,1	1,0
Tasa de interés efectiva de fondos federales (Fed)	5,5	5,1	5,2	6,1	6,7	7,5	7,6	6,9
Credit Default Swap a 5 años para Colombia	0,70	0,95	1,16	1,20	1,45	1,74	1,92	2,22
<b>Internas</b>								
Tasa de interés real neutral para Colombia	Porcentaje, promedio del periodo							
PIB potencial para Colombia (tendencial)	Porcentaje, var. anual							
<b>Variables endógenas</b>								
<b>Precios</b>								
IPC total	Porcentaje, var. anual, fin del periodo							
IPC sin alimentos <sup>c/</sup>	4,69	3,99	3,97	4,09	3,14	3,20	3,23	3,18
IPC bienes (sin alimentos ni regulados)	5,55	5,40	4,86	5,03	3,97	3,73	3,67	3,51
IPC servicios (sin alimentos ni regulados)	5,69	4,28	3,46	3,24	1,67	1,39	1,39	1,40
IPC regulados	5,87	5,55	5,02	5,38	4,09	3,79	3,60	3,13
IPC alimentos <sup>d/</sup>	4,71	6,33	6,10	6,26	6,28	6,21	6,35	6,65
IPC percerederos	1,46	-1,21	0,59	0,48	-0,06	1,11	1,47	1,87
IPC procesados	-13,09	-14,72	-0,32	5,84	7,13	8,47	9,51	8,88
Indicadores de inflación básica <sup>e/</sup>	Porcentaje, var. anual, fin del periodo							
IPC sin alimentos	6,28	3,29	0,84	-0,91	-2,01	-0,91	-0,72	-0,08
IPC núcleo 15	5,55	5,40	4,86	5,03	3,97	3,73	3,67	3,51
IPC sin alimentos ni regulados	5,63	5,16	4,49	4,21	3,45	3,24	3,19	3,22
Promedio de todos los indicadores de inflación básica	5,81	5,13	4,50	4,67	3,28	2,99	2,87	2,57
TRM	5,66	5,23	4,62	4,64	3,57	3,32	3,24	3,10
Brecha inflacionaria de la tasa de cambio real	2,924	2,920	2,975	2,986	2,860	2,839	2,961	3,160
<b>Actividad económica</b>								
Producto interno bruto	Porcentaje, var. anual, daec							
Gasto de consumo final	1,5	1,3	1,4	1,2	2,0	2,3	3,0	2,9
Gasto de consumo final de los hogares	2,2	2,3	2,6	2,3	3,8	4,1	3,9	4,0
Gasto de consumo final del Gobierno General	1,8	2,3	2,4	1,7	3,3	3,5	3,3	2,9
Formación bruta de capital	4,0	2,2	3,6	4,8	6,6	7,0	7,9	7,9
Formación bruta de capital fijo	Porcentaje, var. anual, daec							
Vivienda	-0,3	-1,9	-4,4	-6,3	-6,0	1,3	0,2	11,1
Otros edificios y estructuras	-0,8	1,4	5,9	1,0	-1,8	2,5	1,5	1,9
Maquinaria y equipo	12,7	-0,6	-4,4	-13,2	-8,8	-1,6	6,2	3,6
Recursos biológicos cultivados	-4,4	5,1	11,5	5,7	-6,1	-0,9	-5,0	-1,1
Productos de propiedad intelectual	-5,8	-2,2	7,5	6,2	11,6	13,5	6,8	3,5
Demanda interna	21,7	-2,1	-10,6	-4,4	-10,9	-6,7	3,7	2,3
Exportaciones	-5,5	2,8	4,6	3,4	2,5	3,0	0,6	0,0
Importaciones	1,0	1,4	1,3	0,7	1,6	3,6	3,5	5,1
Brecha del producto <sup>f/</sup>	1,5	5,3	3,4	0,2	0,0	-2,0	1,6	2,9
Indicadores coyunturales	3,6	1,9	1,1	-2,4	-1,7	4,6	5,3	15,3
Producción real de la industria manufacturera	0,2	-0,1	-0,3	-0,6	-0,7	-0,7	-0,5	-0,4
Ventas del comercio al por menor, sin combustibles ni vehículos	Porcentaje, var. anual, corregido por estacionalidad							
Producción de café	-1,9	-0,3	1,2	0,5	2,9	2,4	3,6	2,6
Producción de petróleo	0,0	-0,2	0,0	-0,3	4,6	5,8	5,2	6,1
<b>Mercado laboral <sup>g/</sup></b>								
Total nacional	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del periodo							
Tasa de desempleo	9,6	9,5	9,7	9,8	9,7	9,9	9,7	10,5
Tasa global de participación	60,2	60,4	59,9	59,5	59,2	59,5	59,5	58,4
Trece ciudades y áreas metropolitanas	66,6	66,8	66,4	66,0	65,6	66,0	65,9	65,2
Tasa de desempleo	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del periodo							
Tasa de ocupación	10,8	11,0	11,3	10,9	11,1	11,0	10,8	11,5
Tasa global de participación	61,0	60,7	60,3	59,9	59,6	59,9	60,0	58,9
<b>Balanza de pagos <sup>h/</sup></b>								
Cuenta corriente (A + B + C)	Millones de dólares							
Porcentaje del PIB	-3,490	-2,426	-2,561	-1,449	-3,023	-3,471	-3,406	-4,141
A. Bienes y servicios	-4,7	-3,2	-3,2	-1,7	-3,7	-4,2	-4,0	-4,9
B. Ingreso primario (renta de los factores)	-2,730	-2,551	-2,326	-1,154	-1,840	-2,557	-2,672	-3,487
C. Ingresos secundarios (transferencias corrientes)	-2,286	-1,558	-1,993	-2,208	-2,922	-2,784	-2,769	-2,967
Cuenta financiera (A + B + C + D)	Millones de dólares							
Porcentaje del PIB	1,527	1,684	1,759	1,914	1,739	1,870	2,035	2,313
A. Inversión extranjera (ii - i)	-2,986	-2,625	-2,379	-1,635	-2,876	-2,719	-3,487	-3,872
i. Extranjera en Colombia (IED)	-4,0	-3,5	-3,0	-2,0	-3,5	-3,3	-4,1	-4,6
ii. Colombiana en el exterior	-1,743	-1,217	-4,112	-2,939	-910	-2,273	-2,375	-615
B. Inversión de cartera	2,459	2,492	4,957	3,793	1,982	3,773	2,704	2,839
C. Otra inversión (préstamos, otros créditos y derivados)	716	1,275	845	854	1,072	1,500	330	2,224
D. Activos de reserva	182	-2,178	-4,24	620	1,715	350	482	-1,684
Errores y omisiones (E Y O)	-1,518	617	2,031	512	-3,817	-945	-1,763	-2,305
<b>Tasas de interés</b>								
Tasa de interés de política <sup>i/</sup>	Porcentaje, promedio del periodo							
Tasa de interés de política esperada por analistas <sup>j/</sup>	7,38	6,56	5,48	4,99	4,58	4,33	4,25	4,25
IBR overnight	Porcentaje, promedio del periodo							
Tasa de interés comercial <sup>k/</sup>	7,4	6,6	5,5	5,0	4,6	4,3	4,3	4,3
Tasa de interés de consumo <sup>l/</sup>	12,8	11,6	10,6	10,0	9,4	9,4	9,3	9,0
Tasa de interés hipotecaria <sup>m/</sup>	20,1	19,7	19,0	18,7	18,7	17,9	18,0	17,3
<b>Tasas de interés</b>								
Tasa de interés hipotecaria <sup>n/</sup>	12,5	12,3	11,3	10,9	10,8	10,6	10,5	10,4

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

daec: desestacionalizado y ajustado por efectos calendario.

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

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

c/ 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>.

d/ 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>.

e/ 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>.

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

g/ Corresponde al trimestre móvil desestacionalizado.

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

i/ Los resultados para 2020, 2021 y 2022 son preliminares.

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

k/ Estas proyecciones son calculadas como el promedio de la tasa 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 enero de 2023.

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

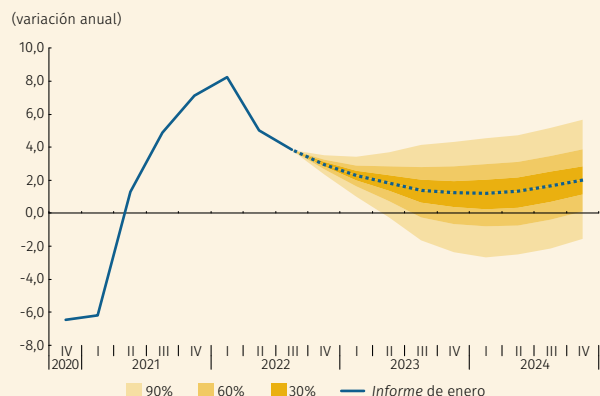
m/ No incluye los créditos otorgados mediante tarjetas de crédito.

n/ 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.



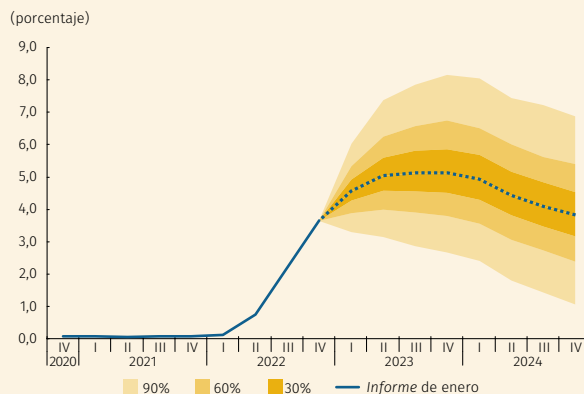
## Anexo 3 Densidades predictivas para otras variables relevantes del pronóstico macroeconómico

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



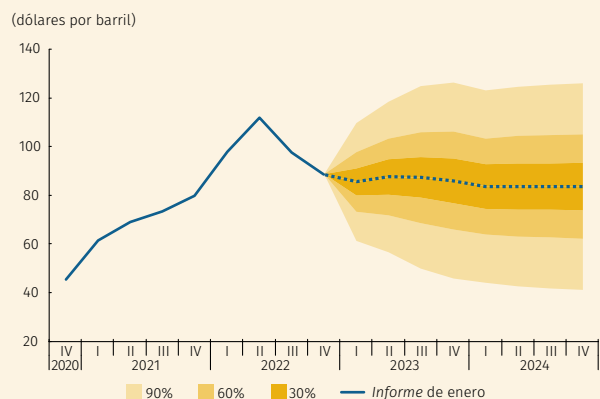
a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda).  
Fuentes: Bloomberg, oficinas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

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



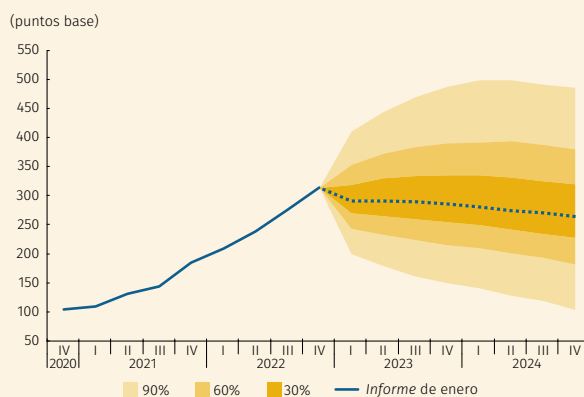
a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda).  
Fuente: Reserva Federal de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

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



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

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

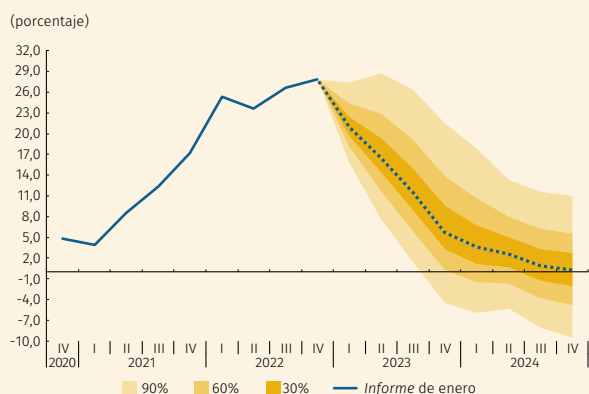


a/ Corresponde al *Credit default swap* a cinco años.  
b/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del 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

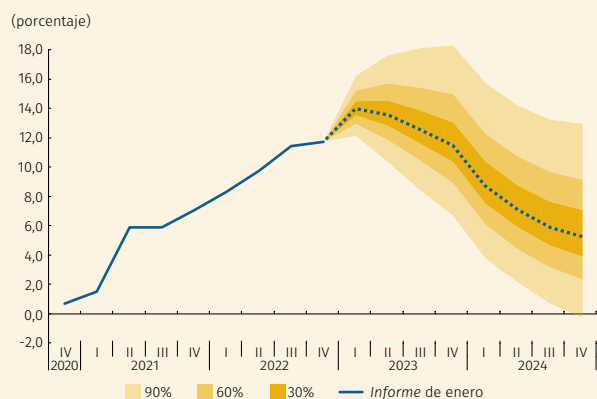
Gráfico A3.5  
IPC de alimentos, densidad predictiva<sup>a/</sup>  
(variación anual, fin de periodo)



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<sup>a/</sup>  
(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.