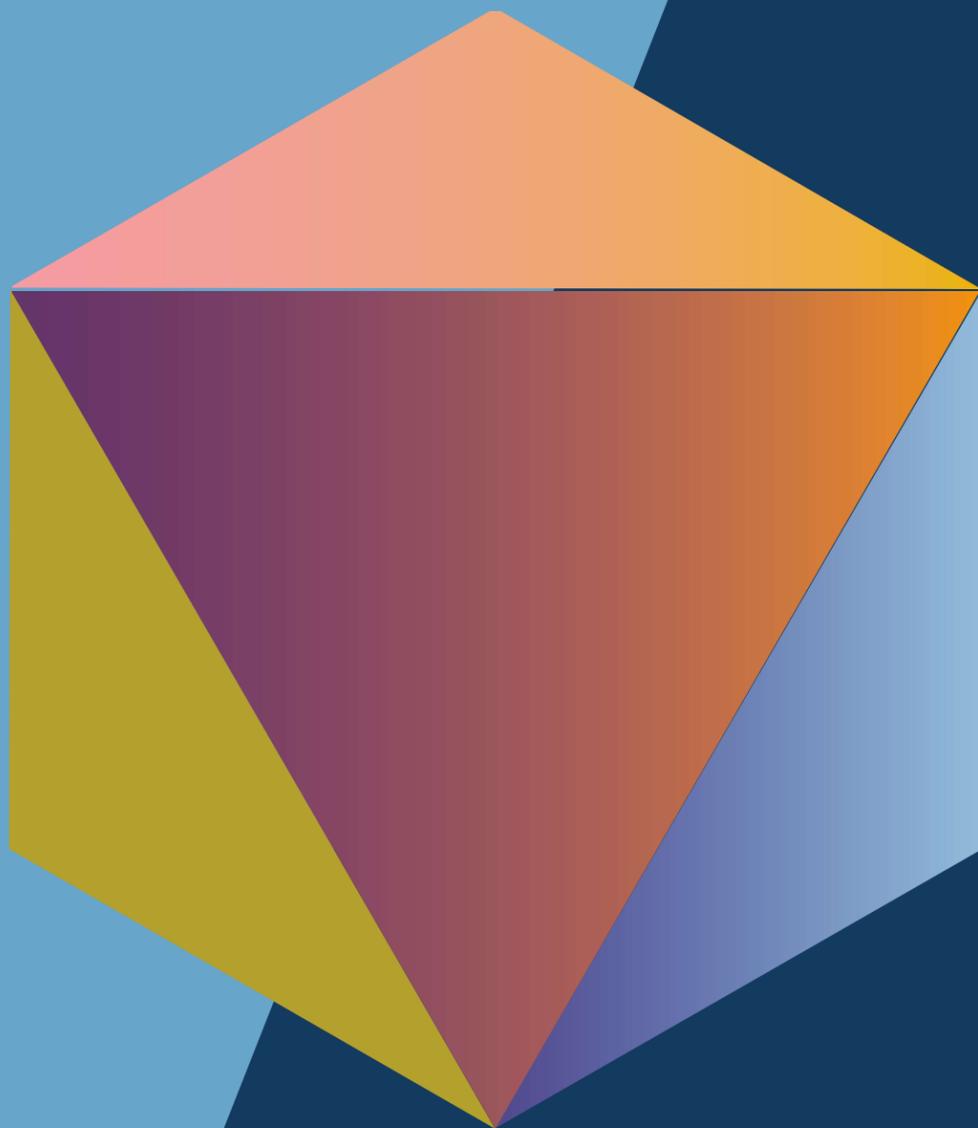

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

ISSN - 2711 - 1164



10/
2024



Octubre de 2024

INFORME DE **POLÍTICA** **MONETARIA**

*Presentado por el equipo técnico
a la Junta Directiva, para su reunión
del 31 de octubre de 2024.

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

ISSN - 2711 - 1164



Gerencia Técnica

Hernando Vargas Herrera
Gerente

Subgerencia de Política Monetaria e Información Económica (*)

Juan José Ospina Tejeiro
Subgerente

Departamento de Programación e Inflación

Carlos Huertas Campos
Director

Sección de Inflación

Adolfo León Cobo Serna
Jefe

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

Sección de Programación Macroeconómica

Viviana Alfonso Corredor
Jefe

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

Sección de Gestión del Proceso de Pronóstico

Celina Gaitán Maldonado
Jefe

Tatiana Andrea Mora Arbeláez
Nicol Valeria Rodríguez Rodríguez
Nicolle Valentina Herrera Pinto

Departamento de Modelos Macroeconómicos

Franz Hamann Salcedo
Director

Sección de Pronóstico

Julián Pérez Amaya
Jefe

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

Sección de Desarrollo de Modelos y Capacidades

José David Pulido Pescador
Jefe

Sara Naranjo Saldarriaga
Anderson Grajales Olarte
Juan Andrés Rincón Galvis
Fredy Alexander Castaneda Valdes

(*) En la elaboración de este Informe también colaboraron Eliana González, jefe de la Sección de Estadística; Deicy Cristiano, Julián Cárdenas y Jesús Sarmiento, profesionales de la Sección de Estadística; Jesús Bejarano, director del Departamento de Análisis Macroeconómico Aplicado; Andrés Herrera, David López, Steven Zapata y Manuela Quintero, profesionales del Grupo de Análisis Fiscal y Sectorial; Aarón Levi Garavito, investigador de la Subgerencia de Política Monetaria e Información Económica; Sebastián Quintero, Juan Camilo Vallejo, Alejandra Cotes, Pablo Ballén, Jorge Enrique Méndez, Gabriel Peña y Juan David Duitama, estudiantes en práctica.

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

Sugerencias y comentarios: +57 (1) 3431011 / atencionalciudadano@banrep.gov.co



Política monetaria en Colombia

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

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

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

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

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

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

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

4 Antes conocido como *Informe sobre Inflación*.

5 El actual esquema de comunicación fue aprobado por la JDBR en la reunión de mayo de 2023.

Contenido

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

2. Pronósticos macroeconómicos y análisis de riesgos **13**
 - 2.1 Contexto externo **13**
 - 2.2 Proyecciones macroeconómicas **18**
 - 2.3 Balance de riesgos del pronóstico macroeconómico **27**

3. Situación económica actual **31**
 - 3.1 Comportamiento de la inflación y precios **31**
 - 3.2 Crecimiento y demanda interna **34**
 - 3.3 Mercado laboral **36**
 - 3.4 Mercado financiero y monetario **38**

Recuadro 1: Evolución reciente del IPC de arriendos en Colombia **41**

Recuadro 2: Expectativas de inflación y su grado de anclaje: ¿qué se puede inferir de las expectativas derivadas del mercado de deuda pública en Colombia? **45**

Recuadro 3: Comportamiento reciente de los ingresos externos por remesas recibidos en Colombia **50**

Anexo 1 Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros **57**

Anexo 2 Principales variables del pronóstico macroeconómico **59**

Anexo 3 Densidades predictivas para otras variables relevantes del pronóstico macroeconómico **62**

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 **11**
- Gráfico 1.5** Tasa de interés de política, TIB e IBR **12**

- Gráfico 2.1** PIB real de los socios comerciales **13**
- Gráfico 2.2** Tasa de interés de política monetaria en algunos de los principales socios comerciales del país **14**
- Gráfico 2.3** Supuesto trimestral del precio del petróleo **15**
- Gráfico 2.4** Inflación en algunos de los principales socios comerciales del país **16**
- Gráfico 2.5** Supuesto trimestral de la tasa de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos **16**
- Gráfico 2.6** Supuesto trimestral de la prima de riesgo de Colombia (CDS) **17**
- Gráfico 2.7** Comportamiento de la prima de riesgo y de la tasa de cambio nominal para algunos países de América Latina **18**
- Gráfico 2.8** Brecha inflacionaria de la TCR trimestral **18**
- Gráfico 2.9** Índice de precios al consumidor **19**
- Gráfico 2.10** IPC sin alimentos ni regulados **20**
- Gráfico 2.11** IPC alimentos **20**
- Gráfico 2.12** IPC regulados **21**
- Gráfico 2.13** Pronósticos de inflación de bancos y comisionistas de bolsa **21**
- Gráfico 2.14** ISE total y por sectores de actividad **22**
- Gráfico 2.15** PIB trimestral **22**
- Gráfico 2.16** Exportaciones totales de bienes (FOB) **24**
- Gráfico 2.17** Importaciones totales de bienes (CIF) **24**
- Gráfico 2.18** Producto interno bruto, acumulado 4 trimestres **24**
- Gráfico 2.19** Brecha del producto **25**
- Gráfico 2.20** Cuenta corriente anual **26**
- Gráfico 2.21** Tasa de interés de política promedio trimestral observada y esperada por los analistas **27**
- Gráfico 2.22** Índice de precios al consumidor, densidad predictiva **29**
- Gráfico 2.23** IPC sin alimentos ni regulados, densidad predictiva **30**
- Gráfico 2.24** Producto interno bruto, acumulado 4 trimestres, densidad predictiva **30**
- Gráfico 2.25** Brecha del producto, densidad predictiva **30**

- Gráfico 3.1** IPC e indicadores de inflación básica **31**
- Gráfico 3.2** IPP por procedencia **31**
- Gráfico 3.3** IPC de bienes y servicios, sin alimentos ni regulados **31**
- Gráfico 3.4** IPC de servicios, sin alimentos ni regulados y sus componentes **32**
- Gráfico 3.5** IPC de regulados y sus componentes **33**
- Gráfico 3.6** IPC de alimentos y sus componentes **33**
- Gráfico 3.7** Producto interno bruto **34**
- Gráfico 3.8** Contribuciones a la variación anual del PIB trimestral **34**
- Gráfico 3.9** Gasto de consumo final de los hogares y del Gobierno General **35**
- Gráfico 3.10** Formación bruta de capital fijo trimestral **35**
- Gráfico 3.11** Exportaciones, importaciones y balanza comercial **35**
- Gráfico 3.12** Niveles sectoriales de valor agregado del segundo trimestre de 2024 relativos al cuarto trimestre de 2019 **36**
- Gráfico 3.13** Población ocupada por dominios geográficos **36**
- Gráfico 3.14** Empleo por posición ocupacional **36**
- Gráfico 3.15** Tasa de desempleo por dominios geográficos **37**
- Gráfico 3.16** Curva de Beveridge para las siete ciudades principales **38**
- Gráfico 3.17** Tasas reales de interés del crédito **39**
- Gráfico 3.18** Cartera bruta en moneda nacional **39**
- Gráfico 3.19** Indicador de mora **40**

Gráfico R1.1 Distribución de hogares por tipo de tenencia de vivienda **41**
Gráfico R1.2 IPC total y de arriendos **43**
Gráfico R1.3 Evolución mes a mes de la transmisión de la inflación total a la variación año corrido IPC de arriendos **43**
Gráfico R1.4 Valor agregado de la construcción de edificaciones e indicadores del mercado de vivienda nueva **44**
Gráfico R1.5 Oferta disponible de viviendas usadas para arrendar en las principales ciudades en estratos 4, 5 y 6 **44**

Gráfico R2.1 Expectativas de inflación, inflación observada y tasa de interés de política monetaria **46**
Gráfico R2.2 Ancla percibida por el mercado ($\bar{\pi}_S^e$) **46**
Gráfico R2.3 Grado de anclaje ($\frac{1}{y_S}$) medido como la lentitud de convergencia al ancla percibida ($\bar{\pi}_S^e$) **47**
Gráfico R2.4 Densidades por año para las BEI a 5 y 10 años **47**
Gráfico R2.5 Relación entre las desviaciones frente a la meta de las expectativas de corto plazo y largo plazo **48**
Gráfico R2.6 Codependencia y/o traspaso de las expectativas de corto y mediano plazo (BEI 3 a 5 años) **48**

Gráfico R3.1 Ingresos anuales por remesas recibidos por Colombia **51**
Gráfico R3.2 Participación de las remesas en la economía colombiana **51**
Gráfico R3.3 Migración colombiana y remesas **52**
Gráfico R3.4 Colombianos viviendo en el exterior (excluyendo Venezuela) **52**
Gráfico R3.5 Migrantes y mercado laboral en Estados Unidos **53**
Gráfico R3.6 Mercado laboral en España **53**
Gráfico R3.7 Remesas por país de origen **54**
Gráfico R3.8 Remesas por departamentos receptores **54**
Gráfico R3.9 Receptores y monto promedio de la remesa en Colombia **55**
Gráfico R3.10 Índice de crecimiento de las remesas **55**

Gráfico A3.1 Supuesto trimestral del crecimiento 12 meses de los socios comerciales con base en las proyecciones anuales, densidad predictiva **62**
Gráfico A3.2 Supuesto trimestral del precio del petróleo, densidad predictiva **62**
Gráfico A3.3 Supuesto trimestral de la tasa de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos, densidad predictiva **62**
Gráfico A3.4 Supuesto trimestral de la prima de riesgo de Colombia (CDS), densidad predictiva **62**
Gráfico A3.5 IPC de alimentos, densidad predictiva **63**
Gráfico A3.6 IPC de regulados, densidad predictiva **63**

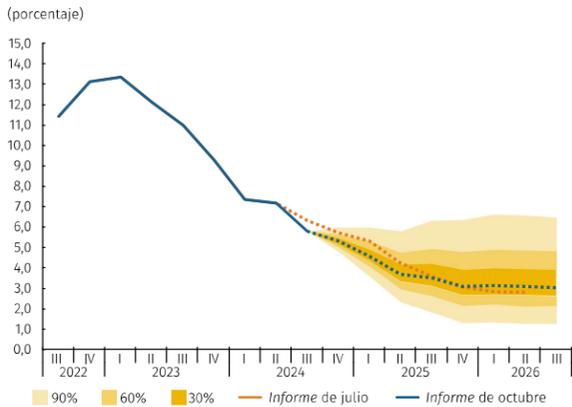
Índice de cuadros

Cuadro 2.1 Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales **14**

Cuadro 3.1 Tasas de interés **38**

1. Resumen

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

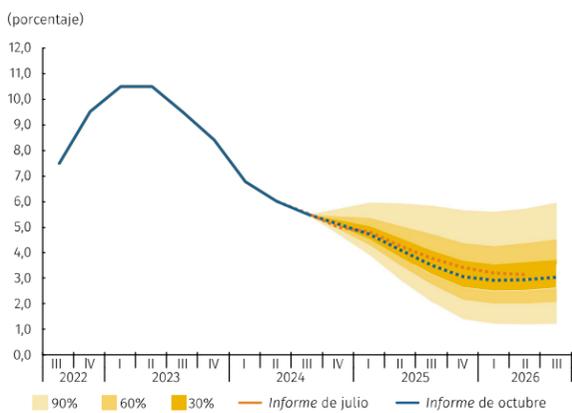


a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las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

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

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

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



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

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

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

1.1 Resumen macroeconómico

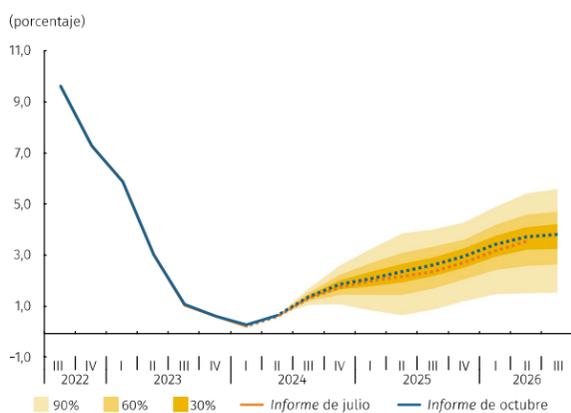
En septiembre la inflación total (5,8%) descendió más de lo esperado en el Informe pasado, mientras que la básica (5,5%) resultó similar a la proyectada. Las acciones acumuladas de la política monetaria y la disolución de algunos choques que han afectado los precios continuarían contribuyendo a la convergencia de la inflación a la meta del 3% en el horizonte de pronóstico. En el tercer trimestre, todos los grandes grupos del IPC, exceptuando servicios, se desaceleraron algo más de lo proyectado en el Informe de julio. Frente a lo estimado, la mayor sorpresa a la baja en la variación anual se registró en los regulados, debido al comportamiento de la electricidad y los combustibles. En el caso de los alimentos y los bienes, la mayor reducción anual se explicó por una mejora en la oferta de alimentos perecederos, y por unos precios y costos internacionales más bajos. El grupo de servicios también se desaceleró, pero menos de lo estimado, debido a unas sorpresas al alza en los arriendos y en las comidas fuera del hogar, las cuales superaron las menores variaciones anuales de los servicios de educación y de telefonía fija y móvil. Al tener en cuenta las anteriores tendencias, el pronóstico para el final del año de la inflación total se redujo al 5,3% (antes 5,7%) y el de la inflación básica (sin alimentos ni regulados) se situó en el 5,1% (antes 5%) (gráficos 1.1 y 1.2). De forma similar a lo estimado en el Informe anterior, la inflación total continuaría su proceso de convergencia hacia la meta a finales de 2025. Esta proyección recoge una revisión al alza en la variación anual de los regulados, que finalizaría en 2025 en el 4,5% (en lugar del 3,2%), debido al represamiento de aumentos en algunos componentes de esta canasta que se darían el próximo año, en un entorno de alta incertidumbre en la oferta de algunos servicios públicos. También, recoge una variación anual del IPC de alimentos hacia el final de 2025 que se estima algo más alta (2%, antes 1,2%). Por su lado, la inflación básica sería menor (3% para el cierre de 2025, antes 3,4%), en parte, por la indexación de algunos grupos del IPC a una inflación que se estima más baja en 2024, junto con menores presiones cambiarias, resultantes de unas condiciones financieras externas algo más holgadas tras las decisiones de política monetaria de los principales bancos centrales del mundo. A esto se suman los efectos acumulados de la política monetaria local, reflejados en una brecha del producto que se sigue estimando negativa para el siguiente año y en una menor expectativa de inflación frente a la de este año, factores que seguirían contribuyendo a mantener la tendencia decreciente de la inflación hacia la meta, para situarla en el 3,1% a finales de 2025. Estas proyecciones continúan enfrentando una incertidumbre elevada, asociada, principalmente, con el comportamiento futuro

de la tasa de cambio, con los choques de oferta que afectan el precio de los alimentos, con las disposiciones en materia de ajustes en los precios de algunos bienes y servicios regulados, y con el aumento del salario mínimo para el próximo año, entre otros.

El crecimiento económico estimado para 2024 y 2025 se incrementó del 1,8% y el 2,7%, al 1,9% y al 2,9%, respectivamente.

En el segundo trimestre el crecimiento anual del PIB (1,8%) fue similar a lo estimado, con una demanda interna que completó tres trimestres con aumentos en su nivel y que anualmente creció más que lo proyectado (1,6% frente al 0,3% estimado), principalmente por el comportamiento del consumo (1,6% frente al 0,2% estimado). La formación bruta de capital fijo (2,2%) también aumentó más de lo proyectado (0,5%). La demanda externa neta contribuyó de manera negativa al crecimiento anual del PIB, debido a un aumento anual de las importaciones mayor que el esperado. Las cifras de actividad económica para el tercer trimestre sugieren que la economía habría crecido a una tasa anual del 2,4%, igual a la contemplada en el *Informe* de julio. Este pronóstico, que tiene en cuenta los choques de oferta transitorios registrados en agosto y septiembre (voladura de oleoductos, problemas en refinación de petróleo y paro de transportadores), sugiere que la demanda interna habría continuado acelerándose, tanto por el consumo como por la inversión. La demanda externa habría seguido contribuyendo negativamente al crecimiento, debido a un aumento de las importaciones mayor que el de las exportaciones. En lo que resta de 2024 y hacia 2025 los niveles de actividad económica continuarían recuperándose, en un entorno de una política monetaria externa e interna menos contractiva frente a lo estimado en julio, pero esta última compatible con una inflación que se situaría cerca del 3% a finales de 2025. Con esto, los crecimientos para 2024 y 2025 se incrementaron al 1,9% y al 2,9%, respectivamente (Gráfico 1.3). Estos incrementos se explican por la revisión al alza de los niveles de consumo e inversión publicados por el DANE para el primer semestre y por un impulso de la demanda interna más dinámico y persistente en lo que resta del año y en 2025, de la mano de condiciones financieras internas y externas más favorables. Al igual que en la estimación de julio, los excesos de capacidad productiva se ampliarían levemente hasta el segundo trimestre de 2025 y se diluirían paulatinamente durante el horizonte de pronóstico (Gráfico 1.4). Estas estimaciones continúan sujetas a un alto grado de incertidumbre por factores externos (tensiones políticas globales y la política monetaria en los países avanzados) e internos (incertidumbre sobre la política fiscal, la evolución e impacto de las reformas presentadas al Congreso y la respuesta de la demanda interna a las condiciones financieras locales).

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



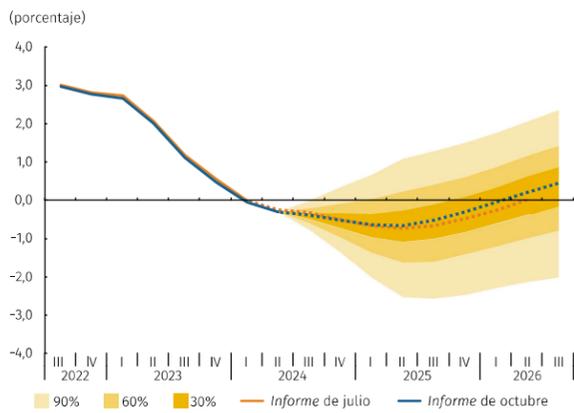
a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las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

b/ Series desestacionalizadas y ajustadas por efectos calendario.

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

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

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



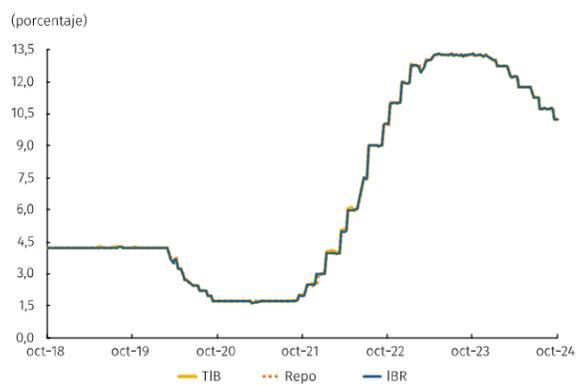
a/ La estimación histórica de la brecha se calcula a partir de la diferencia entre el PIB observado (acumulado 4 trimestres) y el PIB potencial (tendencial; acumulado 4 trimestres) que resulta del modelo 4GM; en el pronóstico se calcula a partir de la diferencia entre la estimación del PIB del equipo técnico (acumulado 4 trimestres) y el PIB potencial (tendencial; acumulado 4 trimestres) que resulta del modelo 4GM.
b/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda), mediante la combinación de las densidades del Patacon y el 4GM.
c/ La distribución de probabilidad corresponde al ejercicio de pronóstico del Informe de octubre.

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

con una menor demanda esperada de crudo y sus derivados a nivel global, redujeron la senda proyectada de su precio. Los términos de intercambio seguirían siendo inferiores a los observados en 2023, aunque se reducirían menos de lo estimado en el Informe anterior, dada la disminución proyectada en los precios de los bienes importados. En Estados Unidos, la Reserva Federal (Fed) inició la reducción de la tasa de interés de política en septiembre, a un ritmo mayor que el esperado por el mercado y por el equipo técnico del Banco, y la mediana de los pronósticos de los miembros de la Fed indicó que se darían recortes adicionales en lo que resta de 2024 y durante el próximo año. En ese país la inflación total y la básica continuaron disminuyendo en septiembre, pero su nivel y expectativas para 2025 se mantuvieron por encima de la meta. Al tiempo, el crecimiento del producto del segundo trimestre indicó una aceleración de la economía, mientras que el mercado laboral ha mostrado señales de relajamiento en lo corrido del tercer trimestre. En este contexto, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) revisó también al alza su estimación de la tasa de interés de largo plazo para Estados Unidos. Con todo esto, el equipo técnico del Banco redujo el sendero esperado de la tasa de interés de la Fed, con dos recortes adicionales de 25 pb para lo que resta del año y cuatro más en 2025. El sendero esperado de la prima de riesgo también se redujo levemente, reflejando unas condiciones de financiamiento externas más holgadas que las proyectadas en julio. Adicionalmente, la tasa de interés real neutral externa se incrementó, en línea con las revisiones hechas por el FOMC para Estados Unidos. La incertidumbre sobre los pronósticos externos y sobre su impacto en el país se mantiene elevada, dado el recrudecimiento de los conflictos en Ucrania y el Medio Oriente, el desempeño y los costos del comercio exterior y la percepción del riesgo soberano de Colombia, entre otros.

La postura contractiva de la política monetaria sigue contribuyendo a la convergencia de la inflación hacia la meta; sin embargo, la inflación observada y varias medidas de sus expectativas continúan por encima del 3%. Los indicadores de actividad económica para el tercer trimestre de 2024 señalan que el producto completaría cuatro periodos con aumentos trimestrales, con una demanda interna que habría vuelto a aumentar en términos anuales. En 2024 la posición externa completaría dos años de reducción del déficit corriente como porcentaje del PIB frente a los observados en años anteriores, con unos excesos de capacidad productiva similares a los estimados en julio, pero que en 2025 serían algo menores. En el mercado laboral, la tasa de desempleo continúa en niveles que se pueden calificar como bajos respecto a su historia, con una ocupación que ha aumentado. La dinámica del crédito siguió moderándose y se espera que los hogares continúen reduciendo su apalancamiento. Este ajuste macroeconómico ha permitido un descenso significativo de la inflación total y básica, así como de las expectativas de inflación. Hacia adelante, se espera que la inflación continúe disminuyendo, en un entorno de excesos de capacidad productiva. La perspectiva de una inflación decreciente y más baja que la estimada, junto con una brecha de producto que se mantiene negativa, permiten una postura menos contractiva de la política monetaria, que se ha visto reflejada en las decisiones de reducción

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



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

de las tasas de interés en los últimos meses por parte de la Junta Directiva. No obstante, una inflación observada y varias medidas de expectativas que superan la meta del 3%, acompañadas de un balance de riesgos al alza en estas variables, señalan la necesidad de una postura de política monetaria en terreno contractivo que continúe propendiendo por la convergencia de la inflación hacia la meta en el horizonte de pronóstico.

1.2 Decisión de política monetaria

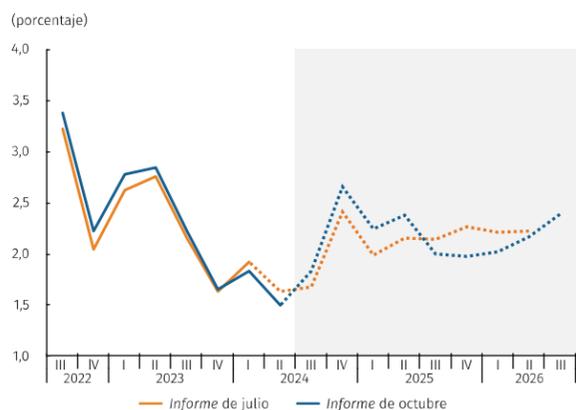
En sus reuniones de septiembre y octubre la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) decidió, por mayoría, reducir la tasa de interés de política monetaria en 50 puntos básicos (pb) en cada reunión, llevándola al 9,75 % (Gráfico 1.5).

2. Pronósticos macroeconómicos y análisis de riesgos¹

2.1 Contexto externo

2.1.1 Demanda externa

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



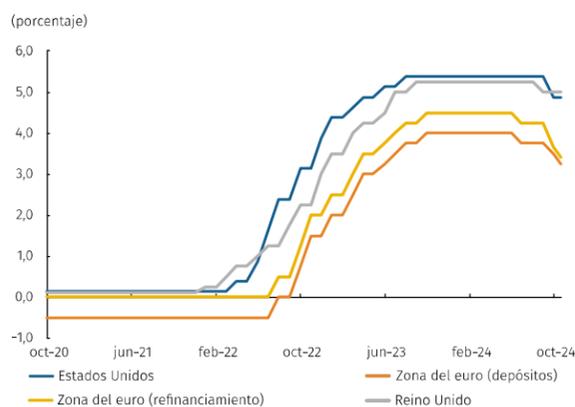
Fuentes: Bloomberg, oficinas de estadísticas, bancos centrales; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

En 2024 la demanda externa relevante para el país se desaceleraría menos de lo esperado en el Informe anterior y repuntaría ligeramente hacia 2025 (Gráfico 2.1). Recientemente, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) revisó al alza su estimación del crecimiento económico mundial para 2024, ubicándolo en un 3,2%, cifra que se mantendría estable hacia 2025. Estos pronósticos coinciden con los más recientes del Fondo Monetario Internacional (FMI). En cuanto a la senda de crecimiento de los principales socios comerciales del país, en este Informe se contempla una desaceleración menos marcada en 2024 que en el Informe anterior. En Estados Unidos el crecimiento económico del segundo trimestre se aceleró al 3,0% en términos trimestrales anualizados, superando las expectativas del mercado. Dicho crecimiento fue impulsado, principalmente, por un consumo de los hogares resiliente y un mercado laboral que se mantuvo fuerte, aunque más balanceado². Adicionalmente, en septiembre la Fed dio inicio al ciclo de flexibilización de tasas de interés en medio de la moderación de la inflación observada en lo corrido del año. En algunos países de la región, como Brasil y Perú, en el segundo trimestre se registraron cifras de crecimiento económico más fuertes de lo previsto, y los datos recientes señalan que esta mejor dinámica habría continuado. Por el contrario, en este periodo se observó un crecimiento económico más débil de lo esperado en países como Chile, México, Ecuador y China. Se destaca el caso de Ecuador, donde el PIB se contrajo un 2,2% en términos anuales, además de la desaceleración económica de China al 4,7% en el segundo trimestre y el 4,6% en el tercero, luego del 5,3% del primer trimestre del año³. Todo lo anterior se dio en un contexto de condiciones financieras internacionales relativamente holgadas frente al año anterior, moderación de la inflación a nivel global, continuación del ciclo de flexibilización monetaria en varios países, y su inicio en Estados Unidos (Gráfico 2.2). Se resalta, también, la elevada incertidumbre comercial y geopolítica en medio del recrudecimiento de los conflictos bélicos en Medio Oriente. Con todo esto, para 2024 se revisó

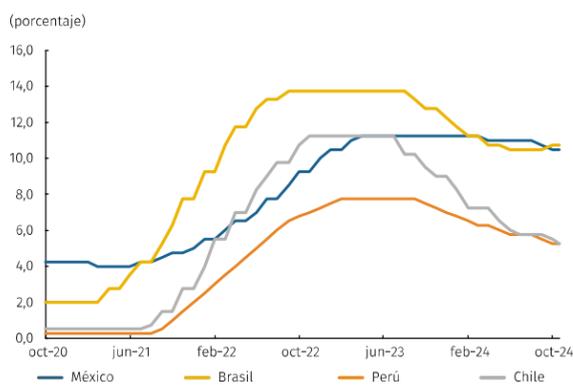
- 1 Las proyecciones presentadas en este capítulo fueron realizadas a partir de estimaciones de los modelos centrales de pronóstico Patacon y 4GM. Para mayor detalle de estos modelos véase <https://www.banrep.gov.co/es/node/149> y <https://www.banrep.gov.co/en/4gm-new-model-monetary-policy-analysis-colombia>
- 2 A esto se suma la reciente revisión al alza de las cuentas nacionales para los años posteriores a la pandemia en ese país, junto con estimaciones de mayor ingreso de los hogares y una mayor tasa de ahorro personal.
- 3 A finales de septiembre de 2024, el gobierno chino anunció una serie de medidas de impulso monetario y fiscal con el objetivo de incentivar la demanda interna.

Gráfico 2.2
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 octubre de 2024 son los observados al 24 de ese mes.
Fuente: Bloomberg.

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

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

(pr): preliminar. (proy): proyectado.
a/ Para el cálculo de las ponderaciones se hace uso de la participación en el comercio de bienes no tradicionales.
Fuentes: Bloomberg, Focus Economics, oficinas de estadística y bancos centrales de los países (datos observados); Banco de la República (proyecciones y cálculos).

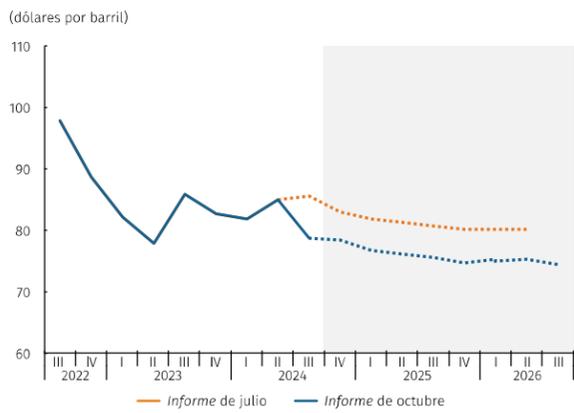
al alza el supuesto de crecimiento de los socios comerciales de Colombia al 2,0%⁴, lo que sigue representando una desaceleración frente al 2,4% de 2023. Hacia 2025, el crecimiento de los socios comerciales se aceleraría más de lo contemplado en el Informe anterior y se ubicaría en un 2,2% (Cuadro 2.1). Este repunte se daría en medio de la continua moderación de la inflación y la reducción de las tasas de interés de política monetaria a nivel mundial.

2.1.2 Desarrollos de precios en el extranjero

En 2024 y 2025 el supuesto del precio del petróleo se revisó a la baja frente al Informe anterior, en un contexto de una mayor disponibilidad de crudo en el mercado y una menor demanda de petróleo y sus derivados (Gráfico 2.3). En el tercer trimestre el precio promedio del crudo para la referencia Brent fue cercano a USD 79 por barril (bl), cifra inferior al promedio observado en la primera mitad del año (83 USD bl). La moderación observada y esperada en los precios del petróleo se debe, en parte, a la reducción en la demanda de petróleo en China, explicada por una menor actividad económica, la creciente adopción de combustibles alternativos para el transporte por carretera, y el mayor uso de vehículos eléctricos en ese país. De igual forma, se observa una moderación en la demanda global de algunos derivados, como el *jet fuel*. Por otro lado, se espera un incremento en la producción mundial de petróleo, producto de la tendencia creciente en los niveles de extracción de las economías que no forman parte de la Organización de Países Exportadores de Petróleo y sus aliados (OPEP+), junto con la suspensión de los recortes voluntarios cercanos a los 2,2 millones de barriles diarios

4 En el Informe de julio se esperaba que el crecimiento agregado de los principales socios comerciales del país fuera del 1,9% para 2024 y 2,1% para 2025.

Gráfico 2.3
Supuesto trimestral del precio del petróleo



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

sobre la producción de la OPEP+ a partir de enero de 2025⁵. Con esto, se prevé una acumulación de inventarios de crudo a lo largo del horizonte de pronóstico. No obstante, la reducción en los precios estaría limitada por la reducción de las tasas de interés en Estados Unidos, que podrían impulsar la demanda de crudo, y la persistencia de las tensiones geopolíticas en Medio Oriente. Con todo lo anterior, se supone un precio promedio para el Brent cercano a los USD 81 bl en 2024 y de USD 76 bl en 2025, proyecciones inferiores a lo contemplado en el *Informe* anterior (USD 84 bl y USD 81 bl, respectivamente). En general, la incertidumbre sobre la evolución de este precio se mantiene elevada debido, en especial, a las decisiones futuras que pueda implementar la OPEP+ y a los múltiples choques que afectan este mercado.

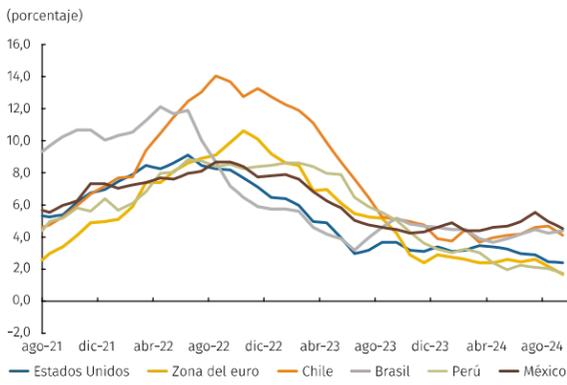
Los términos de intercambio se reducirían en 2024 debido a la disminución en los precios en dólares de las materias primas exportadas. Para el presente año se proyecta una reducción de los términos de intercambio de Colombia, explicada por la reducción en la cotización internacional de algunas materias primas exportadas, como es el caso del petróleo, el carbón y otros. Sin embargo, la moderación sería menor de lo proyectado en el *Informe* anterior, debido al descenso más pronunciado de lo esperado en los precios en dólares de los bienes intermedios importados por el país y el incremento observado en los precios del café y del oro. Para 2025 el deterioro de los términos de intercambio se acentuaría, en línea con la disminución adicional que se proyecta para los precios del petróleo y el carbón, y con el aumento esperado de los precios en dólares de los bienes importados.

La inflación mundial continuaría reduciéndose en la segunda mitad de 2024, pero se mantendría por encima de su meta en algunas economías avanzadas a finales del año. Durante la primera mitad de 2024 el proceso de moderación de la inflación mundial se revirtió ligeramente en medio de unos mayores precios internacionales de la energía y una elevada persistencia en los precios de los servicios. No obstante, en los últimos meses este proceso se ha reanudado, en un contexto de unos menores precios internacionales de la energía, y mercados laborales más balanceados a nivel mundial. En línea con esto, en agosto la inflación total de los países de la OCDE se redujo al 4,7%, mientras que el componente básico se moderó al 5,2% (frente al 5,4% y al 5,5% observado en julio para la inflación total y la básica, respectivamente). A su vez, algunas economías de la región continuaron presentando una moderación en el aumento de su nivel general de precios, entre las cuales se destaca el caso de Perú, que para el mes de septiembre presenta una inflación total anual (1,8%) por debajo de su meta. Esto mismo se ha observado en otras economías avanzadas como Reino Unido, Canadá y la zona del euro, donde la inflación total anual al mismo mes también se encuentra por debajo de su nivel objetivo (1,7%, 1,6% y 1,7% respectivamente). En cuanto a Estados Unidos, la inflación

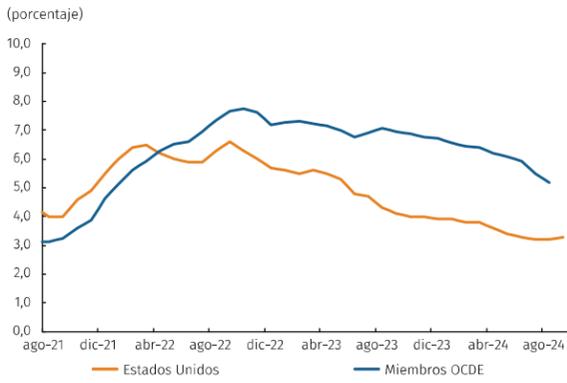
⁵ En su reunión del 3 de noviembre de 2024, la OPEP+ decidió mantener los recortes voluntarios cercanos a los 2,2 millones de barriles diarios hasta diciembre de 2024, para luego irlos retirando gradualmente a partir de diciembre de 2024 y hasta noviembre de 2025.

Gráfico 2.4
Inflación en algunos de los principales socios comerciales del país

A. Inflación total



B. Inflación excluyendo alimentos y energía



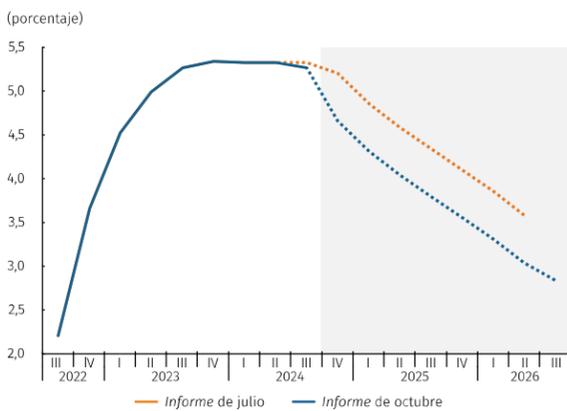
Fuentes: Bloomberg y Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE).

total de septiembre se redujo al 2,4%, luego del 2,5% del mes anterior, pero estuvo ligeramente por encima de la expectativa del mercado (2,3%). Esta disminución ocurrió en medio de la caída en los precios de la energía y de una menor variación anual de los precios de los servicios relacionados con la vivienda. Por su parte, la inflación básica se situó en un 3,3% en términos anuales para el mismo mes, superior al 3,2% de agosto (Gráfico 2.4). Hacia adelante, se espera que la inflación total en Estados Unidos continúe moderándose y acercándose a su objetivo del 2,0%⁶.

2.1.3 Desarrollos financieros externos

El supuesto de la tasa de interés de política monetaria en Estados Unidos se redujo en el horizonte de pronóstico, en un entorno de moderación de la inflación y un mercado laboral más balanceado en ese país (Gráfico 2.5). En su reunión de septiembre de 2024, el FOMC inició el proceso de flexibilización monetaria, al reducir en 50 pb su tasa de interés de política y ubicarla en un rango entre el 4,75% y 5,0%, superando la expectativa del mercado de 25 pb de recorte⁷. En las minutas de la reunión, el FOMC señaló que este recorte debía ser interpretado como una recalibración de una política monetaria que era demasiado restrictiva, pero no como una señal de que se continuaría con recortes de tasas en esa magnitud. Adicionalmente, la mediana de las proyecciones del FOMC revisó a la baja su estimación para la tasa de interés, señalando una reducción adicional de 50 pb en lo que resta del año, y una disminución total de 100 pb a lo largo de 2025. A su vez, redujo sus proyecciones para el PCE total y básico, pero aumentó su pronóstico de tasa de desempleo para finales de 2024 y 2025⁸. Cabe señalar que desde marzo de 2024 el FOMC ha venido aumentando su estimación de la tasa de interés de largo plazo y en septiembre acumuló una revisión al alza de 40 pb. En línea con esto, el presente *Informe* incorpora una revisión al alza de la tasa de interés neutral externa relevante para

Gráfico 2.5
Supuesto trimestral de la tasa de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos



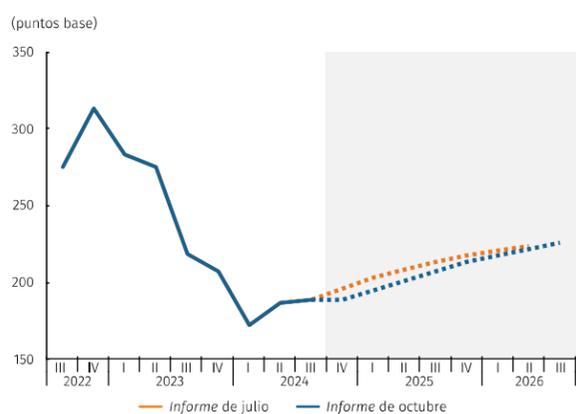
Fuente: Reserva Federal de San Luis; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

- 6 En Estados Unidos la mediana de las encuestas de septiembre de 2024, aplicada por la Reserva Federal de Nueva York a *primary dealers* y a *market participants*, sugiere una inflación total PCE (deflactor implícito del consumo) para finales de 2024 del 2,0% y del 2,2%, respectivamente. En la zona del euro, la mediana de la encuesta del Banco Central Europeo (BCE) de octubre de 2024, indica una inflación total armonizada del 2,2% para el último trimestre de 2024.
- 7 Por su parte, en su reunión del 17 de octubre de 2024 el Banco Central Europeo (BCE) redujo nuevamente en 25 pb su principal tasa de interés de política hasta 3,25%. Adicionalmente, desde septiembre el BCE redujo el diferencial entre la tasa de interés de política y la tasa de refinanciamiento en 35 pb, y en octubre ubicó su tasa de interés de refinanciamiento en 3,4%. La declaración posterior a la reunión resaltó el deterioro de las perspectivas económicas de la zona, lo que podría influir en la moderación de la inflación.
- 8 En septiembre, la mediana de las proyecciones del FOMC para el PCE se redujo del 2,6% y 2,3% para finales de 2024 y todo 2025 al 2,3% y 2,1%, respectivamente. Para las mismas fechas, la reducción del componente básico del PCE fue del 2,8% al 2,6% (2024) y del 2,3% al 2,2% (2025). Adicionalmente, incrementó su estimación de la tasa de desempleo al 4,4% para finales de 2024 y durante 2025.

Colombia⁹. En cuanto a los futuros asociados con la tasa de interés de política monetaria, estos han venido aumentando luego de conocerse el reporte más reciente del mercado laboral, las minutas del FOMC, la revisión en las cuentas nacionales de ese país y la ligera sorpresa al alza en la inflación total anual de septiembre. En particular, aquellos se han acercado a los pronósticos más recientes de la Fed¹⁰. Teniendo en cuenta lo anterior, para 2024 se revisó a la baja el supuesto de tasa de interés de política monetaria en Estados Unidos, y se contemplan dos reducciones adicionales de 25 pb que se darían en las últimas dos reuniones del año y que ubicarían esta tasa de interés en un rango entre el 4,25% y 4,50% al cierre del año. Hacia 2025 continuarían las reducciones de 25 pb en la tasa de interés de política monetaria, que se darían de manera escalonada hasta ubicarla en un rango entre el 3,25% y 3,50% a finales de ese año. La incertidumbre sobre este supuesto estaría relacionada con la evolución reciente del mercado laboral en Estados Unidos, las señales mixtas de actividad económica local, los temores de recesión y la incertidumbre política asociada con sus elecciones presidenciales.

Para 2024 y 2025 se supone una prima de riesgo para Colombia ligeramente menor que la proyectada en el Informe anterior (Gráfico 2.6), pero que es creciente en el horizonte de pronóstico. Durante el tercer trimestre del año las condiciones financieras y los mercados internacionales mostraron una volatilidad elevada. Se destaca el aumento marcado en la aversión al riesgo observado durante los primeros días de agosto, asociados con la fuerte reacción de los mercados al alza de tasas de interés en Japón y la publicación de datos de creación de empleo en Estados Unidos inferiores a las expectativas de los analistas. Sin embargo, desde mediados de agosto, la volatilidad se moderó significativamente y los mercados se han mostrado más optimistas como respuesta al recorte de tasas de interés por parte de la Fed. En este contexto, las primas de riesgo de varios países emergentes aumentaron marginalmente durante el tercer trimestre del año (Gráfico 2.7, panel A). En el caso de Colombia, el promedio del *credit default swap* (CDS) a cinco años pasó de 187 pb en el segundo trimestre a 189 pb en el tercero. Por otro lado, las tasas de cambio en algunas economías de la región y otros países emergentes se depreciaron frente a los valores promedio registrados en el segundo trimestre del año (Gráfico 2.7, panel B). En línea con esto, y en medio de unas condiciones financieras globales que se esperan más holgadas debido a una política monetaria menos restrictiva en los países avanzados, se supone una senda de la prima de riesgo algo menor a la del Informe anterior, que alcanzaría, en promedio, los 184 pb en 2024. Para 2025

Gráfico 2.6
Supuesto trimestral de la prima de riesgo de Colombia (CDS)^{a/}

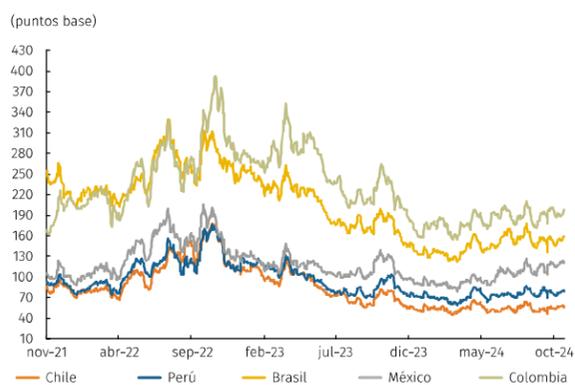


a/ Corresponde a los *credit default swap* a cinco años.
Fuente: Bloomberg; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

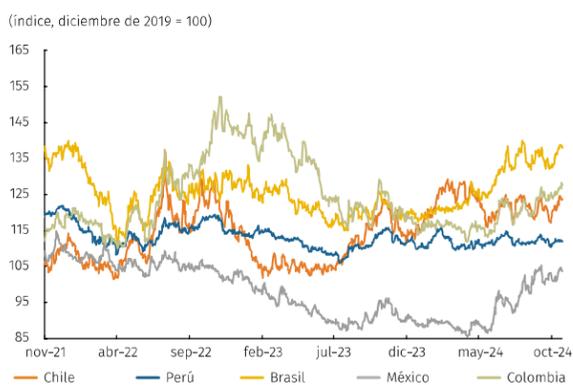
- 9 Para los modelos centrales de pronóstico la tasa de interés neutral real (TINR) de Colombia se estima como la suma de la TINR de Estados Unidos y la prima de riesgo tendencial, bajo la condición de paridad descubierta de tasa de interés.
- 10 Para finales de 2024 y 2025, y con cifras del 25 de octubre, los futuros asociados con la tasa de interés de política monetaria aumentaron al 4,52% y 3,52%, respectivamente (antes 4,32% y 2,87%, tomados el 19 de septiembre). Por su lado, las proyecciones del FOMC de septiembre señalan una tasa del 4,4% y 3,4% para el cierre de 2024 y 2025, respectivamente.

Gráfico 2.7
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 24 de octubre de 2024.
Fuente: Bloomberg; cálculos del Banco de la República.

el CDS a cinco años alcanzaría, en promedio, los 204 pb¹¹. Esta senda de la prima de riesgo mantiene una tendencia creciente en un entorno de alta incertidumbre sobre el futuro de las cuentas fiscales del país y un nivel de endeudamiento público que aumentaría en el horizonte de pronóstico. La trayectoria también considera la elevada incertidumbre global, la persistencia de conflictos geopolíticos y la disminución en el precio del petróleo y otras materias primas exportadas.

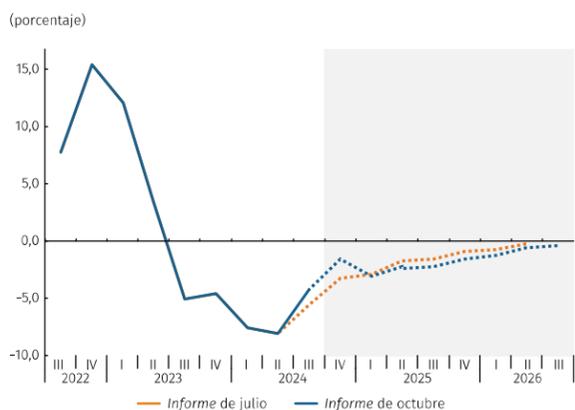
2.2 Proyecciones macroeconómicas¹²

2.2.1 Inflación

La inflación total anual al consumidor mantendría una tendencia de convergencia hacia la meta en el horizonte de pronóstico, con un resultado esperado para finales de 2024 y para buena parte de 2025 inferior al previsto en el Informe anterior.

La convergencia gradual de la inflación hacia la meta del 3% se daría, en parte, debido a los efectos acumulados de una postura contractiva de la política monetaria, reflejados en unas brechas negativas del producto y de la tasa de cambio real (Gráfico 2.8), una moderación de las expectativas de inflación, y debido, también, a la dilución de buena parte de los choques de oferta que han afectado algunos precios en años recientes, especialmente en alimentos y regulados. La reducción de la inflación al cierre de 2024 implicaría, además, unas menores tasas de indexación de una parte significativa de la canasta del consumidor en 2025, facilitando así su descenso en el mediano plazo. Pese a lo anterior, dadas las presiones sobre los precios acumuladas en el pasado y la inercia que han generado sobre la inflación en Colombia, esta continuaría registrando tasas superiores a la meta en lo que resta del presente año y buena parte de

Gráfico 2.8
Brecha inflacionaria de la TCR trimestral^{a/}
(variación anual, fin de periodo)



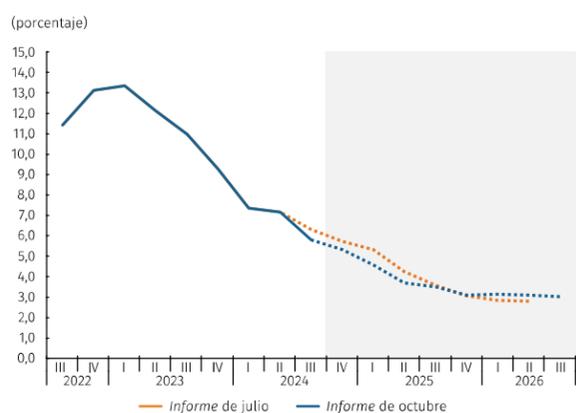
a/ La brecha inflacionaria de la tasa de cambio real (TCR) captura las presiones inflacionarias provenientes de la tasa de cambio. Valores positivos de esta brecha implican presiones alcistas sobre la inflación provenientes del tipo de cambio. Esta brecha se calcula como la desviación de la tasa de cambio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

11 En el Informe de julio el supuesto para el CDS a cinco años de Colombia fue de 186 pb para 2024 y 211 pb para 2025.

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

2025, acercándose al 3,0% hacia finales de dicho año. Frente al *Informe* de julio, la senda de pronóstico se redujo hasta mediados de 2025, con una dinámica de convergencia a la meta similar hacia el final del horizonte de pronóstico. Además de las menores cifras observadas, la corrección a la baja para este horizonte se centra en las canastas de bienes, alimentos y regulados, asociada, principalmente, con precios internacionales más bajos para varios bienes e insumos, mejor oferta interna de alimentos y choques de oferta bajistas sobre los precios de la energía eléctrica en el corto plazo. Todo esto compensaría con creces las mayores presiones observadas y esperadas en la canasta de servicios para 2024, producto de cifras más altas en el IPC de arriendos y en las comidas fuera del hogar (CFH) frente a lo estimado. Esta proyección también recoge una revisión al alza hacia finales de 2025 en alimentos y regulados, por cuenta, en el primer caso, de ajustes en el ciclo agropecuario esperado, y en el segundo, por represamiento de aumentos en algunos componentes de dicha canasta. Los pronósticos descritos suponen condiciones climáticas normales. Es importante mencionar que, en especial, las canastas de alimentos y de regulados han tenido una alta volatilidad en el pasado, por lo que el pronóstico y su cambio frente al *Informe* anterior enfrentan una alta incertidumbre. Con todo esto en cuenta, la senda más probable de pronóstico indica que la inflación total anual sería del 5,3% para finales de 2024 (frente al 5,7% del *Informe* anterior), del 3,1% para el cierre de 2025 y del 3,0% para el final del horizonte de pronóstico de este *Informe* (Gráfico 2.9).

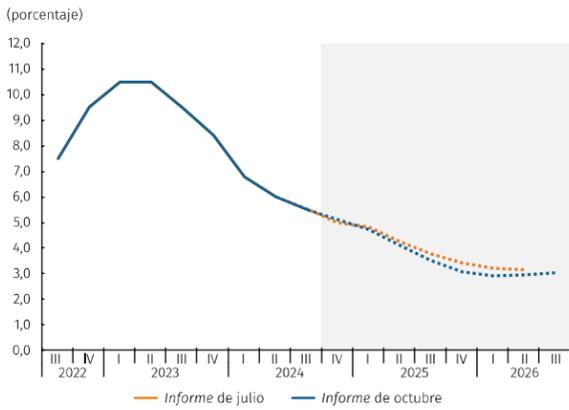
Gráfico 2.9
Índice de precios al consumidor
(variación anual, fin de periodo)



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

La inflación básica también mantendría una tendencia de convergencia gradual al 3,0% en el horizonte de pronóstico, con un resultado para finales de 2025 algo menor que el previsto en el *Informe* anterior. El indicador (aproximado mediante el IPC sin alimentos ni regulados) continuaría cayendo en todo el horizonte de pronóstico y se ubicaría en niveles cercanos al 3,0% en la segunda mitad de 2025, producto de varios de los factores arriba mencionados. Aquello permitiría una reducción paulatina de la variación anual del precio de los servicios, y una relativa estabilidad en la de los bienes alrededor de los bajos niveles actuales. Frente al *Informe* de julio, se espera una cifra un poco mayor para el cierre de 2024 debido, principalmente, a una revisión al alza de la senda prevista para el IPC de arriendos, rubro de mayor peso en la canasta del consumidor. Este aumento está asociado con sorpresas alcistas en los datos más recientes observados, lo que indicaría una mayor inercia frente a la prevista en el *Informe* anterior, además de unas presiones al alza más importantes provenientes de un mercado de alquileres más estrecho en los últimos trimestres, dado el bajo dinamismo en la construcción de vivienda, entre otros factores (veáse Recuadro 1). Asimismo, se revisó al alza el pronóstico del IPC de las CFH y de otros servicios, al incorporar mayores cifras observadas y un dinamismo reciente del consumo privado más alto que el anticipado. Sin embargo, a partir de 2025 estos factores alcistas en los servicios perderían fuerza y serían compensados de sobra por la menor tasa de inflación a la cual se indexa la canasta, como consecuencia de una inflación proyectada más baja para finales de 2024. A esto se suman menores costos de transporte interno esperados debido a una reducción en el supuesto del ajuste del ACPM, lo que incide en los servicios de movilidad de pasajeros

Gráfico 2.10
IPC sin alimentos ni regulados
(variación anual, fin de periodo)



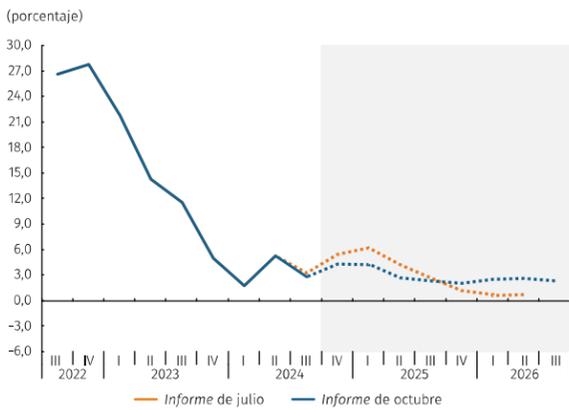
Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

y de mercancías. En cuanto al IPC de bienes, este último factor, junto con unos precios internacionales más bajos y unas presiones desinflacionarias provenientes de la tasa de cambio real algo mayores a partir de 2025¹³, llevaron a reducir toda su senda de pronóstico. De esta manera, la inflación básica anual se revisó a la baja desde 2025, en un contexto en el que la demanda interna seguiría débil, con una brecha del producto en terreno negativo a pesar de su cierre paulatino durante el horizonte de pronóstico (sección 2.2.2). Con todo lo anterior, la senda de pronóstico más probable de la inflación básica anual se ubicaría en el 5,1% y en el 3,0% a finales de 2024 y 2025, respectivamente. Esta senda supone un ajuste del salario mínimo cerca de un punto porcentual por encima de la inflación de fin de año esperada. Hacia 2026 se mantendría en valores cercanos al 3,0% (Gráfico 2.10).

La variación anual de los precios de los alimentos aumentaría de manera transitoria en lo que resta del año, pero retornaría a la convergencia de la inflación al consumidor hacia la meta.

El comportamiento esperado obedecería, en especial, al ciclo de producción agrícola de los alimentos, el cual se encontraría en una fase ascendente en precios a finales de este año. No obstante, frente al *Informe* de julio, la senda prevista es menor hasta mediados de 2025 producto, principalmente, de una oferta interna de alimentos algo mejor que la anticipada y de menores precios internacionales esperados para varios alimentos e insumos importados, así como unos costos de transporte interno que aumentarían en menor proporción, debido a una revisión a la baja en los ajustes esperados para el ACPM. Desde finales de 2025 se espera que las variaciones anuales de los precios de los alimentos sigan una senda relativamente estable por debajo del 3%, aunque ligeramente superior a la prevista en el *Informe* anterior, teniendo en cuenta algunos ajustes efectuados en el ciclo agropecuario esperado. Estos pronósticos no suponen condiciones climáticas adversas¹⁴ para los próximos años ni que se presentarían otro tipo de afectaciones en la oferta agropecuaria. Asimismo, se mantiene para finales de 2024 y 2025 el impacto alcista, pero transitorio, de los impuestos saludables. La senda de pronóstico tiene asociada una alta incertidumbre, ya que se sustenta, en parte, en el comportamiento de la producción y la distribución de alimentos perecederos, grupo sujeto a una alta volatilidad y múltiples choques de oferta. Todo lo anterior llevaría a que la variación anual de los alimentos registre, en su senda más probable, un 4,3% a finales de 2024. Para el cierre de 2025 y en adelante registraría cifras cercanas al 2,0% (Gráfico 2.11).

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



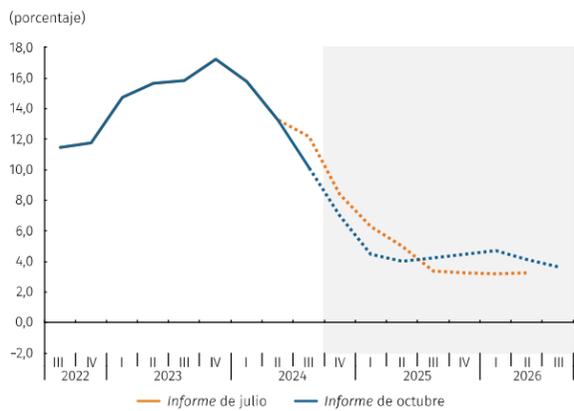
Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Las sorpresas bajistas en los precios de los regulados en el tercer trimestre permiten esperar un ajuste anual menor para lo que resta de este año y comienzos de 2025; sin embargo,

13 En este *Informe* se estima una brecha de tasa de cambio real algo más negativa a partir de 2025, en un contexto de condiciones financieras internacionales más holgadas.

14 De acuerdo con el reporte más reciente de la NOAA, habrá condiciones de La Niña entre septiembre-noviembre con un 60% de probabilidad y se espera que persista hasta enero-marzo de 2025.

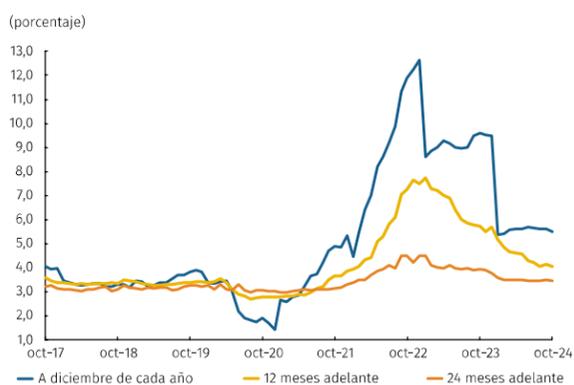
Gráfico 2.12
IPC regulados
(variación anual, fin de periodo)



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

para finales de ese año el pronóstico aumentó como resultado de presiones alcistas acumuladas. La senda esperada mantiene una tendencia decreciente hasta mediados de 2025, aunque con cifras superiores a las de la inflación total durante todo el horizonte de pronóstico. Este comportamiento incorpora los efectos de una indexación a tasas de inflación altas, aunque cada vez menores, el reconocimiento de costos e inversiones para mantener la oferta de los servicios públicos y el efecto que algunos precios internacionales tienen sobre los precios locales. Frente al *Informe* de julio, la senda de pronóstico se revisó a la baja hasta mediados de 2025 debido, principalmente, a sorpresas bajistas en los servicios públicos, en especial en la energía eléctrica. A esto se suma una menor inflación esperada para finales de 2024, lo que reduce las tasas a las que se indexa gran parte de la canasta. No obstante, a partir de 2025 se enfrentarían nuevas presiones alcistas en la canasta, lo que llevó a una senda de pronóstico más alta desde la segunda mitad de dicho año. Dentro de estas presiones se encuentran la normalización completa de las tarifas de los peajes, que se pospuso de 2024 a 2025, y mayores ajustes esperados en las tarifas de la energía eléctrica y el gas, como consecuencia de necesidades de inversión pospuestas en el pasado y de problemáticas que experimenta su oferta interna, respectivamente. Con todo esto, la variación anual del IPC de regulados se ubicaría en un 7,0% a finales de 2024 y en un 4,5% al cierre de 2025 como cifras más probables (Gráfico 2.12). Durante 2026 se reduciría gradualmente hacia valores menores al 4%; no obstante, es difícil prever el resultado en los precios de la interacción de todos los factores mencionados, por lo que el pronóstico continúa enfrentando un alto grado de incertidumbre.

Gráfico 2.13
Pronósticos de inflación de bancos y comisionistas de bolsa^{a/}



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

Las expectativas de inflación cayeron o permanecieron inalteradas frente a la encuesta de julio y siguen presentando una tendencia decreciente hacia la meta a medida que aumenta su plazo, aunque la mayoría de las medidas se mantienen por encima del 3%. Las expectativas de los analistas económicos, obtenidas a partir de la encuesta mensual del Banco de la República aplicada entre el 8 y el 10 de octubre (Gráfico 2.13), sugieren una inflación total y sin alimentos ni regulados para la mediana de las respuestas a finales de 2024 del 5,5% y 5,1%, respectivamente, ligeramente menor a lo esperado en la encuesta de julio (5,7% y 5,2% en su orden). Para finales de 2025 estas medidas se mantienen alrededor del 3,8% y el 3,6%, respectivamente. A dos y cinco años las medianas de las expectativas para la inflación total se mantuvieron inalteradas en el 3,5% y el 3,0%, respectivamente. Para los alimentos y los regulados, la mediana de expectativas en cuanto a su variación anual se ubica en un 4,2% y 7,8% para finales de 2024 (5,1% y 8,7% en la encuesta de julio), mientras que para finales de 2025 se ubican en 3,9% y 5,0%, en su orden (4,0% y 4,8% en julio). Por su parte, con información al 25 de octubre, las medidas estimadas con base en los bonos de deuda pública (*break even inflation*, BEI) y ajustadas por las primas de riesgo inflacionario y de liquidez, muestran unas expectativas de inflación relativamente estables y se ubican a dos, tres y cinco años en 3,2%, 3,4% y 3,5%, respectivamente (frente al 3,3%, 3,3% y 3,4%, en su orden, en las cifras de julio) (véase Recuadro 2).

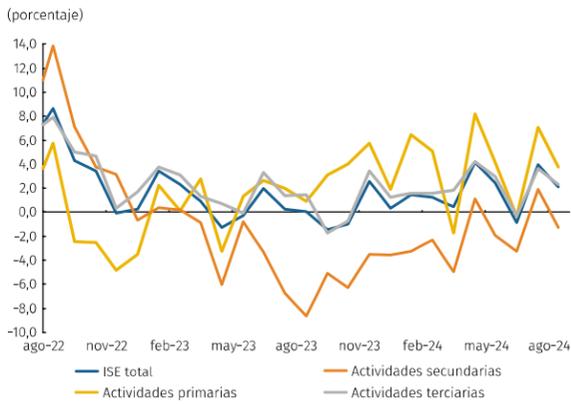
2.2.2 Actividad económica

En el tercer trimestre la economía colombiana habría seguido ganando paulatino dinamismo, con un crecimiento anual que superaría el del primer semestre, en línea con lo previsto en el Informe anterior. El indicador de seguimiento a la economía (ISE; Gráfico 2.14) para agosto y la información disponible a septiembre¹⁵ sugieren que la economía colombiana habría crecido a una tasa anual del 2,4 %, cifra mayor que la del segundo trimestre (1,8 %) e igual a la contemplada en el Informe de julio (Gráfico 2.15). Con esta expansión anual, equivalente al 0,8 % trimestral anualizado, el PIB se habría sostenido en niveles algo superiores a los del segundo trimestre. Por el lado de la oferta, el crecimiento anual proyectado estaría explicado, principalmente, por el desempeño de los sectores primario y terciario.

El primero habría estado jalonado por las actividades agropecuarias asociadas con los cultivos agrícolas, como el café, y también por la ganadería. No obstante, su crecimiento habría sido parcialmente contrarrestado por una menor dinámica de las actividades mineras, dada la baja producción de carbón y de petróleo, este último afectado por el posible impacto de algunos choques transitorios de oferta. En particular, en agosto se presentaron problemas en la capacidad de refinación de petróleo, y en septiembre ocurrió un paro camionero, todo lo cual habría afectado su producción. Por otra parte, las ramas terciarias habrían continuado registrando mejoras en el margen, dada la dinámica positiva de los servicios de administración pública, salud y educación, las actividades artísticas y de entretenimiento (impulsadas por los juegos operados en línea y las apuestas deportivas), el comercio y el transporte de carga, el de pasajeros, y las actividades financieras y de seguros. Con respecto a las ramas secundarias, la manufactura habría seguido presentando retrocesos anuales y niveles similares a los observados en la primera mitad del año. La construcción, por su parte, habría registrado un mejor desempeño, explicado, principalmente, por las obras civiles.

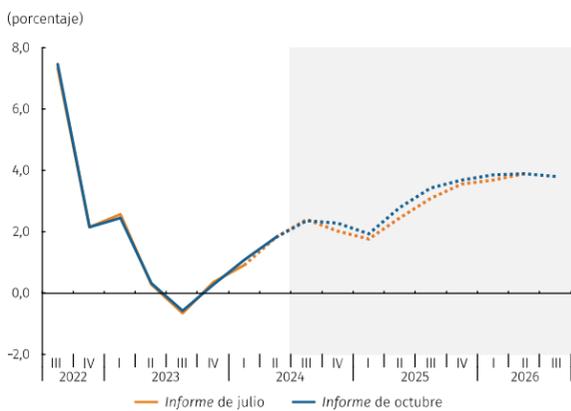
Entre junio y septiembre se espera una aceleración importante del crecimiento de la demanda interna en términos anuales, que obedece a una base baja de comparación más que a una expansión en niveles. Para el tercer trimestre el ejercicio de pronóstico permite esperar un aumento anual del 3,3% en este agregado, el cual, no obstante, no se habría traducido en un mayor nivel frente al trimestre anterior. A pesar de ello, la demanda interna habría completado dos trimestres consecutivos de crecimientos anuales positivos, después de que se observaron tasas negativas en el primer semestre del año y durante todo 2023. En niveles, la cifra esperada para el tercer trimestre estaría muy cercana al nivel que predeciría la tendencia prepandemia de este componente. Como sucedió en el segundo trimestre, durante el tercero el desempeño del gasto interno habría seguido soportado en expansiones anuales tanto del consumo como de la inversión total.

Gráfico 2.14
ISE total y por sectores de actividad^{a/, b/}
(variación anual)



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

Gráfico 2.15
PIB trimestral^{a/}
(variación anual)



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

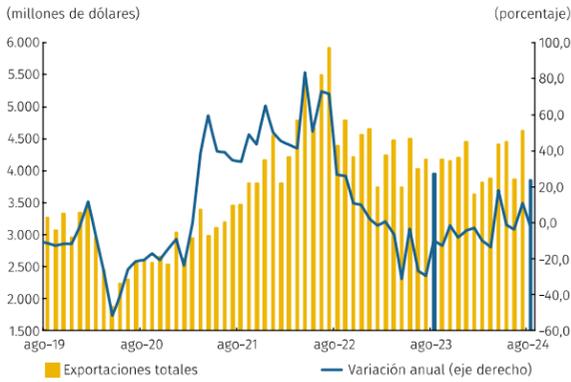
15 En la que se incluye, entre otros, el pulso económico regional, los desembolsos de crédito de consumo, los pagos por medios electrónicos, las matrículas de vehículos y motocicletas, las exportaciones y las importaciones mensuales, el transporte de carga por carretera y los pasajeros aéreos.

En este Informe se revisó al alza el pronóstico del consumo total y, en particular, del consumo privado, teniendo en cuenta la sorpresa alcista que se observó en el segundo trimestre. Para el tercer trimestre se espera un aumento en el crecimiento anual del consumo. Por componentes, para el consumo de los hogares se anticipa una nueva subida trimestral y una aceleración de este agregado, al pasar su crecimiento anual del 1,7% a una tasa superior al 2,0%. Este desempeño habría seguido impulsado por el gasto en servicios y por el consumo de bienes no durables, para los cuales se esperan expansiones trimestrales. El comportamiento de este último sería coherente con el crecimiento esperado para la oferta agropecuaria. El consumo durable también habría presentado niveles mayores frente al segundo trimestre, mientras que para el de semidurables se espera un retroceso. Las anteriores proyecciones se basan en cifras como el ISE, las ventas al por menor y las encuestas de servicios a agosto, y otras de más alta frecuencia como las importaciones de bienes de consumo, las matrículas de vehículos y motocicletas, y las cifras de transacciones de bancos comerciales. El importante crecimiento del consumo de los hogares se habría dado en un contexto de tasas de interés más bajas y de aumentos en su ingreso disponible, explicados, entre otros factores, por unas cifras de empleo favorables, unas remesas que se sostienen en niveles altos (véase Recuadro 3), las transferencias del Gobierno a los hogares y los mayores ingresos de las familias cafeteras. Con respecto al consumo público, se anticipa un crecimiento anual bajo, similar al observado en el segundo trimestre, y un crecimiento trimestral negativo, producto del retroactivo salarial, que elevó transitoriamente este agregado en el primer y el segundo trimestre.

La inversión en Colombia habría seguido mostrando niveles relativamente bajos, pero con un crecimiento anual positivo por segundo trimestre consecutivo, impulsado, principalmente, por las obras civiles. En el tercer trimestre, el mayor impulso a la expansión anual de la formación bruta de capital habría corrido por cuenta del componente de otros edificios y estructuras, el cual, además, presentaría incrementos trimestrales. A este favorable desempeño estarían contribuyendo principalmente las obras civiles, gracias al avance de diferentes proyectos en Bogotá (entre estos el metro) y en otras regiones del país (4G e inicio de proyectos viales de 5G). Se espera, también, un modesto crecimiento trimestral de la inversión en maquinaria y equipo, de acuerdo con lo que indican los datos de importaciones de bienes de capital. En contraste, no se anticipa una expansión de la inversión en vivienda, cuyos niveles habrían sido similares a los del segundo trimestre, según cifras como las del censo de edificaciones, las ventas de vivienda y los desembolsos para adquisición de vivienda. Con lo anterior, en el tercer trimestre, tanto la inversión fija como la total se habrían expandido de nuevo en términos anuales; no obstante, los niveles de la formación bruta de capital total se habrían mantenido bajos (cerca de un 20% por debajo de los observados antes de la pandemia).

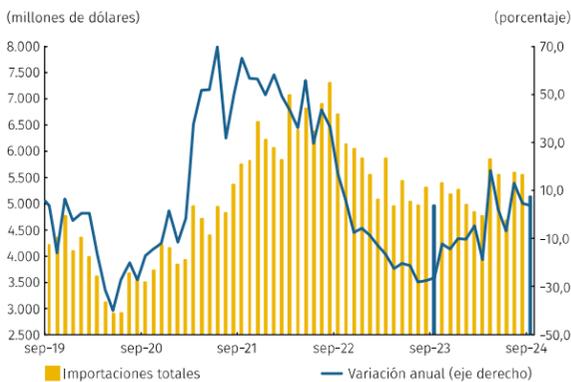
Las exportaciones en pesos constantes habrían seguido aportando al crecimiento de la economía, pero dada la aceleración esperada de las importaciones, la contribución de la demanda externa neta habría sido negativa. Para el tercer trimestre se prevé un aumento de la tasa de expansión anual de las exportaciones al 4,0%, lo cual implica también un crecimiento trimestral (Gráfico 2.16). En el caso de los bienes, las cifras mensuales a agosto sugieren que el incremento habría sido impulsado por carbón y bienes manufacturados y agrícolas, mientras que, en el caso de servicios, el impulso seguiría proviniendo del turismo de no residentes, de acuerdo con la información de pasajeros aéreos. Con respecto a las importaciones (Gráfico 2.17), se espera también una importante expansión en términos anuales cercana al 10% (en parte, por una baja base de comparación), la cual implica un crecimiento trimestral significativo; lo anterior, gracias, en especial, a las mayores compras de bienes de capital y de consumo durable. Dado lo anterior, la demanda externa neta habría realizado un aporte negativo a la variación anual del PIB durante el tercer trimestre, por segundo periodo consecutivo.

Gráfico 2.16
Exportaciones totales de bienes (FOB)
(mensual)



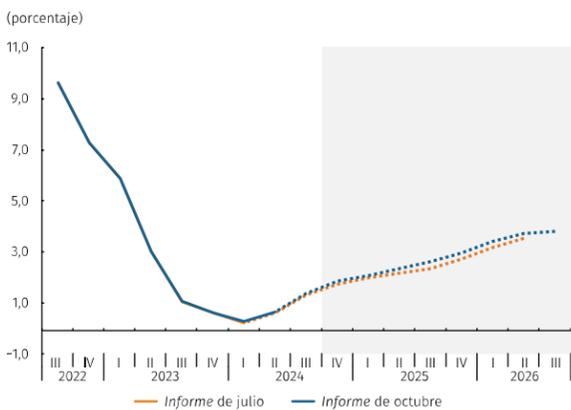
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.17
Importaciones totales de bienes (CIF)
(mensual)



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

Gráfico 2.18
Producto interno bruto, acumulado 4 trimestres^{a/}
(variación anual)



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

En este Informe se incrementó levemente el pronóstico de crecimiento de la economía para todo 2024, lo que supone mayores niveles de actividad económica en el cuarto trimestre frente al tercero. Para el año completo, el consumo total mostraría un crecimiento anual algo superior al registrado en 2023 (1,0%), mostrando una tendencia clara de recuperación a partir del segundo trimestre del año. Este comportamiento estaría liderado por el consumo de los hogares, cuyos niveles en el cuarto trimestre serían ligeramente superiores a los que se esperan para el tercero, los cuales son altos en comparación con los observados antes de la pandemia. Este mejor desempeño estaría en línea con unas condiciones financieras que se han relajado en lo corrido del año, y que continuarían haciéndolo en lo que resta de 2024. Al mayor crecimiento de este componente del gasto también estarían contribuyendo la importante reducción de la inflación, el desempeño favorable del empleo y la mejora de los ingresos externos de las familias por remesas y exportaciones de café, entre otros. En cuanto al consumo público, se espera que este componente mantenga unos niveles relativamente estables en lo que resta del año, de acuerdo con las estimaciones del *Marco Fiscal de Mediano Plazo* (MFMP), el cual incorpora el ajuste en el gasto público anunciado por el Gobierno para el segundo semestre, y que obedece a la reducción en la proyección del recaudo. Así las cosas, el consumo público crecería en todo 2024 a una tasa similar a la observada en 2023 (1,6%). Respecto a la inversión, en este Informe se espera una mejor dinámica hacia finales de año, en la medida en que aumente la ejecución de las obras civiles. Gracias al comportamiento de este componente, la inversión en todo 2024 debería expandirse frente a los bajos niveles de 2023. En el contexto externo, para el resto de 2024 se sigue esperando un mayor dinamismo de las exportaciones, así como unas importaciones que continuarían recuperándose. Con todo lo anterior, se proyecta un crecimiento de la economía colombiana del 1,9% para todo 2024, un poco superior al publicado en el Informe anterior (1,8%) (Gráfico 2.18). Este incremento se explica tanto por la revisión al alza de los niveles de consumo e inversión publicados por el DANE para el primer semestre, como por una mayor dinámica esperada de la demanda interna en lo que resta del año.

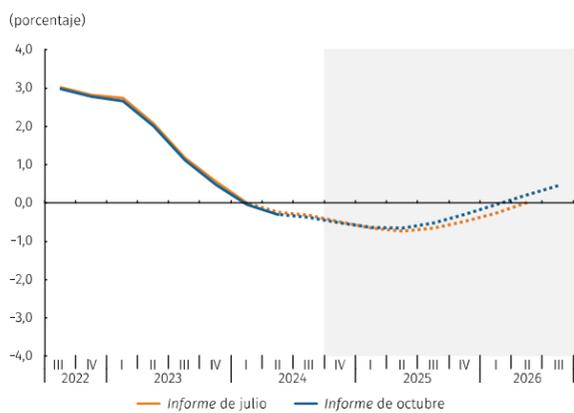
Para 2025 se espera que la economía siga fortaleciéndose, convergiendo gradualmente a su nivel potencial y a una tasa de crecimiento cercana al 3,0%. En este Informe se siguen contemplando unos menores costos de financiamiento externos e internos, los cuales permitirían un mayor dinamismo de la demanda interna y de las exportaciones. Todo esto estaría en línea con una aceleración del crecimiento de los socios comerciales, mayores transferencias del exterior vía remesas, una exportación de servicios de turismo que seguiría creciendo y un acceso pleno al financiamiento externo. Dado lo anterior, se espera un crecimiento anual del 2,9% para todo 2025, cifra algo superior a la prevista en el Informe anterior (2,7%), debido a un impulso algo más persistente de la demanda interna y a unas condiciones financieras externas e internas algo menos contractivas (Gráfico 2.18). Cabe señalar que este pronóstico sigue enfrentando unos niveles de incertidumbre elevados, relacionados, en particular, con la volatilidad que

aún reflejan las condiciones financieras internacionales y los retos que enfrenta el ajuste fiscal en Colombia.

Los pronósticos de la tasa de desempleo (TD) sugieren que esta se mantendría relativamente estable en lo que resta del año y en 2025. La información disponible a agosto de la *Gran encuesta integrada de hogares* (GEIH) mostró un mercado laboral con un mayor dinamismo del empleo. La tasa global de participación (TGP) ha registrado un leve aumento, ubicándose en un 64,2%. Como resultado de lo anterior, en los últimos meses la tasa de desempleo (TD) del agregado nacional se mantuvo relativamente estable, con algunas reducciones en el margen. En particular, para el trimestre móvil terminado en agosto, la TD disminuyó con respecto a julio y se situó en un 10,2%¹⁶. A partir de este comportamiento del mercado laboral y las proyecciones de actividad económica presentadas en este *Informe*, se estima que en 2024 la TD desestacionalizada se ubique en un rango entre el 9,9% y 10,8%, con un 10,3% como valor más probable para el agregado nacional y las trece principales ciudades. Estas cifras son ligeramente inferiores a las presentadas en el *Informe* anterior para ambos dominios geográficos. Para 2025 se espera que este indicador no registre cambios significativos, y se sitúe en promedio para el agregado nacional en un rango entre el 8,4% y 12,0%, con un 10,2% como valor más probable. En el caso del área urbana, el desempleo en promedio para 2025 se ubicaría entre un 8,6% y 12,2%, con un 10,4% como valor más probable. Con lo anterior, las estimaciones de la TD consistente con una inflación estable (*non-accelerating infation rate of unemployment, Nairu*) sugieren que, a lo largo del horizonte de pronóstico, la TD irá convergiendo lentamente a su valor de largo plazo, resultando en una brecha de TD negativa que continuaría reduciéndose.

En lo corrido de 2024 la brecha del producto anual se habría situado en terreno negativo. En adelante y hasta inicios de 2026, la economía continuaría presentando excesos de capacidad productiva, aunque algo menores que los estimados en el Informe de julio. La presencia de excesos de capacidad productiva a septiembre es compatible con un crecimiento del PIB, el cual ha seguido siendo menor que el del potencial, con una reducción de la inflación anual total y básica durante el tercer trimestre y unas condiciones financieras locales y externas que siguen siendo restrictivas. En particular, el escenario central de pronóstico de este *Informe* contempla una brecha del producto anual para finales de 2024 que se situaría alrededor del -0,5%, similar a lo estimado en el *Informe* de julio (Gráfico 2.19). Estas cifras sugieren un crecimiento del PIB potencial para el año completo del 2,9%. Para el próximo año se espera que los excesos de capacidad productiva disminuyan gradualmente desde comienzos del segundo semestre, en la medida en que la actividad económica gane mayor dinamismo. La estimación de la brecha del producto para 2025 resulta algo menos negativa frente al *Informe* anterior, como resultado, en buena medida, de la expectativa de un mayor crecimiento económico en el horizonte de pronóstico.

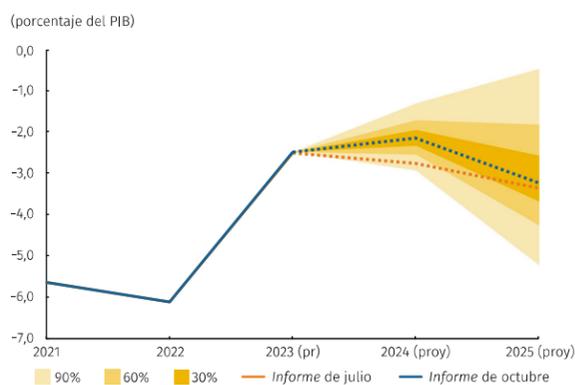
Gráfico 2.19
Brecha del producto^{a/}
(acumulado 4 trimestres)



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

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

Gráfico 2.20
Cuenta corriente anual^{a/, b/}
(acumulado 4 trimestres)



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

a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para 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), usando como referencia, principalmente, las densidades del Patacon y 4GM.

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

Fuente: Banco de la República.

2.2.3 Balanza de pagos

En 2024 el déficit de la cuenta corriente continuaría reduciéndose hasta alcanzar un 2,2% del PIB (Gráfico 2.20)¹⁷. Para este año el aumento en el desbalance comercial de bienes sería compensado con creces por una dinámica favorable en las cuentas de servicios, renta factorial y transferencias corrientes. En particular, el déficit de bienes se ampliaría en un contexto de reducción de los precios internacionales de algunas materias primas, que menguarían los ingresos por exportaciones, a pesar de la recuperación de la producción local de estos bienes¹⁸. A esto se suma un mayor crecimiento económico y una demanda interna más dinámica que se verían reflejados en un aumento en los egresos por importaciones de bienes. En contraste, se espera una corrección del déficit de servicios, gracias a un crecimiento sostenido de las exportaciones, liderado fundamentalmente por un sector turístico dinámico. Por su parte, el déficit de la renta de factores también se reduciría debido a las menores utilidades remitidas al exterior de empresas mineras y petroleras con inversión extranjera directa (IED), junto con mayores ingresos por rendimientos de inversiones de Colombia en el exterior. Finalmente, el superávit de transferencias corrientes aumentaría, debido a los altos flujos de ingresos por concepto de remesas de trabajadores¹⁹, lo cual contribuye también a la corrección anual del déficit corriente.

En 2025 el déficit de la cuenta corriente se incrementaría a un 3,2% del PIB. La ampliación esperada de los déficits de bienes y de renta factorial impulsarían el aumento del desbalance externo. Las exportaciones continuarían disminuyendo, como resultado de unos menores precios internacionales de las principales materias primas exportadas. En adición a esto, las importaciones de bienes aumentarían en un contexto de un crecimiento económico y una demanda interna que continuarían recuperándose, y de unos precios internacionales de los productos importados por el país que se estiman más altos. En cuanto a la renta factorial, se presentaría un déficit superior, de la mano de mayores pagos por intereses de la deuda externa y de menores rendimientos de las inversiones realizadas en el exterior. En contraste, la cuenta de servicios sería menos deficitaria y las transferencias corrientes presentarían un superávit mayor, limitando la ampliación del déficit de la cuenta corriente. Desde la perspectiva de los agregados de ahorro e inversión, el nivel del déficit corriente pronosticado para ambos años es coherente con un aumento en el desbalance del sector público, que sería compensado, parcialmente, por un superávit más alto del sector privado. El desbalance del sector público

17 Para el tercer trimestre de 2024 se proyecta un déficit en la cuenta corriente cercano al 2,0% del PIB, superior al 1,8% del déficit observado en el mismo periodo de 2023. A esta dinámica contribuye, principalmente, la ampliación del desbalance comercial de bienes y, en menor medida, el mayor déficit de servicios pronosticado.

18 Adicionalmente, este año no se presentarían los ingresos registrados por reexportaciones de aviones en 2023.

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

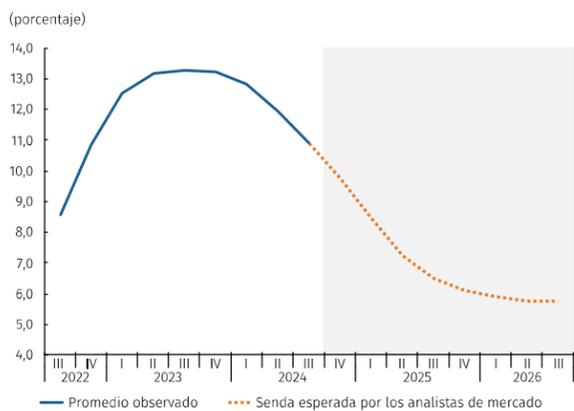
estaría jalonado por bajos niveles de ahorro en 2024, que se mantendrían relativamente estables en 2025; mientras que en el sector privado el superávit estaría liderado por bajos niveles de inversión en 2024 y una disminución del ahorro en 2025. Finalmente, se resalta la incertidumbre sobre los pronósticos presentados, dada la volatilidad de los precios internacionales de las materias primas, los riesgos sobre el crecimiento local y mundial, y la evolución esperada de las condiciones financieras internas y externas, entre otros factores.

Para ambos años el país mantendría el pleno acceso al financiamiento externo y la IED sería la principal fuente de recursos. La IED se reduciría paulatinamente debido a menores inversiones destinadas a los sectores de minería y petróleo, en un contexto de moderación de los precios internacionales de materias primas fósiles, pero esta seguiría siendo la principal fuente de recursos externos. Por su parte, el sector público contribuiría al financiamiento del desbalance externo en ambos años, de acuerdo con el mayor déficit fiscal esperado. En cuanto al sector privado, este pasaría de constituir activos en el exterior en 2024 a recibir flujos de capital extranjero en 2025. Finalmente, el financiamiento externo se daría en un entorno de tasas de interés de Estados Unidos que se mantendrían por encima de sus niveles previos a la pandemia y de una prima de riesgo de Colombia que continuaría por encima de su promedio histórico.

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 9,75% durante el cuarto trimestre de 2024. Durante 2025 la senda esperada por los analistas continuaría descendiendo hasta el 6,1% (Gráfico 2.21). Esta senda, que resulta de la *Encuesta mensual de expectativas* del Banco de la República aplicada a los analistas a comienzos de octubre es, en promedio para ocho trimestres, inferior a la senda de interés de política implícita en el pronóstico presentado en este *Informe*. Es importante anotar que para finales de 2025 la mediana de la encuesta a los analistas sugiere una tasa de inflación total mayor que la proyectada por el equipo técnico del Banco. También cabe mencionar que la revisión al alza de la tasa de interés neutral real (TINR) externa relevante para Colombia se reflejó en un aumento de la TINR local²⁰.

Gráfico 2.21
Tasa de interés de política promedio trimestral observada y esperada por los analistas^{a/}



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

2.3 Balance de riesgos del pronóstico macroeconómico

En el actual balance de riesgos se revisaron los niveles de incertidumbre sobre algunas variables externas respecto al Informe anterior. Los riesgos al alza para la inflación continuaron predominando. El ejercicio de densidades predictivas

20 Un aumento reciente de las tasas de largo plazo en los Estados Unidos y de la estimación de la tasa neutral de la Fed conllevaron a un aumento en la tasa de interés real neutral local. Esta revisión es de 8 pb en promedio hasta finales de 2025.

(DP)²¹, que resume el balance de riesgos sobre las distintas variables del pronóstico macroeconómico, incorpora algunas revisiones en los niveles de incertidumbre de las sendas consideradas en el frente externo. Se reduce la incertidumbre sobre el precio del petróleo, ya que las tensiones geopolíticas en Medio Oriente no han afectado, hasta ahora, de manera importante su volatilidad. El inicio de recortes de la tasa de interés de Estados Unidos apunta a una menor incertidumbre sobre la dirección de los cambios en la tasa de política monetaria en ese país. De todas maneras, persisten sesgos moderados al alza en ambas variables por la persistencia de las tensiones en Medio Oriente y de riesgos inflacionarios en Estados Unidos. En el frente interno, los niveles de incertidumbre sobre el comportamiento de los precios y la actividad económica se mantienen similares a los del trimestre pasado. En cuanto a la inflación, el balance de riesgos se mantiene al alza para las canastas de alimentos, regulados y servicios. En el caso de estos últimos, el sesgo se debe a una posible mayor persistencia de los arriendos y a un ajuste del salario mínimo mayor que el contemplado. Por su parte, el balance de riesgos sobre el crecimiento económico resulta moderadamente sesgado a la baja. En este sesgo predominan, entre otros, las menores perspectivas de consumo público ante las reducciones del recaudo y la necesidad de un mayor ajuste fiscal, y la posibilidad de una política monetaria contractiva más prolongada ante los riesgos alcistas en la inflación.

En el frente externo predominan los riesgos al alza sobre el precio del petróleo, la inflación externa, la tasa de interés de la Fed y la prima de riesgo; mientras que los riesgos son balanceados para el crecimiento de los socios y la inflación de alimentos externa. En el caso del petróleo, si bien se moderó la incertidumbre sobre su precio, este sigue sesgado al alza por cuenta de las distintas tensiones geopolíticas, principalmente en Medio Oriente. En la tasa de interés de la Fed y la inflación externa se incluyen riesgos moderados al alza como consecuencia de las mejores cifras del mercado laboral estadounidense y la revisión al alza de los datos del PIB, lo que, junto con el incremento en la estimación de su tasa de interés neutral, podrían apuntar a un ritmo de normalización de la política monetaria más lento que el considerado en la senda central. El crecimiento de los socios comerciales incluye riesgos equilibrados en el horizonte de pronóstico, explicados por unas menores perspectivas sobre el dinamismo de la actividad económica en China y en algunos países de la región, como Ecuador, que son compensadas por el posible mejor desempeño del crecimiento en Estados Unidos. Finalmente, en lo que respecta al costo de financiamiento externo, la prima de riesgo colombiana continúa sesgada al alza, principalmente por la incertidumbre y los crecientes retos en el ámbito fiscal local.

Sobre las sendas de inflación total y sin alimentos predominan los factores de riesgo alcistas, siendo los más notorios los relacionados con los choques climáticos, los problemas estructurales del sector energético y el grado de persistencia de los ajustes en los precios de algunos servicios. En el balance de riesgos predominan los sesgos alcistas en todas las canastas de precios, siendo los más pronunciados los de los alimentos y los servicios. En el caso de alimentos, los principales riesgos se asocian con los efectos de los fenómenos climáticos extremos, con una posible sobreestimación de los ajustes a la baja en la proyección del ciclo de precios agropecuarios, y con el impacto de las disrupciones en las rutas de transporte internacional por cuenta de los conflictos geopolíticos. En el grupo de servicios,

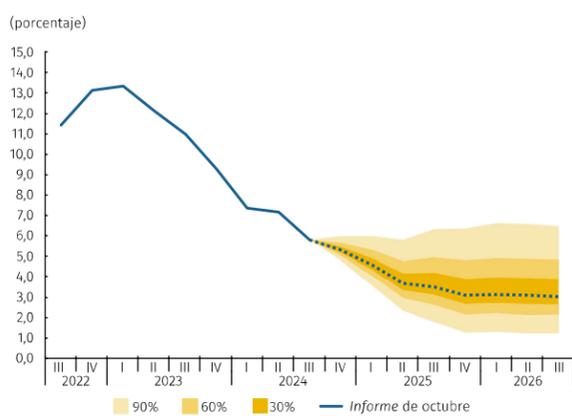
21 Los detalles técnicos sobre la construcción del balance de riesgos mediante el ejercicio de densidades predictivas se encuentran en el documento “Caracterización y comunicación del balance de riesgos de los pronósticos macroeconómicos: un enfoque de densidad predictiva para Colombia” (Méndez-Vizcaíno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

los principales riesgos se relacionan con la posibilidad de una inercia inflacionaria mayor que la prevista, en especial en el renglón de arriendos, y un aumento más fuerte en los costos laborales, ya sea por un incremento real del salario mínimo superior a la productividad o por los posibles impactos de la reforma laboral, de ser aprobada. Por otro lado, las canastas de regulados y de bienes también incorporan riesgos al alza, aunque más moderados. Por el lado de los precios de los regulados, los riesgos alcistas se concentran en las tarifas de energía, gas y agua, por cuenta de los problemas estructurales de estos servicios. En el caso de los bienes, por la posibilidad de mayores interrupciones en el transporte internacional de mercancías en un entorno de persistentes tensiones geopolíticas, aunado a los recientes anuncios de aranceles en productos como el acero. También, por el comportamiento de la tasa de cambio, en un contexto de aumentos en las tasas de interés estadounidenses de largo plazo y de presiones crecientes sobre las finanzas públicas de Colombia, con poca holgura para cumplir con la regla fiscal.

El balance de riesgos sobre la actividad económica resulta con un sesgo moderado a la baja. En este *Informe* se consideran factores de riesgo tanto alcistas como bajistas para los distintos componentes de la demanda agregada. Respecto a los alcistas, están los asociados con un consumo de servicios más dinámico, en particular por cuenta del renglón de servicios de entretenimiento. Entre los riesgos a la baja se consideran las menores perspectivas de consumo público ante el menor recaudo y la necesidad de un mayor ajuste fiscal, así como la incertidumbre del rumbo económico, la cual podría seguir frenando la inversión. Dado que, en adición a estos últimos riesgos, el ejercicio de DP incorpora de forma conjunta aquellos riesgos asociados con la posibilidad de una postura de política restrictiva más prolongada, la cual responde a los riesgos alcistas en los precios, las sendas de crecimiento de la economía y de la brecha del producto resultan moderadamente sesgadas a la baja.

En síntesis, el balance de riesgos conserva niveles relativamente altos de incertidumbre, y resulta con sesgos al alza para la inflación y ligeramente a la baja para el crecimiento a lo largo del horizonte de pronóstico. En este contexto, con un 90% de probabilidad la inflación total se situaría en un rango entre el 4,8% y 6,0% al final de 2024 y entre el 1,3% y 6,4% al cierre de 2025 (Gráfico 2.22). Por su lado, la inflación básica, con el mismo grado de certeza, se ubicaría entre el 4,7% y 5,7% al final de 2024, y entre el 1,4% y 5,6% para el cuarto trimestre de 2025 (Gráfico 2.23). Las probabilidades de que la inflación total y básica se ubiquen por debajo del 4% para el cierre de 2025 se ubican en el 56% y 65%, respectivamente. En cuanto a la actividad económica, con una probabilidad del 90% el crecimiento anual del PIB se estima en un rango entre el 1,1% y el 2,6% para 2024, y entre el 1,2% y 4,3% para 2025 (gráficos 2.24 y 2.25).

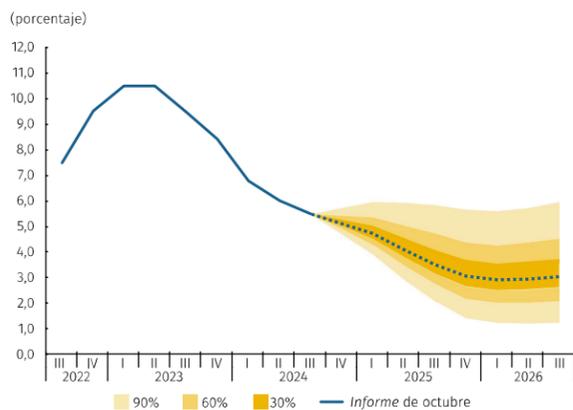
Gráfico 2.22
Índice de precios al consumidor, densidad predictiva^{a/, b/}
(variación anual, fin de periodo)



	IV trim. 2024	IV trim. 2025	III trim. 2026
Moda	5,3	3,1	3,0
< Moda	41%	33%	31%
Intervalos			
<2	0,0%	12,3%	11,9%
2 a 4	0,0%	43,4%	42,3%
>4	100,0%	44,3%	45,8%

a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a ocho 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 octubre.
Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Gráfico 2.23
IPC sin alimentos ni regulados, densidad predictiva^{a/, b/}
(variación anual, fin de periodo)

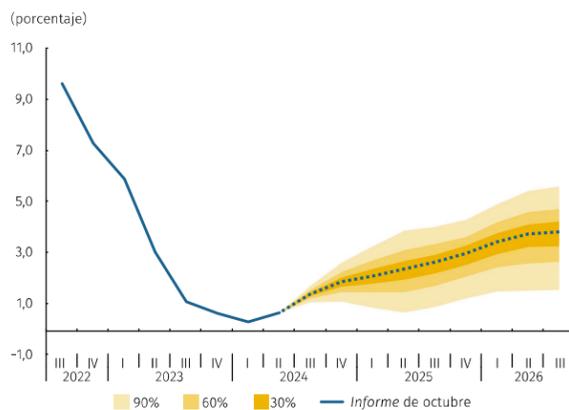


	IV trim. 2024	IV trim. 2025	III trim. 2026
Moda	5,1	3,0	3,0
< Moda	41%	36%	36%
Intervalos			
<2	0,0%	12,6%	14,0%
2 a 4	0,0%	52,5%	48,4%
>4	100,0%	35,0%	37,6%

a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a ocho 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 Patacón y el 4GM.

b/ La distribución de probabilidad corresponde al ejercicio de pronóstico del Informe de octubre.
Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Gráfico 2.24
Producto interno bruto, acumulado 4 trimestres,
densidad predictiva^{a/, b/} (variación anual)

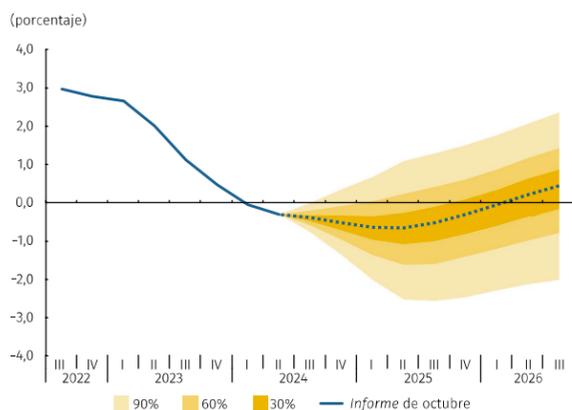


	IV trim. 2024	IV trim. 2025	III trim. 2026
Moda	1,9	2,9	3,8
< Moda	52%	60%	57%
Intervalos			
<1	3,4%	2,8%	1,9%
1 a 2	60,5%	18,8%	8,2%
2 a 3	35,4%	40,0%	22,2%
>3	0,6%	38,3%	67,8%

a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a ocho 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 Patacón y el 4GM.

b/ La distribución de probabilidad corresponde al ejercicio de pronóstico del Informe de octubre.
Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Gráfico 2.25
Brecha del producto, densidad predictiva^{a/, b/}
(acumulado 4 trimestres)



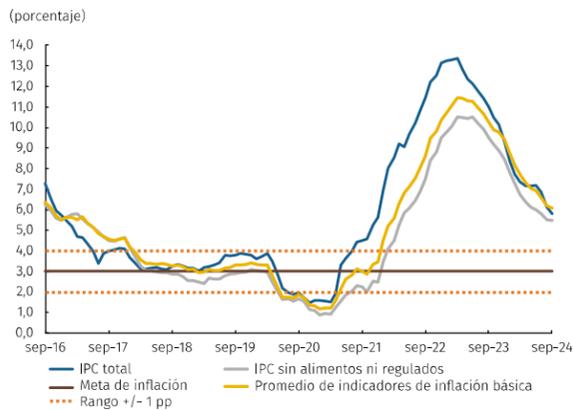
	IV trim. 2024	IV trim. 2025	III trim. 2026
Moda	-0,5	-0,3	0,4
< Moda	52%	56%	59%
Intervalos			
<-2	0,1%	10,2%	5,0%
2 a 0	84,9%	56,1%	41,3%
0 a 2	14,8%	31,5%	45,3%
>2	0,2%	2,2%	8,4%

a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a ocho 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 Patacón y el 4GM.

b/ La distribución de probabilidad corresponde al ejercicio de pronóstico del Informe de octubre.
Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

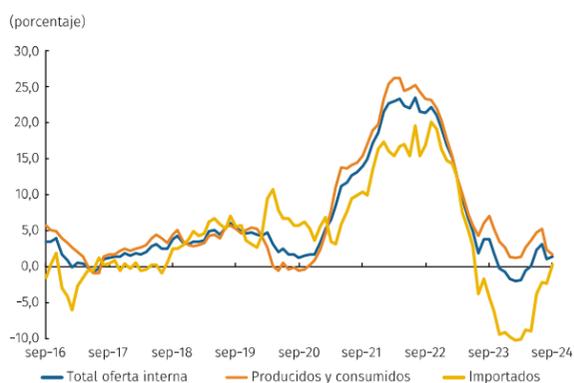
3. Situación económica actual

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



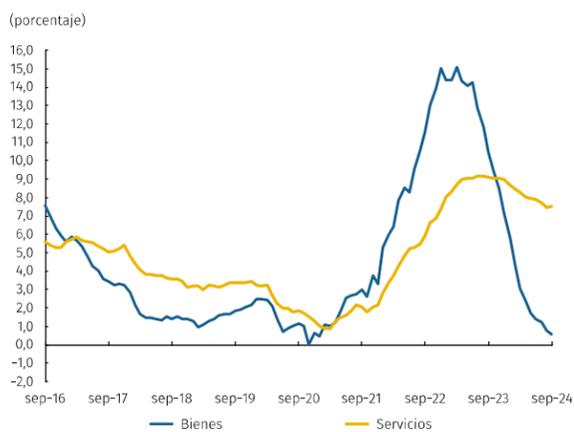
Fuentes: DANE y Banco de la República.

Gráfico 3.2
IPP por procedencia
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

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



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

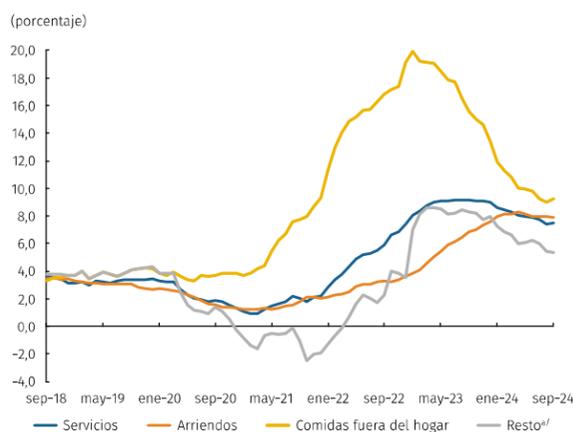
3.1 Comportamiento de la inflación y precios

En el tercer trimestre la inflación anual al consumidor retomó una tendencia decreciente, que resultó más pronunciada de lo esperado. La inflación anual cerró el tercer trimestre en un 5,8%, cifra inferior a los registros de junio (7,2%) y marzo (7,4%) (Gráfico 3.1). Todas las principales canastas del índice de precios al consumidor (IPC) registraron reducciones en sus variaciones anuales, siendo las de alimentos y regulados las de mayores descensos. La caída de la inflación total, iniciada en el segundo trimestre de 2023, superó sistemáticamente las expectativas del mercado. Igualmente, la inflación básica (sin alimentos ni regulados) continuó descendiendo en los últimos meses. La tendencia decreciente de la inflación al consumidor está relacionada con la postura contractiva de la política monetaria, la recuperación de la oferta agropecuaria, y unas menores presiones cambiarias y de costos tanto locales como externos. Esto último se reflejó en el índice de precios del productor (IPP) de oferta interna, cuya variación anual se contrajo del 2,3% en junio al 1,2% en septiembre (Gráfico 3.2)¹. A pesar de la disminución en las inflaciones total y básica durante los últimos trimestres, ambas se mantienen por encima de la meta del 3%. Esto se explica, en parte, por una indexación a tasas altas que impacta, principalmente, a los servicios y, en menor medida, a los regulados. A esto se sumó la presión proveniente de los precios de este último segmento del IPC, el cual, a pesar de su moderación, continuó ajustándose a tasas anuales de dos dígitos. Estos factores continúan limitando una mayor reducción de la inflación en Colombia y explican, en parte, que se mantenga en un nivel más elevado frente a países pares en la región, que han registrado una disminución más acentuada.

La inflación básica disminuyó en línea con lo previsto, pero continuó en niveles significativamente superiores a la meta debido a la alta inercia inflacionaria que presentan los servicios. En septiembre la inflación básica (sin alimentos ni regulados) se situó en un 5,5%, cifra inferior a la observada en junio (6,0%) (Gráfico 3.3). Dentro de esta canasta, el IPC de servicios registró una caída anual moderada durante el tercer trimestre, pasando del 7,9% en junio al 7,5% en septiembre. La persistencia de los altos ajustes en los precios de los servicios se explica, principalmente, por el comportamiento de los arriendos, componente con una alta indexación a la inflación del final del año anterior, y cuya variación anual se mantuvo cercana al 8% durante el tercer trimestre (Gráfico 3.4). Además de la indexación, la ralentización de la generación de oferta nueva ha provocado presiones alcistas en este rubro (véase Recuadro 1). Los precios de las comidas fuera del hogar también mostraron una alta persistencia (9,3% en septiembre), con una ligera reducción en su variación anual durante el tercer trimestre. Las elevadas tasas de aumento en estos precios

1 La cifra de la inflación anual del productor de septiembre es un dato provisional del DANE.

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



a/ Este grupo se compone principalmente de los siguientes rubros: servicios de comunicación, de recreación y cultura; educación (no regulada); servicios diversos (peluquería, guardería, financieros, etc); transporte; administración de copropiedad; servicio doméstico; discotecas y hoteles; salud; y lavado y planchado.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

se explican por la presión alcista generada por las tarifas de los servicios públicos y los salarios, entre otros. En contraste, el ajuste de precios del subgrupo “resto”² fue menor entre junio y septiembre, lo cual se explicó por la reducción en lo corrido del año en los precios de rubros como paquetes turísticos, tiquetes de avión, suscripciones de televisión y seguros de vehículos.

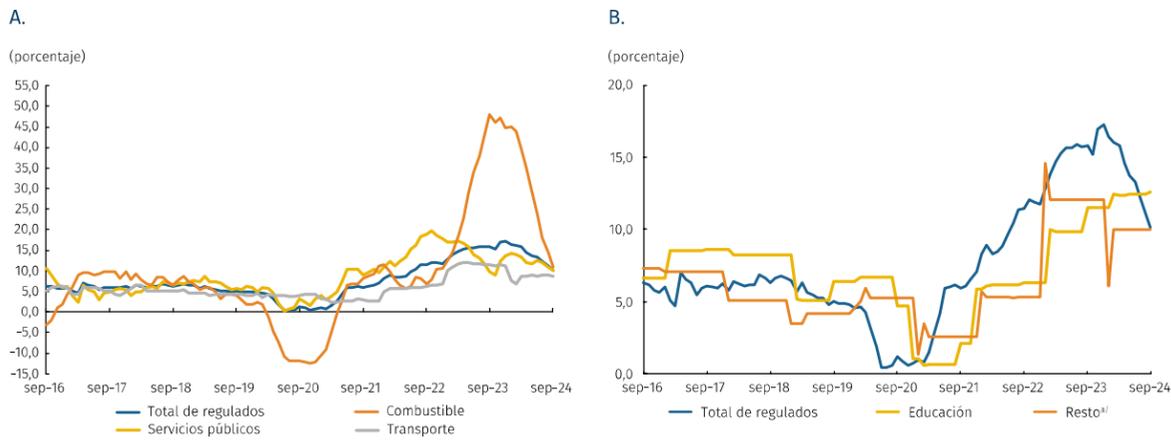
Al cierre del tercer trimestre los bienes mantuvieron el menor ritmo de ajuste anual en sus precios dentro de los grandes segmentos del IPC. La variación anual de esta subcanasta se redujo entre junio (1,4%) y septiembre (0,6%) (Gráfico 3.3). A este comportamiento contribuyó, en parte, una demanda local aún débil. Además, este desempeño estuvo en línea con el fenómeno bajista de este segmento del IPC en Estados Unidos y en algunos países de la región. Lo anterior, como resultado de unas menores presiones de costos de producción y de insumos, luego de la normalización de la crisis logística y las interrupciones en las cadenas de suministro que se observaron durante la pandemia y los años siguientes. Igualmente, las presiones desinflacionarias provenientes de la tasa de cambio continuaron contribuyendo a la reducción de la variación anual de los bienes.

En dicho periodo también se observó una reducción importante en la variación anual de regulados, explicada, en mayor medida, por el comportamiento favorable de las tarifas de energía y el precio de los combustibles. La variación anual en los precios de los regulados se moderó entre junio (13,3%) y septiembre (10,2%), debido, principalmente, a los menores ajustes anuales de los combustibles (Gráfico 3.5, panel A). Lo anterior fue producto de una base de comparación estadística favorable, dado el alto crecimiento observado un año atrás. Es importante anotar que el reciente ajuste en el precio del ACPM³ no generó presiones inflacionarias importantes sobre el IPC total, debido a su baja participación en la canasta del consumidor. Por otro lado, los servicios públicos contribuyeron a la moderación de los precios de los regulados, especialmente la energía eléctrica. Esto último estuvo relacionado con caídas recientes en las tarifas, principalmente, en Bogotá. El resto de los componentes que conforman la subcanasta de regulados (transporte, educación y resto) no presentó cambios de importancia en la variación anual de precios entre junio y septiembre, aunque se siguen ajustando a tasas superiores a la inflación total (Gráfico 3.5, panel B).

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

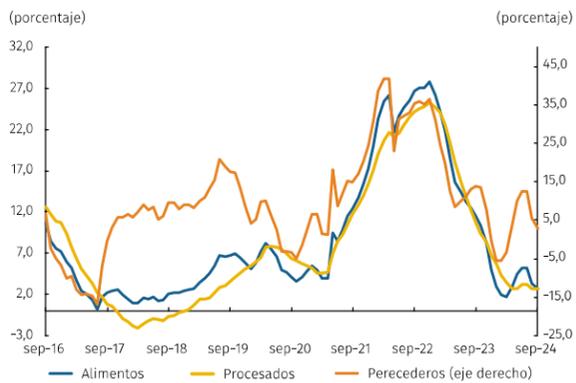
3 El ajuste en el precio del ACPM, luego del paro camionero de inicios de septiembre, se acordó en COP 400 aquel mes, y otro aumento de COP 400 a comienzos de diciembre.

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



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

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

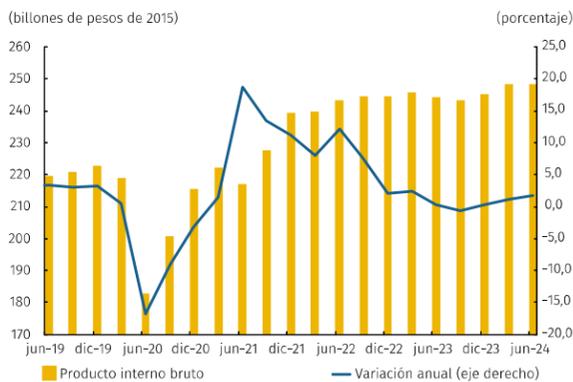


Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

La variación anual de alimentos cayó de manera importante en el tercer trimestre, como consecuencia de un comportamiento favorable en los precios de los productos perecederos. Los precios de los alimentos se desaceleraron durante el tercer trimestre y su variación anual se ubicó en un 2,7% en septiembre, frente al 5,3% de junio (Gráfico 3.6). Este desempeño fue liderado por el ajuste anual de los alimentos perecederos, el cual registró una caída significativa entre junio (12,5%) y septiembre (2,9%). El descenso anual de los procesados fue menor (del 3,2% al 2,7%), pero también contribuyó a la reducción de los ajustes anuales de los precios de los alimentos. En el caso de los perecederos, el menor ajuste de precios lo explicó un ciclo de cosechas favorable (con excepción de algunas frutas), lo que ha permitido un aumento de la oferta disponible de alimentos con precios a la baja. El paro camionero, que se presentó entre el 2 y el 6 de septiembre, no afectó de manera importante el resultado del IPC en este segmento de alimentos, pues sus efectos se revirtieron de manera rápida en el mismo mes. Por su parte, la moderación en los ajustes de los precios del subgrupo de procesados se habría visto limitada debido a que buena parte de los alimentos con alto contenido de azúcar y grasas⁴, como el chocolate y derivados, confites, concentrado para refrescos, gelatinas y afines, vienen registrando elevados incrementos de precios, superiores al 30% en lo corrido del año. Caso contrario a los cereales, aceites y las proteínas animales, los cuales presentaron crecimientos anuales negativos o muy bajos, compensando así los ajustes alcistas en los alimentos cobijados por el impuesto saludable, que busca reducir el consumo de alimentos procesados y ricos en azúcares y grasas.

4 Mediante la Ley 2277 de 2022 en el Título V, denominado “Impuestos saludables”, se establecieron los impuestos a las bebidas ultraprocesadas azucaradas y a los productos comestibles ultraprocesados industrialmente y/o con alto contenido de azúcares añadidos, sodio o grasas saturadas.

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



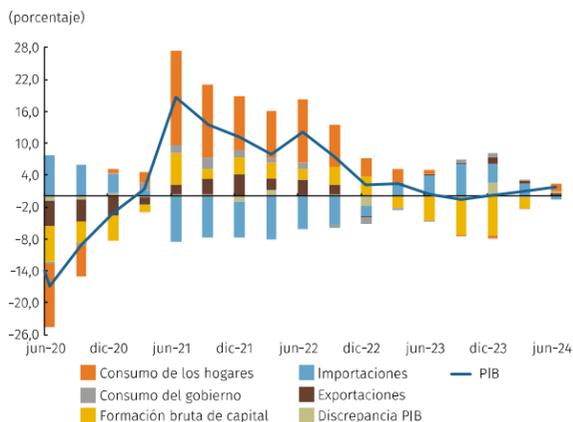
a/ Series desestacionalizadas y corregidas por efectos calendario.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

3.2 Crecimiento y demanda interna

La economía colombiana mantuvo una tendencia gradual de recuperación en el segundo trimestre, con un crecimiento anual que se aceleró en línea con lo previsto. Durante el segundo trimestre de 2024 la actividad económica registró un crecimiento del 1,8% en términos anuales y del 0,4% en términos trimestrales anualizados, según las series desestacionalizadas y ajustadas por efectos calendario del DANE. Frente a lo observado desde finales de 2023, este resultado implicó una aceleración del crecimiento anual (Gráfico 3.7) acorde con lo previsto por el equipo técnico en el *Informe* anterior. Por el lado del gasto se observó una contribución positiva al crecimiento de la demanda interna, explicada, principalmente, por la expansión del consumo privado. Por el contrario, la demanda externa neta contribuyó negativamente, dado un aumento de las importaciones superior al de las exportaciones. La recuperación de la demanda interna observada desde finales de 2023 ha ocurrido en un entorno de una postura de política monetaria menos contractiva, unos hogares con mejoras en su ingreso disponible y con una menor carga financiera, y unos indicadores de confianza más favorables frente a lo registrado a finales del año anterior. Por el lado de la oferta, continuó el comportamiento heterogéneo, siendo las ramas primarias y terciarias las que realizaron una mayor contribución al crecimiento anual en el segundo trimestre, debido, en mayor medida, al favorable desempeño del sector agropecuario, las actividades artísticas y de entretenimiento, y los servicios de administración pública, salud y educación.

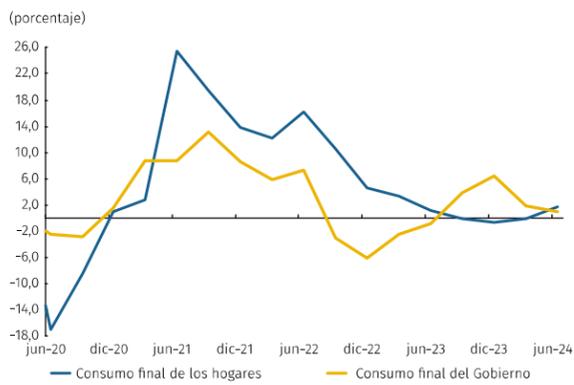
Después de varios trimestres de ajuste, la demanda interna presentó un crecimiento anual, jalonado, principalmente, por el consumo. La expansión anual de la absorción durante el segundo trimestre (1,6%) fue la primera después de cinco trimestres de retrocesos; y frente al primer trimestre, también tuvo un incremento del 6,2% trimestral anualizado. Por componentes, el mayor aporte al aumento de este agregado provino del consumo privado (Gráfico 3.8), cuyo desempeño fue mejor que el previsto tanto en términos anuales (1,7%) como trimestrales (5,5% trimestral anualizado). Lo anterior resulta en un nivel para este componente del gasto que se ubica en un 21,7% por encima de su valor en la prepandemia. El consumo de bienes no durables fue el segmento más dinámico, con un crecimiento trimestral significativo, que coincidió con el comportamiento sobresaliente del sector agropecuario. Por su parte, los consumos durable y semidurable también aumentaron en el margen, después de varios trimestres de retrocesos en sus niveles. Finalmente, el consumo de servicios siguió expandiéndose a tasas anuales y trimestrales en línea con lo previsto, comportamiento impulsado, principalmente, por el gasto en servicios de esparcimiento, de alojamiento y de comida. El favorable desempeño del consumo de los hogares en la primera mitad del año ocurrió en un contexto de reducciones en las tasas de interés, estabilidad de los desembolsos de crédito, menor carga financiera, mejoras en el empleo y de crecimiento de las remesas provenientes del exterior. Por otro lado, el consumo público creció frente al primer trimestre y en términos anuales, aunque a una tasa más moderada que la de

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



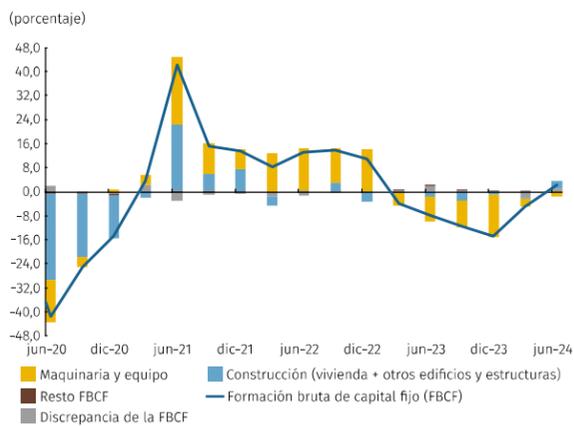
a/ Series desestacionalizadas y corregidas por efectos calendario.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.9
Gasto de consumo final de los hogares
y del Gobierno General^{a/}
(variación anual)



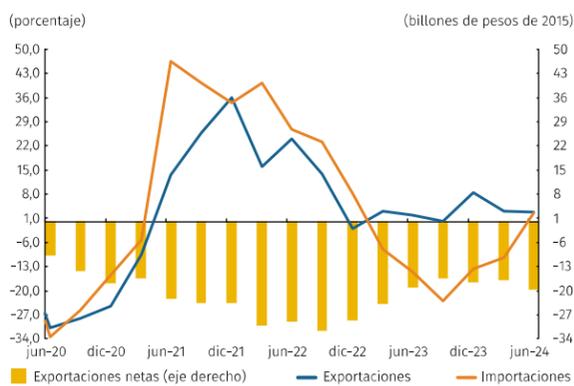
a/ Series desestacionalizadas y corregidas por efectos calendario.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.10
Formación bruta de capital fijo trimestral^{a/}
(variación anual, contribuciones)



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

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



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

comienzos del año (Gráfico 3.9). Su aumento se habría explicado, en buena medida, por el pago del retroactivo salarial de funcionarios públicos que no se realizó durante el primer trimestre, y por la mayor vinculación de personal en algunos sectores.

La inversión se mantuvo en niveles relativamente bajos en el segundo trimestre, pero con crecimientos anual y trimestral positivos por primera vez desde comienzos de 2023. Gracias a lo anterior, tanto la formación bruta de capital total como la fija también dejaron de contribuir negativamente al comportamiento anual del PIB. No obstante, el primero de estos agregados continuó siendo afectado por un valor negativo y elevado del componente de discrepancia estadística y variación de inventarios, como lo ha sido desde hace varios trimestres. Dentro de los grandes componentes de la inversión, el único que se expandió trimestralmente fue el de otros edificios y estructuras, favorecido, especialmente, por los avances en la construcción de obras civiles y, en menor medida, por la terminación de algunas edificaciones no residenciales. Desde finales del año pasado este componente ha mostrado una recuperación paulatina, aunque lenta, de sus niveles, lo que le ha permitido expandirse anualmente en los últimos trimestres (Gráfico 3.10). La inversión en vivienda se ubicó en niveles muy similares a los del primer trimestre, y retrocedió levemente en términos anuales. Finalmente, la inversión en maquinaria y equipo cayó en el segundo trimestre frente al primero y con respecto al año anterior, comportamiento que estuvo asociado con las menores importaciones de equipo de transporte.

Las exportaciones continuaron aportando al crecimiento, mientras que las importaciones siguieron recuperándose, en línea con la expansión de la demanda interna. Durante el segundo trimestre las exportaciones aumentaron moderadamente tanto en términos anuales como trimestrales. Su crecimiento fue posible debido, principalmente, a las ventas hacia el exterior de café, carbón, petróleo y servicios, estos últimos favorecidos por el turismo de no residentes. Por otro lado, las importaciones presentaron un incremento significativo en el margen, y considerablemente superior al de las exportaciones. Esto permitió que crecieran anualmente después de más de un año de retrocesos, comportamiento consistente con la recuperación de la demanda interna. El dinamismo de las importaciones se concentró en combustibles, y productos químicos y farmacéuticos. Las de bienes de capital, no obstante, retrocedieron, acorde con la caída de la inversión en maquinaria y equipo. Con todo lo anterior, el déficit externo en pesos constantes fue superior al del primer trimestre y frente al observado un año atrás (Gráfico 3.11), por lo cual realizó un aporte contable negativo a la variación anual del PIB.

En el segundo trimestre, el PIB siguió impulsado por las ramas agropecuaria, de administración pública y defensa, de actividades artísticas y entretenimiento, así como por la subrama de construcción de obras civiles. Durante este periodo, el crecimiento del PIB estuvo impulsado por las ramas primarias y terciarias, que en conjunto registraron una expansión anual del 3,7% y 2,2%, respectivamente. Estas actividades estuvieron

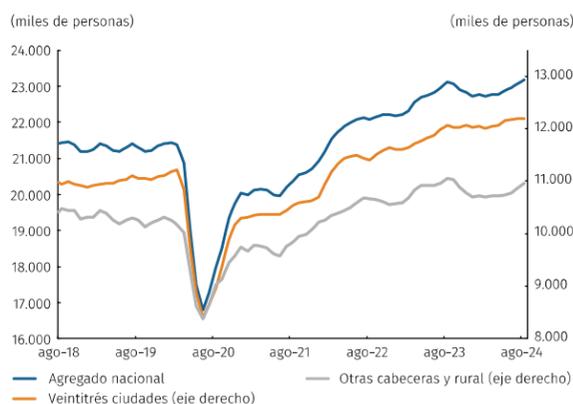
Gráfico 3.12
Niveles sectoriales de valor agregado del segundo trimestre de 2024 relativos al cuarto trimestre de 2019^{a/} (cuarto trimestre de 2019 = 100%)



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

favorecidas por la buena dinámica del sector agropecuario, en medio de una mayor producción en los cultivos agrícolas, incluyendo el café, y la ganadería; de las actividades artísticas y de entrenamiento, por el continuo auge de los juegos operados en línea y las apuestas deportivas; y de los servicios de administración pública, salud y educación. Cabe señalar que, dentro de las ramas primarias, se observó un importante retroceso de las actividades mineras (-3,3% anual), explicado por la menor producción de carbón y minerales metalíferos, así como por la débil expansión en la producción de petróleo. Lo anterior continúa implicando, para este sector, unos niveles de valor agregado muy inferiores a los registrados durante el periodo prepandemia (Gráfico 3.12). En contraste, las ramas secundarias completaron un año de caídas anuales (-1,7% anual en el segundo trimestre), con una industria manufacturera que ha venido convergiendo a niveles más consistentes con su tendencia histórica, aunque inferiores a los registrados un año atrás. Por su parte, el sector de la construcción registró un crecimiento anual del 1,8%, dada la mejor dinámica de las obras civiles por cuenta del avance de algunos proyectos regionales, y pese al bajo dinamismo que aún se observa en las edificaciones residenciales y no residenciales.

Gráfico 3.13
Población ocupada por dominios geográficos



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

3.3 Mercado laboral^{5,6}

El empleo se ha recuperado en el agregado nacional durante los últimos meses, luego de la relativa estabilidad observada en el primer semestre del año. Para el trimestre móvil terminado en agosto, los resultados de la *Gran encuesta integrada de hogares* (GEIH) mostraron un incremento de los niveles de empleo tanto en las veintitrés principales ciudades como en las otras cabeceras y el área rural (Gráfico 3.13). Así, para este periodo el empleo en el agregado nacional⁷ registró un aumento trimestral (1,2%), jalonado por el crecimiento de la ocupación en el área rural (2,2%) y el área urbana (0,4%). Por sectores económicos, la expansión trimestral del empleo a nivel nacional se observó en varias ramas, siendo transporte y comunicaciones, recreación y otros servicios, junto con manufacturas las de mayor contribución al agregado nacional.

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.

Por posición ocupacional, el aumento del empleo se explicó, principalmente, por el segmento asalariado. En agosto, con datos en trimestre móvil, la variación trimestral del trabajo asalariado repuntó al 1,4%, luego de haber presentado contracciones en la primera mitad del año (Gráfico 3.14). En términos anuales, se registraron ganancias en este segmento del empleo del 1,0%, siendo los empleados particulares el grupo que más aportó a este resultado. Otras fuentes de información

5 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/reporte-mercado-laboral>.

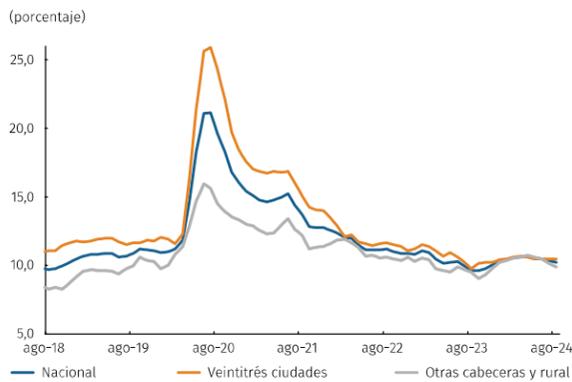
6 Las cifras del mercado laboral presentadas en esta sección corresponden, principalmente, a los resultados del trimestre móvil terminado en agosto de 2024.

7 Consistente con el comportamiento del empleo, la tasa de ocupación (TO) aumentó en los últimos meses, ubicándose en un 57,6%. En términos anuales se registran caídas en el empleo de -0,7 pp.

de empleo asalariado formal, como los registros de cotizantes dependientes de la Planilla Integrada de Liquidación de Aportes (PILA) y de afiliados a cajas de compensación familiar (CCF), confirman que se habría detenido el deterioro. Por su parte, el empleo en el segmento no asalariado presentó un repunte durante los últimos meses, en línea con un mejor desempeño de la ocupación en las otras cabeceras y el área rural⁸. Con esto, las mejoras en el empleo asalariado jalonadas, en buena medida, por el empleo formal, permitieron una interrupción de la tendencia ascendente de la tasa de informalidad en el agregado nacional, indicador que se redujo hasta ubicarse en un 56,1% en agosto.

La tasa de desempleo (TD) del agregado nacional se mantuvo relativamente estable en valores inferiores a su promedio histórico, con alguna reducción en el margen en meses recientes. En el trimestre móvil a agosto y con cifras ajustadas estacionalmente, la TD nacional se situó en el 10,2%, cifra cercana a las observadas desde finales de 2023 y levemente inferior a la registrada en julio (10,3%). Lo anterior se observó en medio de una TD urbana (10,4%) que no presentó cambios importantes, y una TD de otras cabeceras y el área rural que se redujo hasta ubicarse en un 9,9% (Gráfico 3.15). Se destaca la alta heterogeneidad de la TD entre las veintitrés principales ciudades, siendo Quibdó la de mayor incidencia del desempleo (26,1%), mientras que Medellín presentó el menor registro (8,3%). Comparando con el trimestre anterior, se observó una leve reducción de la TD en la mayoría de las ciudades, siendo Quibdó (-2,6 pp), Riohacha (-1,9 pp) y Florencia (-1,2 pp) aquellas con mayores caídas; en contraste, los incrementos estuvieron concentrados en Pereira (2,1 pp), Barranquilla (1,2 pp) y Villavicencio (0,7 pp). En cuanto a la brecha de desempleo por género, luego de la caída observada en mayo, esta ha aumentado en los últimos meses y en agosto se situó en 4,5 pp, debido a un descenso de la TD para los hombres.

Gráfico 3.15
Tasa de desempleo por dominios geográficos



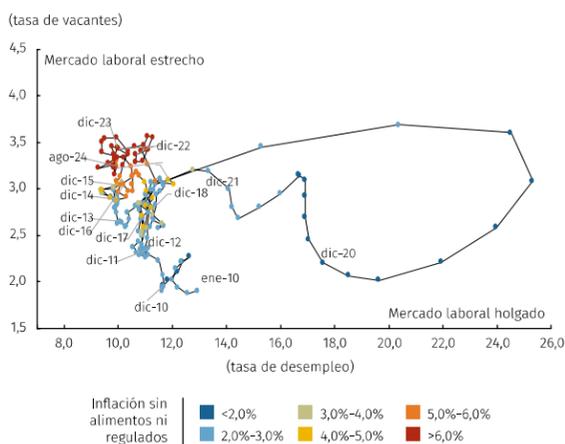
Nota: datos en trimestre móvil y desestacionalizados.
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Si bien las señales provenientes de las expectativas de contratación e indicadores de demanda laboral son mixtas, no se prevén cambios drásticos en la TD en los próximos meses, lo cual mantendría la estrechez observada en el mercado laboral en el corto plazo. Las expectativas de contratación, provenientes de la *Encuesta trimestral de expectativas económicas* (ETE) del Banco de la República, presentaron una fuerte caída y registraron un balance negativo⁹ frente al primer trimestre de 2024, sugiriendo un menor dinamismo del empleo formal en el futuro cercano. Por el contrario, las expectativas de contratación de ManPower mantuvieron un balance positivo y continuaron aumentando. Por su parte, los índices de vacantes, obtenidos a julio a partir de avisos clasificados y del Servicio Público de Empleo (SPE), mostraron un comportamiento estable en los últimos meses, mientras que las obtenidas a partir de las contrataciones implícitas de la GEIH mostraron

8 En términos anuales, el empleo en el segmento no asalariado todavía presenta variaciones negativas (-0,6%).

9 Al segundo trimestre de 2024, las expectativas económicas tuvieron una caída de 13,1 pp frente al trimestre anterior en el balance entre quienes planean aumentar y disminuir la planta de personal en el corto plazo.

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.

Cuadro 3.1
Tasas de interés
(promedio mensual, porcentaje)

	dic 21	dic 22	dic 23	mar 24	jun-24	sept 24
Interbancarias						
TPM	2,68	11,42	13,18	12,69	11,75	10,75
TIB <i>overnight</i>	2,73	11,41	13,13	12,68	11,75	10,75
IBR <i>overnight</i>	2,72	11,41	13,13	12,68	11,75	10,75
IBR a 1 mes	2,96	11,80	13,10	12,44	11,47	10,44
IBR a 3 meses	3,36	12,08	12,81	12,02	11,01	9,94
IBR a 6 meses	3,97	12,31	12,35	11,39	10,49	9,35
IBR a 12 meses	-	12,17	11,17	10,11	9,65	8,35
Captación						
Ahorros	1,19	5,72	6,23	5,88	5,36	4,92
DTF a 90 días	3,08	13,42	12,63	10,85	10,14	9,68
CDT a 180 días	3,71	15,58	12,90	10,87	10,33	9,94
CDT a 360 días	5,10	17,08	13,19	10,88	10,75	9,86
CDT >360 días	7,14	19,15	12,71	11,15	11,32	10,35
Crédito						
Preferencial	6,00	18,57	17,05	14,79	13,65	12,69
Ordinario	8,18	19,27	17,93	16,56	15,66	14,73
Compra vivienda no VIS	9,40	17,22	17,06	15,93	14,71	12,04
Compra vivienda VIS	11,55	17,00	15,41	14,23	13,42	12,25
Consumo sin libranza	17,51	31,23	28,16	26,32	24,73	23,33
Consumo con libranza	11,65	19,45	19,83	18,71	18,14	17,54
Tarjeta de crédito	24,47	39,01	34,70	31,10	29,22	27,24

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

un mejor desempeño en el margen, en línea con lo observado en el empleo asalariado y formal. El comportamiento de la TD en el dominio urbano y de la tasa de vacantes, a la luz de la curva de Beveridge¹⁰ (Gráfico 3.16), sugiere cierta estrechez del mercado laboral, dado que la TD ha vuelto a reducirse y la tasa de vacantes permanece alta. Si bien las señales mixtas aumentan la incertidumbre sobre la evolución futura del mercado laboral, no se prevén aumentos drásticos en la TD en los próximos meses. En este contexto, el mercado laboral se mantendría relativamente estrecho en el corto plazo. Finalmente, con datos a agosto, los ingresos reales laborales en el agregado nacional de los no asalariados han aumentado, con una tasa de crecimiento anual del 2,4%, mientras que los de los asalariados se han mantenido relativamente estables.

3.4 Mercado financiero y monetario

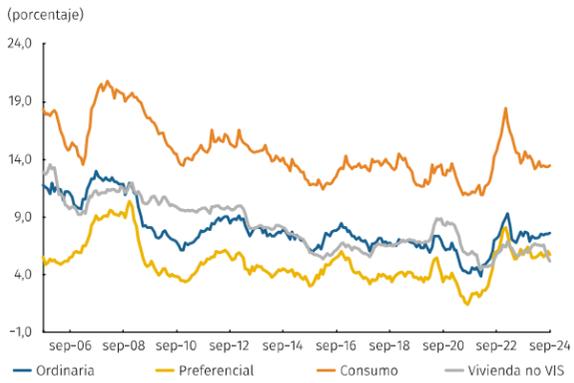
Durante el tercer trimestre de 2024 la cartera de crédito continuó con crecimientos anuales bajos, en medio de unas tasas de interés que siguieron reduciéndose y una estabilización de los indicadores de riesgo. Este comportamiento se da en un entorno en el que la actividad económica, y en particular la demanda interna, comenzó a mostrar señales graduales de recuperación; junto con una política monetaria menos restrictiva, descensos en las tasas de interés de mercado y expectativas de reducciones adicionales en la tasa de interés de política monetaria (TPM). Por el lado de la oferta, los indicadores de riesgo se estabilizaron, pero aún se ubican en niveles altos, y los establecimientos de crédito continuaron registrando utilidades bajas y niveles altos de exigencias para el otorgamiento de nuevos préstamos, aunque menos restrictivos para algunas modalidades. Estos factores podrían ser más favorables en el corto plazo y, de la mano de la recuperación gradual de la demanda interna y la transmisión de la política monetaria, impulsarían un mayor dinamismo del crédito en adelante.

Las reducciones de la TPM continuaron transmitiéndose a las tasas de interés del mercado, en mayor medida a las comerciales, tarjeta de crédito e hipotecarias. Esto, en un contexto de expectativas de inflación decrecientes y débil crecimiento del crédito. Durante el tercer trimestre la Junta Directiva del Banco de la República continuó reduciendo la TPM, con recortes de 50 puntos básicos (pb) en sus reuniones de julio y septiembre, acumulando 300 pb de reducciones desde finales de 2023. Esta dinámica bajista continuó transmitiéndose en magnitudes similares a las tasas de interés del mercado monetario entre junio y septiembre, en particular para la tasa interbancaria (TIB) y los indicadores bancarios de referencia (IBR) *overnight* y a un mes (Cuadro 3.1). Los IBR de mayores plazos también continuaron descendiendo en mayor proporción a la TPM, lo que sugiere que se mantienen las expectativas de recortes adicionales en dicha tasa en los próximos meses, en medio de una inflación que también mantuvo su tendencia a la baja. Igualmente, las tasas de interés de captación a todos

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

Gráfico 3.17

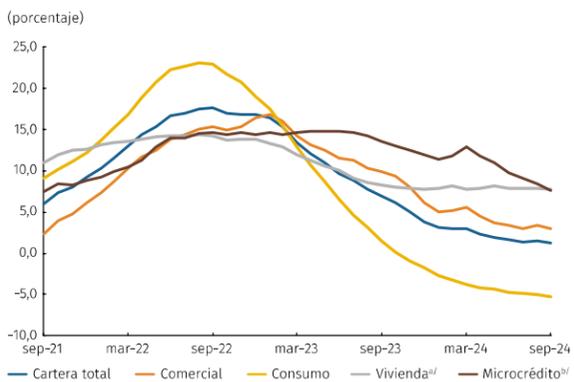
Tasas reales de interés del crédito
(datos promedio mensual deflactados
con el IPC sin alimentos)



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

Gráfico 3.18

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



a/ Vivienda ajustada: cartera bancaria más titularizaciones.

b/ Microcrédito a partir de marzo 1 de 2024 incluye lo correspondiente al "Banco Contactar". Entidad que venía operando como "Corporación de Crédito Contactar" bajo la vigilancia de la Superintendencia de Sociedades.

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

los plazos se redujeron, aunque a un ritmo menor al de la TPM en las de plazos menores a un año. Al tiempo, los depósitos a la vista registraron crecimientos anuales superiores a los de los depósitos a plazo, los cuales continuaron desacelerándose en el tercer trimestre. Por su parte, las tasas de interés de colocación mantuvieron una clara tendencia a la baja para la mayoría de las modalidades de crédito, en particular para las hipotecarias, consumo sin libranza y tarjeta de crédito, con un riesgo de la cartera que se ha estabilizado. Las reducciones en las tasas de interés de crédito continúan reflejando el menor costo de fondeo, la mayor preferencia del sistema financiero por otorgar créditos a los agentes con menor riesgo, y una demanda de crédito que continúa débil. En términos reales, las tasas de interés de colocación se mantuvieron estables y por encima de sus promedios de la última década para la mayoría de las modalidades de crédito, con excepción de las de tarjetas de crédito e hipotecarias (en particular las no VIS), que se redujeron y ya se ubican por debajo de dichos promedios (Gráfico 3.17). Esta transmisión de la política monetaria continuó dándose en un entorno de inflación observada y esperada a la baja, de una cartera de crédito que crece poco, y de una reducción en los márgenes de las tasas de interés de algunas modalidades de crédito frente a los títulos de deuda pública (TES).

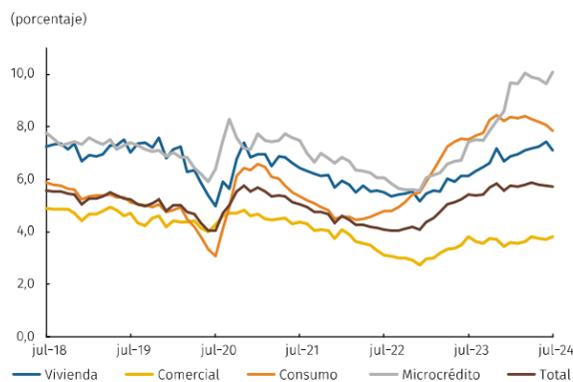
La cartera de crédito se mantuvo en niveles similares a los valores observados desde inicios del año. Esto se ha dado junto a señales mixtas de recuperación de la demanda de crédito, de una disposición a otorgar préstamos, limitada por niveles altos de riesgo, y de tasas de interés reales que permanecen elevadas para algunas modalidades. Durante el tercer trimestre el crédito continuó desacelerándose en términos anuales y creció a tasas inferiores al 2% (Gráfico 3.18), manteniéndose en los niveles observados desde inicios del año. Lo anterior significó contracciones reales adicionales de la cartera. Por modalidades, el crédito sigue registrando comportamientos mixtos, con una cartera de consumo que acentuó su caída anual en septiembre (-5,3%), siendo el destinado a libre inversión el de mayores retrocesos. El microcrédito continuó desacelerándose en el tercer trimestre, pero creció a tasas anuales superiores al 7%. Por su parte, la cartera comercial y la de vivienda presentaron algunas mejoras en el margen, compensando parcialmente la contracción de la cartera de consumo. En términos reales, las modalidades de consumo y comercial continuaron registrando caídas anuales, pero a tasas ligeramente menores que las observadas en el segundo trimestre, mientras que la de vivienda se aceleró y, junto con el microcrédito, registran tasas positivas de crecimiento. Las tasas de interés reales se mantienen aún en niveles elevados para algunas modalidades, y la materialización de riesgos de mora en algunos sectores estarían contribuyendo a un comportamiento todavía débil de la demanda de crédito. No obstante, la recuperación gradual de la demanda interna, la transmisión de las reducciones de la tasa de interés de política monetaria a las tasas de interés de mercado y alguna mejora en la confianza de los hogares han contribuido a estabilizar el comportamiento de la cartera, lo que debería impulsar su crecimiento en los próximos trimestres. Por su parte, los bancos mantuvieron exigencias restrictivas para

otorgar nuevos créditos en todas las modalidades¹¹, aunque menos acentuadas para las carteras de consumo y vivienda. Lo anterior, en un contexto en el que la generación de utilidades de las entidades de crédito se mantiene débil, los niveles de riesgo, aunque se han estabilizado, se mantienen altos, y las inversiones han aumentado su participación en el activo de estas entidades, lo que en conjunto podría estar limitando el crecimiento de la oferta de crédito.

A pesar del bajo crecimiento de la cartera, el sistema financiero colombiano continúa registrando niveles de capital adecuados, que se encuentran por encima de los mínimos regulatorios.

En julio de 2024 las utilidades acumuladas en los últimos doce meses de los establecimientos de crédito se ubicaron en COP 7,4 billones (b), manteniéndose relativamente estables en los niveles observados en el primer trimestre del año. No obstante, estas se siguen contrayendo en términos anuales (-28%). La rentabilidad del sistema financiero sigue estando afectada, principalmente, por el aumento en los niveles de provisiones, por cuenta de la mayor materialización del riesgo de crédito, y una actividad de intermediación débil. El indicador de mora (ICM) de la cartera continúa en niveles altos, aunque se ha estabilizado en lo corrido del año con alguna mejora en el margen (Gráfico 3.19). Esto último ha estado explicado por un menor crecimiento de los créditos vencidos de la modalidad de consumo, mientras algunos segmentos de la cartera de vivienda y comercial presentaron señales de mayor deterioro. No obstante, los establecimientos de crédito en Colombia cuentan con niveles adecuados de capital y solidez para enfrentar los riesgos de sus activos. Con datos a julio, los niveles de solvencia total (18,2 %) y básica (14,8 %) de los establecimientos de crédito se mantuvieron relativamente estables y se ubican muy por encima de los mínimos regulatorios (9,0 % y 4,5 %, respectivamente).

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



11 Véase la *Encuesta trimestral sobre la situación del crédito en Colombia* para el segundo trimestre de 2024.

Recuadro 1

Evolución reciente del IPC de arriendos en Colombia

Julián Cardenas
Nicol Rodríguez*

Los arriendos son el componente más importante del IPC de los hogares en Colombia, al representar aproximadamente una cuarta parte de la canasta familiar del índice. Los aumentos de precios de este rubro se caracterizan por presentar un elevado grado de inercia, producto de su indexación a la inflación total del año inmediatamente anterior. Esto introduce mayor persistencia a los fenómenos inflacionarios, ralentiza la convergencia de la inflación a la meta y, por tanto, podría significar mayores costos de las acciones de política monetaria en términos de actividad económica¹.

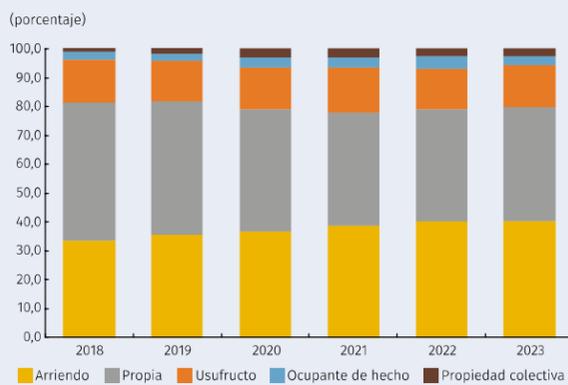
En el periodo reciente, el IPC de arriendos ha presentado ajustes anuales altos, seguido de un proceso lento de desaceleración de estos precios. En septiembre de 2024 su variación fue del 7,9%. Lo anterior ha sucedido en el entorno de una indexación a una inflación total elevada, muy superior al 3%, de reversión de algunas de las medidas tomadas durante la pandemia², y de un mercado de vivienda nueva y usada, todo lo cual que recientemente estaría generando presiones al alza en arriendos, además de otros factores. En consecuencia, los arriendos han restringido la reducción de los crecimientos anuales de los precios de la canasta de servicios y han contribuido a mantener la inflación total y básica en niveles superiores a la meta.

Este recuadro caracteriza el mercado de los arriendos en Colombia, su medición en los precios al consumidor y su comportamiento reciente a la luz de la evolución de algunos de sus determinantes.

1. Arriendos en Colombia

El arriendo ha sido una de las principales modalidades de acceso a un espacio de vivienda para los hogares en Colombia. De acuerdo con la *Encuesta de calidad de vida* (ECV) del DANE, en 2023 alrededor del 40% de los hogares vivían en arriendo, siendo la modalidad con mayor participación entre las formas de tenencia de vivienda y la que más ha ganado importancia en los últimos años (Gráfico R1.1). En contraste, la proporción de hogares con vivienda propia se ha reducido, a pesar del mayor número de hogares con vivienda bajo esta forma de

Gráfico R1.1
Distribución de hogares por tipo de tenencia de vivienda



* Los autores son, en su orden, profesional especializado del Departamento Técnico y de Información Económica y profesional del Departamento de Programación e Inflación. Las opiniones son responsabilidad de los autores y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

1 Para un análisis más detallado sobre los efectos de la indexación en Colombia, consulte el Recuadro 2: "Efectos económicos de la indexación y su prevalencia en Colombia", del *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República* de julio de 2023, disponible en: <https://www.banrep.gov.co/es/publicaciones-investigaciones/informe-junta-directiva-congreso/julio-2023>.

2 El Decreto 579 de 2020 del Ministerio de Vivienda, Ciudad y Territorio estableció una serie de medidas temporales en relación con los contratos de alquiler, para atender la crisis asociada con la emergencia sanitaria del covid-19. Se destacan la suspensión de los ajustes de los cánones de arrendamiento entre abril y junio de 2020, la prórroga de los contratos que terminarían durante ese periodo, entre otras.

tenencia en 2022 y 2023. Además, alrededor del 90% de los hogares que viven en arriendo pertenecen a los estratos 1, 2 y 3, y más de la mitad mantienen un contrato de tipo informal³.

La Ley 820 de 2003 regula los contratos de arrendamiento en el territorio nacional y establece sus formalidades, las obligaciones de las partes y otros aspectos relevantes. Con respecto al valor del canon de arrendamiento, la normatividad estipula que este no puede superar el 1% del avalúo comercial del inmueble, que su renovación debe realizarse de manera anual, y que su reajuste no debe superar la inflación total observada al final del año anterior. De este modo, este marco legal establece que los ajustes de los precios en el mercado de arriendos en Colombia tienden a estar indexados a la inflación total del cierre del año inmediatamente anterior, con mayor probabilidad en los casos en los que se suscriben contratos formales.

2. ¿Cómo se mide el IPC de arriendos?

De acuerdo con el DANE, el IPC de arriendos permite medir la evolución del precio que reportan tanto los hogares arrendatarios y/o propietarios por gozar del servicio provisto por la vivienda. Este componente representa un 25,2% de la canasta total del IPC y es especialmente relevante para el segmento de hogares de bajos ingresos, donde representa el 31,6%.

La canasta total de arriendos se divide en dos componentes fundamentales, denominados arriendo efectivo y arriendo imputado. Se considera arriendo efectivo a la evolución de los cánones de arrendamiento, medida a partir de una encuesta aplicada a los habitantes en casas, apartamentos y habitaciones en arriendo. Por su parte, el arrendamiento imputado, el cual mide la evolución del precio del gasto asociado con los servicios producidos por la vivienda ocupada por sus propietarios, se calcula a partir del comportamiento del arrendamiento de apartamentos y casas, exclusivamente. De esta manera, el arriendo imputado carece de recolección propia, por lo que su variación total se construye a partir de las variaciones recolectadas para el arriendo efectivo y ponderadas de acuerdo con las proporciones asignadas al gasto en los servicios de la vivienda ocupada por sus propietarios, en casas y apartamentos, según ciudad y nivel de ingresos⁴.

El diseño de la recolección de los precios de los arriendos a través del IPC se basa en una operación de muestreo probabilístico, en el cual se escogen las viviendas a través de una selección, por parte del DANE, de manzanas cartográficas, donde la unidad de seguimiento es la vivienda, no el hogar o la familia, y en línea con las recomendaciones de múltiples organismos internacionales⁵.

Finalmente, los datos de cada informante del grupo arriendos es recolectada de manera cuatrimestral⁶; es decir, la muestra total se divide en cuatro grupos y mensualmente se recolecta la información del canon de arrendamiento de uno solo de los grupos. Esto implica que en la construcción del indicador se utiliza la totalidad de la muestra de las viviendas, pero solo un 25% contaría con nueva información y un 75% no presentaría variación de un mes a otro⁷.

3 Se mide a través de los hogares que reportan tener un contrato verbal de arrendamiento.

4 Tales ponderaciones, que a su vez son derivadas de la *Encuesta nacional de presupuestos de los hogares* (ENPH), se obtienen a partir de la metodología de renta equivalente. En el enfoque de rentas equivalentes las rentas de viviendas efectivamente arrendadas son tomadas como medida del costo de uso. En este enfoque un precio es imputado para las viviendas ocupadas por sus propietarios, el cual es igual al precio de renta de una vivienda equivalente en el mismo periodo.

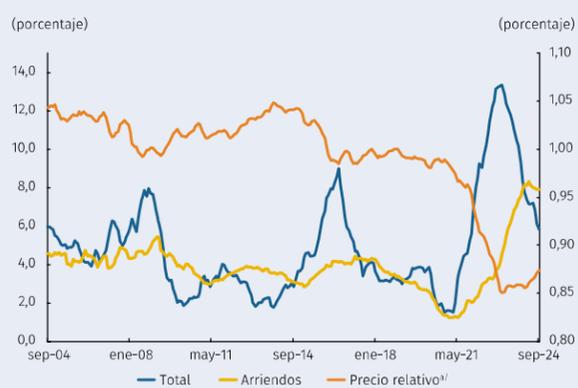
5 *Manual de índice de precios al consumidor: Teoría y práctica*, de la OIT, FMI, BM y OCDE, el *Marco para evaluar la calidad de los datos de IPC*, del Fondo Monetario Internacional (FMI), la *Norma para el cálculo de un índice armonizado de precios al consumidor para los países miembros de la Comunidad Andina* y el *Manual de buenas prácticas* de la Eurostat.

6 Por ejemplo, se asume que la fuente es una vivienda particular que es visitada en enero, la cual, en este orden de ideas, debe ser visitada de nuevo en mayo, en septiembre y en enero del siguiente año (periodicidad cuatrimestral).

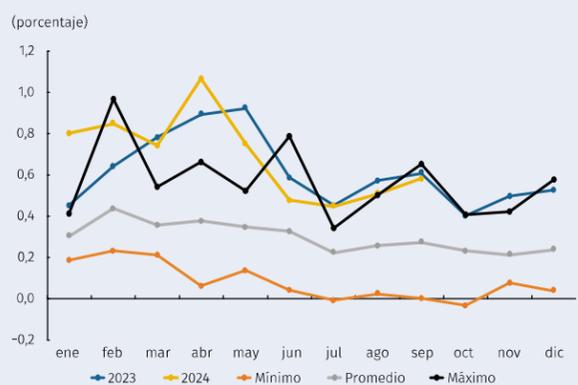
7 Esto implica que se suaviza la variación del grupo que se recolectó durante el mes.

Gráfico R1.2
IPC total y de arriendos

A. Variaciones anuales y precio relativo



B. Variaciones mensuales^{b/}

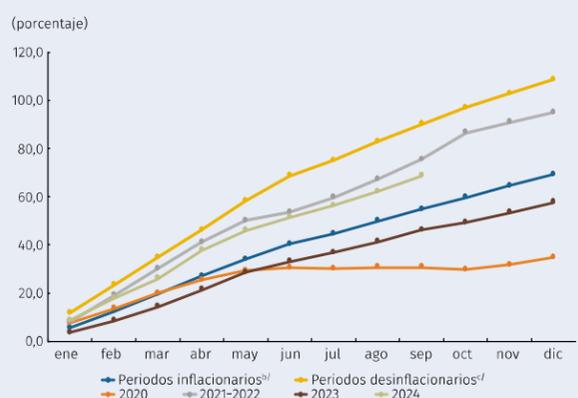


a/ Cociente entre el IPC de arriendos y el IPC total.

b/ Los cálculos de la variación mensual mínima, máxima y promedio del IPC de arriendos emplean información de 2004 a 2022.

Fuente: DANE; cálculos propios.

Gráfico R1.3
Evolución mes a mes de la transmisión de la inflación total a la variación año corrido IPC de arriendos^{a/}



a/ La transmisión se entiende como el cociente entre la variación año corrido del IPC de arriendos y la inflación total fin de periodo del año inmediatamente anterior.

b/ Corresponde al promedio de la transmisión observada cada mes durante de los periodos inflacionarios posteriores a la Ley 830 de 2003, entre los cuales se encuentran los episodios de 2007-2008 y 2015-2016.

c/ Corresponde al promedio de la transmisión observada cada mes durante de los periodos desinflationarios posteriores a la Ley 830 de 2003, entre los cuales se encuentran los episodios de 2009-2010 y 2017-2018.

Fuente: DANE; cálculos propios.

3. ¿Cómo se ha comportado el IPC de arriendos recientemente?

Entre 2020 y 2022 el IPC de arriendos registró ajustes anuales inferiores al 4%⁸ y se ubicó sistemáticamente por debajo de las cifras observadas en la inflación total. Esto se reflejó en un precio relativo de los arriendos que presentó importantes reducciones en este periodo (Gráfico R1.2, panel A). Lo anterior se dio en medio de una indexación a niveles relativamente bajos de inflación⁹ y de las políticas transitorias de alivios de precios establecidas por el Gobierno Nacional durante la pandemia. A esto se suma una demanda agregada que permaneció débil durante buena parte de ese periodo y que, además de haber generado presiones a la baja sobre los precios, habría limitado el traslado de la inflación total a la variación anual del IPC de arriendos. De igual forma, a las presiones bajistas en el IPC de arriendos también habría contribuido un mercado de compra de vivienda nueva que alcanzó máximos históricos en estos años, lo que favoreció la oferta de inmuebles residenciales y podría haber aliviado algunas presiones de demanda en el segmento de arriendos. Por último, también se observaron algunas mejoras en la disponibilidad de viviendas usadas para arriendo en las principales ciudades en estratos altos.

En los últimos años los cánones de arrendamiento han registrado crecimientos anuales elevados y una significativa inercia inflacionaria, lo que ha contribuido a una mayor persistencia de los ajustes aún altos y superiores al 3% de las inflaciones total y básica. En particular, a lo largo de 2023 y hasta principios de 2024 las variaciones anuales del IPC de arriendos presentaron un repunte, hasta alcanzar un valor del 8,3% en abril de este año, el registro más alto de las últimas dos décadas. Desde ese máximo y hasta septiembre, la alta inercia en los arriendos ha limitado la reducción de la inflación, manteniendo los ajustes anuales de este segmento en niveles cercanos al 8% (Gráfico R1.2, panel A). En términos de las variaciones mensuales de los arriendos, estas han superado sistemáticamente al promedio observado entre 2004 y 2022 y, en algunos meses, se han registrado nuevos máximos históricos (Gráfico R1.2, panel B). Lo anterior, junto con la reducción observada en la inflación total, se ha reflejado en una estabilización del precio relativo de los arriendos, con algún aumento en meses recientes, y en unos incrementos anuales del IPC de arriendos que superan a los de la canasta familiar desde principios de este año (Gráfico R1.2, panel A).

El comportamiento reciente del IPC de arriendos estaría asociado con el agotamiento de los factores que habrían explicado unos ajustes anuales bajos en este indicador entre 2020 y 2022. Inicialmente, la finalización de los alivios de precios decretados durante la emergencia sanitaria podría haber jalonado el alza en este segmento de la canasta al consumidor, conforme se han realizado las renovaciones de los contratos. Luego, en un contexto de múltiples choques inflacionarios que llevaron la inflación al alza en 2022 (13,1%) y 2023 (9,3%), los mecanismos de indexación de los precios a estos valores más altos habrían estado impulsando los ajustes de los arriendos en los últimos dos años. De igual forma, en lo corrido de 2024 se ha presentado un alto traslado de la inflación total pasada a la variación anual del IPC de arriendos, en línea con lo observado durante otros periodos de desinflación (Gráfico R1.3). Junto a lo anterior, la caída en el precio relativo de los arriendos observada en 2021 y 2022 explicaría también, en parte, la inercia en los crecimientos anuales de los

8 En 2020, 2021 y 2022 el aumento anual del IPC de arriendos fue del 1,3%, 2,0% y 3,6%, respectivamente.

9 Durante este periodo los valores de indexación de referencia fueron 3,8%, 1,6% y 5,6%, en línea con la inflación total observada en los años inmediatamente anteriores.

Gráfico R1.4
Valor agregado de la construcción de edificaciones e indicadores del mercado de vivienda nueva



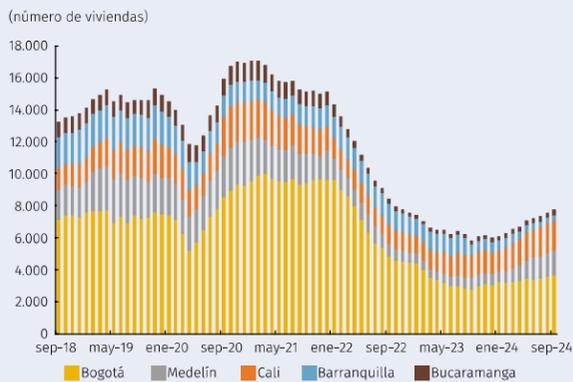
a/ Acumulado 12 meses de las unidades vendidas en el mercado.
b/ Acumulado 12 meses de las unidades nuevas de vivienda lanzadas en el mercado.
Fuente: DANE y Camacol; cálculos propios.

arriendos, toda vez que la recuperación de este precio relativo a sus niveles de largo plazo toma tiempo, dadas las restricciones regulatorias sobre el tamaño de los ajustes permitidos en las renovaciones de contratos.

Otros factores estarían relacionados con el mercado de la vivienda. Por el lado de la demanda, el ajuste observado en el mercado de compra de vivienda recientemente, después de haber registrado un impulso significativo en 2021 y 2022, estaría siendo una fuente de presiones inflacionarias adicionales sobre los arriendos. En particular, la menor demanda de vivienda nueva (Gráfico R1.4) estaría reflejando una recomposición en las preferencias de la demanda de servicios de vivienda hacia los arriendos, en un entorno de necesidades habitacionales para un segmento importante de las familias en Colombia y una continua formación de hogares¹⁰. Por el lado de la oferta, los importantes y persistentes deterioros de diversos indicadores de generación de oferta de vivienda nueva (Gráfico R1.4) podrían ser señales de una limitada disponibilidad de viviendas en el mercado de arriendos y de presiones inflacionarias de oferta en los alquileres. Cabe mencionar que el débil desempeño del mercado de vivienda nueva estaría explicado por múltiples elementos, que incluyen el aumento de los costos de construcción (de materiales y laborales), incertidumbre sobre la política de subsidios, menores incentivos tributarios, y altos costos de financiamiento. Finalmente, el mercado de vivienda usada en las principales ciudades en estratos altos también ha observado una limitada disponibilidad de inmuebles para arriendo, especialmente en Bogotá, con unos niveles que han retrocedido en los últimos dos años hasta ubicarse en cifras inferiores a las observadas en 2019 (Gráfico R1.5). Esto, a pesar de las mejoras en el margen registradas en meses recientes.

En síntesis, la dinámica de las variaciones anuales del IPC de arriendos ha estado determinada, principalmente, por un elevado grado de indexación a tasas de inflación total muy superiores a la meta del 3%. Lo anterior se habría visto agravado por presiones inflacionarias adicionales provenientes de los mercados de vivienda nueva y usada. En un contexto en el que los posibles determinantes de los arriendos no han presentado señales claras de mejora y de que la inflación, a pesar de su descenso, continúa por encima de la meta del 3%, el IPC de arriendos continúa siendo una fuente de riesgos al alza en el pronóstico para el resto de 2024 presentado en este Informe. Hacia adelante, una indexación a una inflación total menor, y posibles mejoras en el mercado de la vivienda apalancadas, en buena medida, en menores tasas de interés, favorecería moderaciones más acentuadas en este segmento de la canasta de servicios en el horizonte de pronóstico.

Gráfico R1.5
Oferta disponible de viviendas usadas para arrendar en las principales ciudades en estratos 4, 5 y 6



Fuente: La Galería Inmobiliaria; cálculos propios.

10 De acuerdo con el DANE, en 2021 el 31% de los hogares en Colombia se encontraba en condición de déficit habitacional, lo que equivale a 5,2 millones de hogares que requieren de mejoras en su vivienda (déficit cualitativo) o de una residencia nueva (déficit cuantitativo). Además, las proyecciones del *Censo nacional de población y vivienda* de 2018 sugieren que entre 2023 y 2024 se han conformado aproximadamente 900.000 hogares nuevos.

Recuadro 2

Expectativas de inflación y su grado de anclaje: ¿qué se puede inferir de las expectativas derivadas del mercado de deuda pública en Colombia?

Jonathan Muñoz Martínez
Daniel Parra*

La economía mundial experimentó un aumento significativo de la inflación como consecuencia de las secuelas de la crisis del covid-19 y los problemas en la cadena mundial de suministros. Adicionalmente, la guerra entre Rusia y Ucrania también impactó los precios internacionales de la energía. En el caso de las economías emergentes este fenómeno estuvo acompañado de una depreciación de sus monedas, lo que encareció aún más los precios de los importados. Lo anterior generó una respuesta de política monetaria importante a nivel global. En el último año, en muchas economías se ha visto cómo la inflación ha cedido y, aunque en varias de estas ha convergido hacia valores cercanos a las metas de largo plazo, sus expectativas de inflación aún se mantienen por encima de ellas. El caso colombiano no ha sido la excepción.

Dado lo anterior, y teniendo en cuenta que las expectativas de inflación son un insumo relevante dentro del proceso de toma de decisiones de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR), conviene hacer un constante seguimiento a aquellos indicadores que muestren señales sobre las perspectivas de la senda futura de la inflación. Es importante señalar que existen diversas fuentes de información para realizar alguna medición o aproximación a las expectativas de inflación, como por ejemplo las encuestas de analistas¹ o las medidas derivadas de la deuda pública, al comparar diferentes estructuras a plazos entre los títulos TES nominales y TES denominados en UVR. En particular, para el presente análisis se usaron las tasas *break-even inflation* (BEI) y *forward BEI* (FBEI) (véase Anexo R2.1), ya que, frente a las encuestas, nos permiten estudiar diferentes plazos, tienen una mayor cantidad de observaciones en el tiempo y están a horizontes mayores (uno a dos años en las encuestas). Adicionalmente, el Banco de la República cuenta con información diaria de la curva de rendimientos de los títulos de deuda pública desde 2003 con la cual se puede derivar las expectativas de inflación del mercado.

A nivel internacional, para realizar un monitoreo de las expectativas de inflación y su grado de anclaje se evalúan los siguientes tres aspectos: 1) desviaciones frente a un nivel (meta), 2) la incertidumbre y distribución, y 3) el traspaso de cambios en las expectativas de corto plazo hacia aquellas de mediano y largo plazo. En las siguientes tres secciones se muestran algunos hechos estilizados y se desarrollan algunos modelos econométricos que nos brindan una noción de grado de anclaje².

* Los autores, en su orden, son profesional especializado e investigador del Departamento de Modelos Macroeconómicos. Las opiniones son responsabilidad de los autores y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

1 Por ejemplo, en Colombia se cuenta con la *Encuesta mensual de expectativas* (EME) a analistas económicos, y la *Encuesta trimestral de expectativas* (ETE).

2 La literatura económica ha subrayado la importancia del grado de anclaje de las expectativas a fin de mejorar la capacidad de los bancos centrales para controlar la inflación, junto con la posibilidad de evaluar la credibilidad de la política monetaria (e. g., Haubrich et al., 2012; Autrup y Grothe, 2014; Strohsal et al., 2016).

Para los diferentes ejercicios se realizaron: 1) estimaciones de ventanas móviles de 250 días (un año), 2) estimaciones para cada plazo y componente de las BEI y FBEI y 3) se promediaron los resultados³ y estandarizaron para medir la percepción de anclaje entre 0 y 1 (gráficos R2.2, R2.3 y R2.6), donde un valor cercano a cero indica un mayor grado de anclaje.

1. Nivel

Cualquier economía que enfrenta choques de diversa procedencia puede experimentar en el corto plazo desviaciones de la inflación respecto a una meta. En estas situaciones los agentes económicos esperan que el banco central reaccione para que la inflación retorne a la meta, dependiendo de la naturaleza del choque (oferta o demanda, y permanente o transitorio). Para el caso colombiano, es bien conocido que el reciente brote inflacionario ha presentado un alto nivel de ajustes de los precios, el cual se encuentra todavía por encima de la meta de inflación (Gráfico R2.1). Durante su periodo más agudo, las expectativas derivadas de los títulos de deuda alcanzaron a estar más de dos desviaciones estándar por encima de la meta de inflación y del promedio histórico de la inflación observada desde 2000.

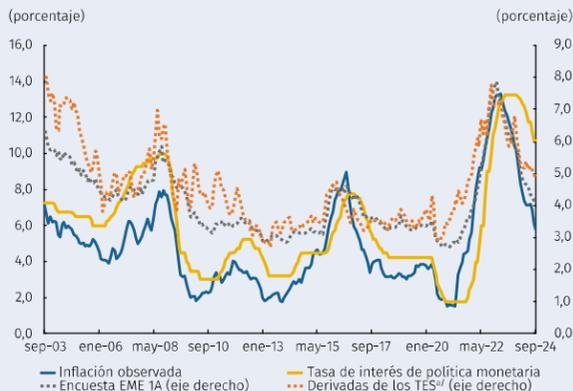
En este contexto, es importante tener alguna medida que nos indique la evolución de la persistencia de las desviaciones de las expectativas de inflación respecto a un nivel determinado y también alguna medida que refleje el ancla percibida por el mercado. Para ello, se implementó la metodología de Winkelmann (2014) con base en la cual se puede estimar, para cada ventana de tiempo (s), tanto el ancla percibida por el mercado ($\bar{\pi}_s^e$) como el grado de anclaje, medido como la lentitud de convergencia al ancla percibida por el mercado ($\frac{1}{\gamma_s}$). El modelo desarrollado se basa en la siguiente ecuación, donde se estiman dos parámetros ($\bar{\pi}_s^e$ y γ_s) para cada ventana móvil de 250 días (s):

Ecuación 1:

$$\pi_t^e = \bar{\pi}_s^e + \exp(-\gamma_s (\pi_{t-1}^e - \bar{\pi}_s^e)^2) \left(\sum_{i=1}^p \alpha_i \pi_{t-i}^e - \bar{\pi}_s^e \right) + \varepsilon_t$$

En la Ecuación 1 se estima para diferentes plazos tanto de las BEI como las FBEI⁴, aunque estos se agregan por simplicidad. La mayoría de los resultados se mantienen para todos los plazos⁵. En el Gráfico R2.2 se presenta el ancla percibida por el mercado, la cual gradualmente había venido descendiendo desde 2010 a medida que la inflación se acercó a la meta de largo plazo del Banco, con algunas excepciones, cuando se presentaron choques significativos, pero transitorios. Este es el caso de los años 2015 y 2016, cuando se registró el choque petrolero de finales de 2014 y su efecto sobre la tasa de

Gráfico R2.1
Expectativas de inflación, inflación observada y tasa de interés de política monetaria



a/ Se calcula el promedio de las BEI de 1 a 10 años y las FBEI(i,j) donde $i = 1, 2, \dots, 5$ y $j = 1, 2, \dots, 5$.
Fuentes: DANE y Banco de la República; cálculos propios.

Gráfico R2.2
Ancla percibida por el mercado ($\bar{\pi}_s^e$)^{a/}



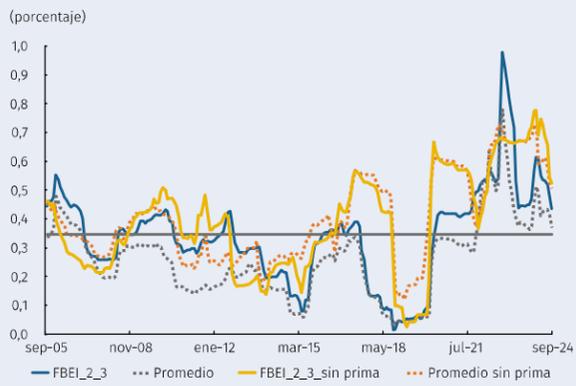
a/ Se calcula el promedio de las anclas considerando las FBEI(i,j) donde $i = 1, 2, \dots, 5$ y $j = 1, 2, \dots, 5$.
Fuente: Banco de la República; cálculos propios.

3 Es importante mencionar al lector, que un BEI de 3 años de $x\%$ indica que la expectativa de inflación en promedio durante los siguientes tres años tendrá ese valor. Así, partiendo de 2024, el BEI de 3 años indica que se espera una inflación de $x\%$ en promedio para 2025-2027. Por su parte, un $FBEI_{2,1}$ de $y\%$ indica la expectativa de inflación de un año adelante cuando nos situamos dos años a futuro. De esta forma, si se parte de 2024, el $FBEI_{2,1}$ sugiere que la expectativa de inflación para 2027 situándonos en 2026, sería $y\%$.

4 Plazos de dos a diez años. Se debe tener en cuenta que hay tramos de la curva de rendimientos que pueden estar más expuestos a la volatilidad del mercado y a la prima de liquidez cambia. Esto no se encuentra contemplado en el presente análisis.

5 Adicionalmente, se puede "limpiar" la medida de expectativa de inflación derivada, al descontar por la prima de riesgo inflacionario. Para construir la prima de riesgo inflacionario se sigue la metodología de Espinosa-Torres et al. (2017). Los resultados son similares, aunque tienden a mostrar una menor ancla percibida por el mercado frente a las series originales, ya que, por definición, a más plazo se tiene una mayor prima de riesgo inflacionario.

Gráfico R2.3
Grado de anclaje ($\frac{1}{\gamma_s}$) medido como la lentitud de convergencia al ancla percibida ($\bar{\pi}_s^e$)^{a/}



a/ Se calcula el promedio de las anclas considerando las FBEL(i,j) donde $i = 1, 2, \dots, 5$ y $j = 1, 2, \dots, 5$.
Fuente: Banco de la República; cálculos propios.

cambio, y el impacto del fenómeno de El Niño Fuerte en los precios de los alimentos. Recientemente, tras el pico observado en 2023, el ancla percibida por el mercado ha mostrado una reducción significativa. No obstante, dicho nivel se encuentra por encima del promedio histórico, los niveles precovid y la meta del Banco. Al descontar por la prima de riesgo inflacionario, ocurre algo similar, aunque aquí los niveles están más cercanos a la meta del 3%.

Por su parte, γ_s es utilizado como medida *proxy* de la velocidad de convergencia hacia $\bar{\pi}_s^e$. Aquí la noción de grado de anclaje está relacionada con la de persistencia de la respuesta de las expectativas de inflación ante un choque y la velocidad de su reversión a la media (ancla percibida). En ese sentido, cuanto menor es la persistencia de la respuesta de las expectativas ante choques, las expectativas de inflación se encuentran más ancladas. En el Gráfico R2.3 se observa cómo el choque inflacionario reciente generó presiones sobre esta medida del grado de anclaje, las cuales, pese a que se han disipado gradualmente, todavía permanecen por encima de niveles precovid.

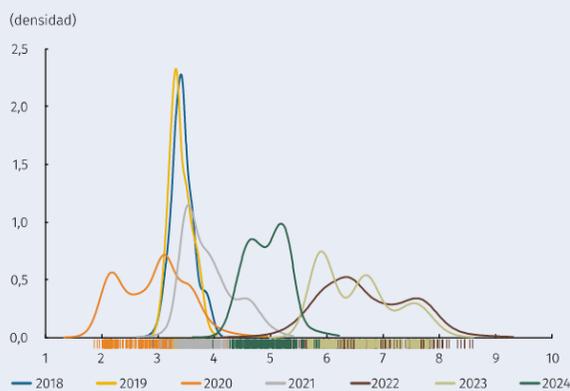
2. Incertidumbre y distribución

Cuando los agentes no tienen certeza sobre la temporalidad y persistencia de los choques que afectan la inflación observada, esto se ve reflejado en cambios en la varianza y asimetría de la distribución de las expectativas de inflación.

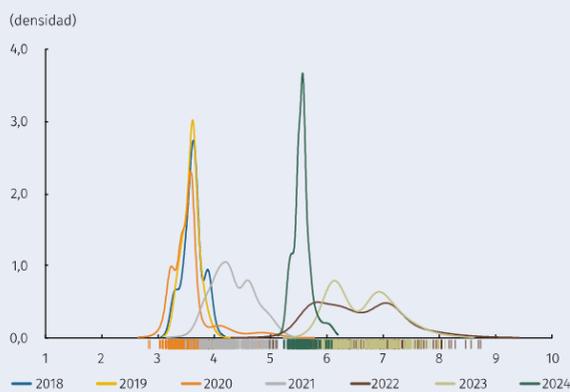
El Gráfico R2.4, paneles A y B, muestra la evolución de las densidades de probabilidad de las expectativas de inflación a cinco y diez años usando las tasas BEI descontadas por la prima de riesgo inflacionario. Se puede apreciar que, antes de la crisis del covid, en 2018 y 2019, la mayor parte de la masa de probabilidad se situaba entre el 3% y 4%. Durante el periodo del covid-19 (2020-2021) la densidad de dichas expectativas se trasladó hacia la izquierda de manera importante, aplanándose con sesgos a la baja. Posteriormente, en 2023 las expectativas se desplazaron significativamente hacia la derecha, con una gran amplitud que reflejó la alta incertidumbre observada. Recientemente, la situación ha mejorado, pero dichas expectativas distan aún de estar en situación de “normalidad”.

Gráfico R2.4
Densidades por año para las BEI a 5 y 10 años

A. BEI a 5 años



B. BEI a 10 años



Fuente: Banco de la República; cálculos propios.

3. Traspaso de las expectativas de corto plazo al mediano y largo plazo

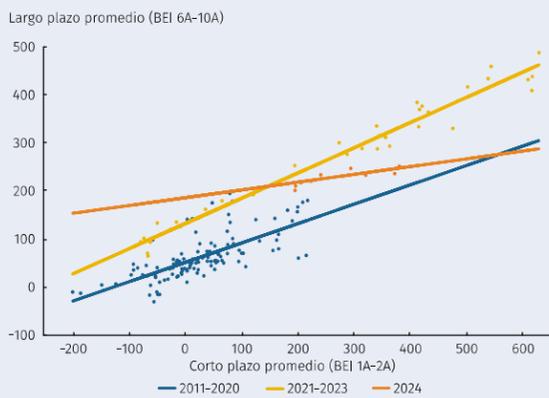
Finalmente, otra manera de monitorear el grado de anclaje es mediante la medición de la respuesta o traspaso de los choques de las expectativas de corto plazo hacia la dinámica de las expectativas de mediano y largo plazo. En otras palabras, bajo esta noción conceptual de anclaje, si las expectativas están perfectamente ancladas, las expectativas a mediano y largo plazo deben ser insensibles a las expectativas a corto plazo y a los sorpresivos choques inflacionarios actuales⁶.

En el Gráfico R2.5 se observa que la relación entre las desviaciones de las expectativas de corto y largo plazo frente a la meta es positiva.

En el periodo del brote inflacionario entre 2021 a 2023 (periodo pos-covid-19) se evidencia una mayor pendiente frente a la década anterior. Recientemente, se han observado mejoras y la pendiente es más baja frente al periodo anterior, no obstante, el nivel de las desviaciones continúa siendo elevado.

⁶ Dentro de esta línea conceptual, también se encuentra la noción de codependencia de dichas variables: entre más codependencia, mayor es la transmisión de choques de corto a mediano y largo plazo.

Gráfico R2.5
Relación entre las desviaciones frente a la meta de las expectativas de corto plazo y largo plazo



Fuente: Banco de la República; cálculos propios.

A continuación, se presentan dos aplicaciones econométricas para medir el grado de anclaje, bajo la noción de traspaso o codependencia entre las expectativas de corto plazo y las de mediano y largo plazo.

La primera, de Antunes (2015), utiliza un análisis de cópula para estimar la codependencia entre las colas de la distribución de las expectativas de corto y las de mediano y largo plazo. En el caso en que los movimientos extremos de las expectativas de corto plazo y de plazos mayores son independientes, las expectativas están perfectamente ancladas. Por el contrario, si existe codependencia entre dichas variables, la dinámica del grado de anclaje cambia y se puede analizar a través de las siguientes ecuaciones:

Ecuación 2:

$$\lambda_U = \lim_{k \rightarrow 1} Pr \left\{ \pi_{MP}^e > \pi_{MP(k)}^e \mid \pi_{CP}^e > \pi_{CP(k)}^e \right\}$$

Ecuación 3:

$$\lambda_L = \lim_{k \rightarrow 0} Pr \left\{ \pi_{MP}^e \leq \pi_{MP(k)}^e \mid \pi_{CP}^e \leq \pi_{CP(k)}^e \right\}$$

Donde λ_U es la cola superior y λ_L es la inferior de las distribuciones de las expectativas de mediano (largo) plazo (π_{MP}^e) condicionada a que el valor de las de corto plazo (π_{CP}^e) se ubiquen en el cuantil k .

La segunda, de Gefang (2012), utiliza el siguiente modelo de regresión:

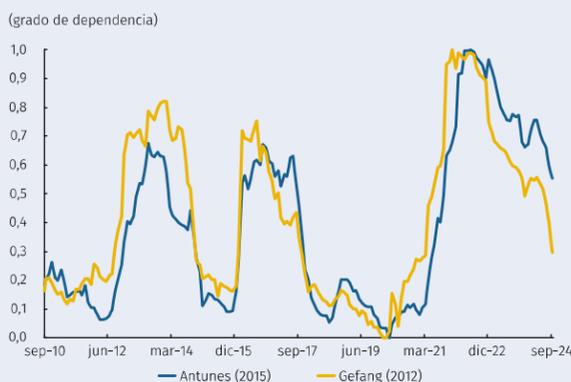
Ecuación 4:

$$\Delta \pi_{MP,t}^e = \beta \Delta \pi_{CP,t}^e + \varepsilon_t$$

Donde Δ es el operador de diferencia y β es un coeficiente que captura el traspaso de los movimientos de corto plazo (π_{CP}^e) hacia los de mediano plazo (π_{MP}^e), el cual puede ser asociado con un grado de desanclaje de las expectativas de inflación en la noción de traspaso.

El Gráfico R2.6 muestra los resultados de las estimaciones de Antunes (2015) y Gefang (2012) utilizando ventanas móviles de 250 días (un año) para las tasas BEI de corto plazo (uno a dos años) respecto a las de mediano plazo (tres a cinco años)⁷. Bajo este concepto de anclaje, es deseable un valor cercano a cero, que indicaría una baja codependencia o traspaso, lo cual implica unas expectativas más ancladas. Como se observa, el grado de anclaje ha mejorado de manera importante, luego del deterioro observado en 2023. Sin embargo, los niveles de codependencia y/o traspaso sugieren cautela, y así seguir monitoreando las expectativas con el fin de que confluyan gradualmente a valores cercanos a la meta del Banco.

Gráfico R2.6
Codependencia y/o traspaso de las expectativas de corto y mediano plazo (BEI 3 a 5 años)



Nota: el dato reportado corresponde al componente principal de las BEI de 3 a 5 años. Fuente: Banco de la República; cálculos propios.

Comentarios finales

Con base en los ejercicios anteriores, se puede observar que el nivel y la volatilidad de las diversas medidas de expectativas de inflación derivadas de los títulos de deuda (BEI y FBFI) se incrementaron significativamente durante 2023, pero gradualmente han venido mostrando un comportamiento favorable en lo corrido del presente año. Pese a ello, todavía los niveles observados del ancla percibida por el mercado y las diferentes nociones de grado de anclaje no han retornado a valores más compatibles con el logro de la meta de inflación del Banco de la República (3%).

7 Los resultados se mantienen si se compara corto plazo con largo plazo (seis a diez años).

Referencias

- Antunes, A. A. (2015). "Co-movement of Revisions in Short- and Long- Term Inflation Expectations". Finance and Economics Discussion Series 2015-15, Banco de Portugal.
- Autrup, S.; Grothe, M. (2014). "Economic Surprises and Inflation Expectations: Has Anchoring of Expectations Survived the Crisis?", ECB Working Paper, núm. 1671, disponible en: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2426087> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2426087>
- Dash, P.; Rohit, A. K.; Devaguptapu, A. (2020). "Assessing the (de-)Anchoring of Households' Long-Term Inflation Expectations in the US", *Journal of Macroeconomics*, núm. 63, pp. 103-183.
- Espinosa-Torres, J. A.; Melo-Velandia, L. F.; Moreno-Gutiérrez, J. F. (2017). "Expectativas de inflación, prima de riesgo inflacionario y prima de liquidez: una descomposición del *break-even inflation* para los bonos del Gobierno colombiano", *Desarrollo y Sociedad*, núm. 78, pp. 315-365.
- Haubrich, J.; Pennacchi, G.; Ritchken, P. (2012). "Inflation Expectations, Real Rates, and Risk Premia: Evidence from Inflation Swaps", *The Review of Financial Studies*, vol. 25, núm. 5, pp. 1588-1629, disponible en: <http://www.jstor.org/stable/41485536>.
- Gefang, D.; Koop, G.; Potter, S. (2008). "The Dynamics of UK and US Inflation Expectations", Finance and Economics Discussion Series, núm. 2015-15, University of Glasgow.
- Strohsal, T.; Melnick, R.; Nautz, D. (2016). "The Time-varying Degree of Inflation Expectations Anchoring", Technical Report, *Journal of Macroeconomics*.

Anexo R2.1

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

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

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

$$\pi_t^{e,m} = \frac{(1+i_t^{Nom,m})}{(1+i_t^{UVR,m})} - 1$$

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

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

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

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

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

Recuadro 3

Comportamiento reciente de los ingresos externos por remesas recibidos en Colombia

Diego Sandoval Herrera
Mateo Hernández Peñaloza*

Para agosto de 2024 se estimó que los ingresos por remesas familiares recibidos en Colombia completaron tres meses consecutivos por encima de los USD 1.000 millones (m), monto superior en USD 187 m frente al promedio mensual de 2023. El crecimiento continuo de estos ingresos externos ha resultado en una mayor relevancia de este componente para la macroeconomía del país y para el ingreso y el consumo de los hogares receptores.

El estándar internacional define las remesas como las transferencias (sin contraprestación) entre residentes y no residentes (las cuales representan ingresos para los hogares, provenientes de economías extranjeras) generados por la migración de personas a otras economías (FMI, 2009). De esta manera, las remesas son resultado de un proceso migratorio en el cual el familiar que vive en el exterior mantiene un vínculo con su país de origen (Mejía, 2006). Adicionalmente, la literatura especializada ha identificado algunos determinantes para el comportamiento de este rubro, entre los que se resaltan el ingreso del migrante (Rapoport *et al.*, 2006), el comportamiento de la economía donde este reside (Higgins *et al.*, 2004) y el nivel de altruismo con que el connacional desee mejorar el bienestar de su hogar en su país de origen (Shimada, 2011; Bouhga-Hagbe, 2006).

¿Qué explica el crecimiento reciente de las remesas en Colombia? En este recuadro se estudia la evolución de los ingresos por remesas y sus determinantes fundamentales. Se concluye que la dinámica de esta fuente de ingresos ha respondido al incremento en la población colombiana residente en el exterior y a las buenas dinámicas de los mercados laborales en los países donde residen los migrantes. Así mismo, los ingresos por remesas han venido ganando participación en la economía colombiana y son una fuente importante de recursos para el consumo de los hogares colombianos. Además, el crecimiento de las remesas en Colombia es cercano al promedio regional, con lo cual no se encuentra evidencia de factores nuevos o atípicos que puedan estar detrás de este dinamismo.

1. Evolución de los ingresos por remesas

Como resultado de la crisis económica mundial derivada de la pandemia, en 2020 las remesas hacia Colombia experimentaron una contracción del 3%. Un año después, en 2021, estas tuvieron un notable repunte, al alcanzar un crecimiento del 24% debido, en buena medida, a los subsidios que los gobiernos donde residen los emigrantes colombianos ofrecieron a los hogares para sortear la crisis (Gráfico R3.1, panel A). Posteriormente, en medio del proceso de recuperación económica que siguió a la pandemia, estas transferencias crecieron a una tasa anual cercana al 10% en 2022, y en 2023 superaron por primera vez los USD 10.000 m, lo que representó un incremento anual del 7%. Esto, a pesar de haber observado una desaceleración en la tasa de crecimiento en ese año, como resultado de las presiones inflacionarias y del menor crecimiento de la economía mundial (Gráfico R3.1, panel B).

* Los autores pertenecen al área de Sector Externo de la Subgerencia de Política Monetaria e Información Económica. Las opiniones son responsabilidad de los autores y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

Gráfico R3.1
Ingresos anuales por remesas recibidos por Colombia

A. Ingresos anuales de remesas



B. Variación anual de los ingresos por remesas



Fuente: Banco de la República; cálculos propios.

Las remesas que recibe el país han venido aumentando en los últimos años a tasas anuales superiores a las de la actividad económica, lo que ha llevado a que su proporción con respecto al PIB semestral alcance un 2,8% en 2024, cuando hace una década esta proporción era del 1,1% (Gráfico R3.2, panel A). En términos de los ingresos de la cuenta corriente de la balanza de pagos, las remesas también han venido incrementando su participación en la última década, al representar un 12% de los ingresos corrientes externos en el primer semestre del presente año, porcentaje superior al registrado en 2014, cuando esta proporción era del 6%.

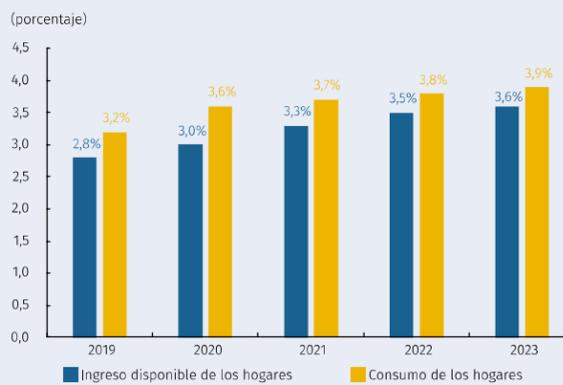
El crecimiento sostenido de las remesas hacia Colombia las estaría convirtiendo en un soporte cada vez más importante de las familias colombianas, al representar en 2023 el 3,6% del ingreso disponible y el 3,9% del consumo de los hogares (Gráfico R3.2, panel B). Este apoyo cobra especial importancia debido a que se trata de un ingreso que no está sujeto a los vaivenes de la economía local, lo que permitiría a los hogares amortiguar dificultades ante situaciones de desempleo u otras contingencias locales (Shimada, 2011). Además de contribuir al sostenimiento del hogar, las remesas también podrían estar contribuyendo a propósitos importantes de las familias, tales como la educación de los hijos, la compra de vivienda familiar o por motivo inversión, lo cual genera un ingreso adicional al hogar del emigrante.

Gráfico R3.2
Participación de las remesas en la economía colombiana

A. Remesas como porcentaje del PIB y de los ingresos corrientes de la balanza de pagos



B. Remesas como proporción del ingreso y de consumo de los hogares



Fuentes: DANE y Banco de la República; cálculos propios.

2. Contexto en el que ha ocurrido el crecimiento de las remesas en Colombia

Por su naturaleza, el principal determinante de las remesas es el flujo migratorio (Garavito *et al.* 2019; Hagen-Zanker, 2008; Mejía, 2006). De allí la importancia de resaltar el incremento de la población colombiana residente en el exterior, la cual ha crecido en los últimos años debido a un importante flujo migratorio que ha estado por encima del promedio observado en la última década (Gráfico R3.3, panel A). De acuerdo con los datos de Migración Colombia, en 2022 y 2023 habrían emigrado del país aproximadamente 547.000 y 446.000 colombianos, respectivamente. El panel B del Gráfico R3.3 muestra cómo el aumento paulatino de los ingresos por remesas familiares ha ocurrido en un contexto de incremento del total de colombianos residentes en el exterior.

De acuerdo con información de Naciones Unidas, los emigrantes colombianos están residiendo principalmente en Estados Unidos y en España (Gráfico R3.4). Excluyendo los colombianos que vivían en Venezuela, se estima que en 2020 (dato disponible más reciente) el 45% de la población colombiana residente en el exterior se localizaba en Estados Unidos y el 25% en España. Según datos oficiales del U.S. Census Bureau, entre 2006 y 2022 se incrementó en un 57% la población colombiana residente en el país norteamericano. Para el caso de España, datos del Instituto Nacional de Estadística de España (INE) indican que entre 2016 y 2023 aumentó en un 241% el número de connacionales que residen en dicha nación. Además, la población colombiana constituye una migración importante en países como Chile, Canadá y Panamá, principalmente después de 2010.

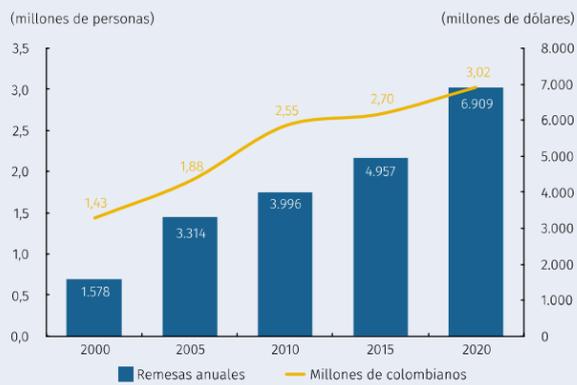
Gráfico R3.3
Migración colombiana y remesas

A. Salidas netas de colombianos^{a/}



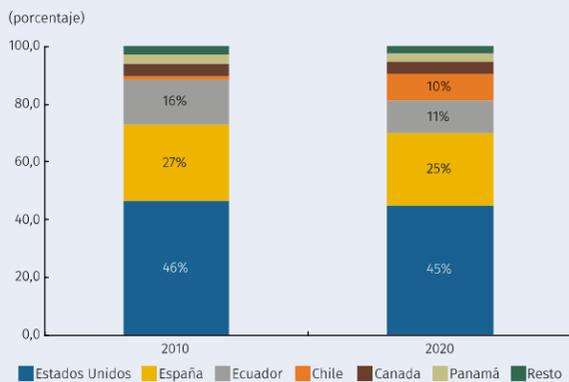
a/ Las "salidas netas de colombianos hacia el exterior" es un indicador que está relacionado con el flujo que emigra desde Colombia.
Fuente: Migración Colombia; cálculos del Banco de la República.

B. Colombianos residentes en el exterior e ingreso de remesas



Fuente: Organización de las Naciones Unidas y Banco de la República; cálculos propios.

Gráfico R3.4
Colombianos viviendo en el exterior (excluyendo Venezuela)



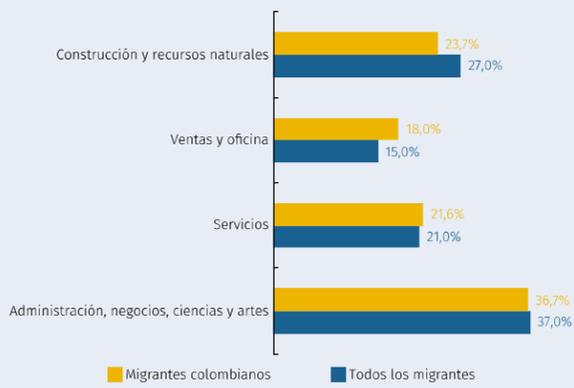
Fuente: Organización de las Naciones Unidas.

Además del total de la población residente en el exterior, en el proceso de generación de las remesas también se requiere que esta población disponga de un ingreso que le permita enviar ayudas familiares a su país de origen. Por esta razón, resulta importante ilustrar la situación económica de la población colombiana residente en los principales destinos migratorios. Por un lado, la ocupación laboral de los colombianos residentes en Estados Unidos se concentra en las actividades relacionadas con servicios (que incluyen "ventas y oficina") (Gráfico R3.5, panel A), sector que desde 2022 registra tasas de desempleo inferiores a las del agregado nacional (Gráfico R3.5, panel B). Adicionalmente, el sector servicios genera cerca del 75% del PIB de ese país, lo cual puede incrementar las oportunidades de encontrar trabajo para los migrantes. Además, el desempleo en Estados Unidos continúa disminuyendo desde su pico de pandemia.

En el caso de España, el indicador de ingresos laborales reales (medido por el coste salarial real) ha venido aumentando en el transcurso de la última década, y su tendencia positiva se ha acentuado

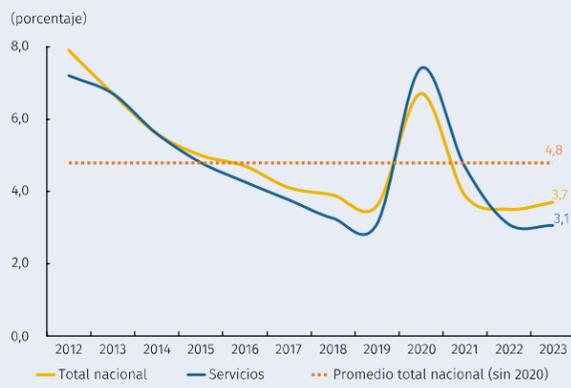
Gráfico R3.5
Migrantes y mercado laboral en Estados Unidos

A. Migrantes empleados como porcentaje de la fuerza laboral de Estados Unidos por sector económico



Fuente: Oficina del Censo de Estados Unidos.

B. Tasa de desempleo en Estados Unidos

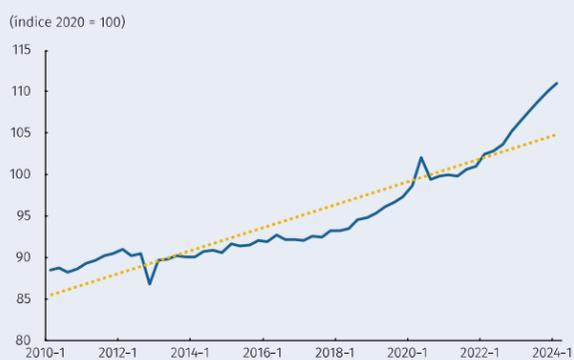


Fuente: Oficina de estadísticas laborales de Estados Unidos.

desde inicios de 2022 (Gráfico R3.6, panel A). Adicionalmente, la tasa de desempleo ponderada por las comunidades autónomas en donde más residen los colombianos, como lo son Madrid y Cataluña (Barcelona), son menores que las del promedio nacional (Gráfico R3.6, panel B). Lo anterior podría estar representando un beneficio adicional para la población colombiana residente en ese país, en términos de una mayor probabilidad de obtener un trabajo mejor remunerado.

Gráfico R3.6
Mercado laboral en España

A. Coste salarial real por hora efectivo de trabajo para España



Fuente: Instituto Nacional de Estadística de España.

B. Tasa de desempleo en España



3. Caracterización de los ingresos de remesas

Como se mencionó, Estados Unidos y España son los principales países receptores de la migración colombiana. Esto también se ha visto reflejado en que dos tercios de las remesas que recibe el país provienen de allí (Gráfico R3.7, panel A), con los siguientes porcentajes: 52% para Estados Unidos y 15% para España. En términos de regiones, Norteamérica concentra el 54% de las remesas, seguido de la zona del euro, con el 22%, y finalmente Latinoamérica con el 17% (en donde se destacan Chile y Ecuador).

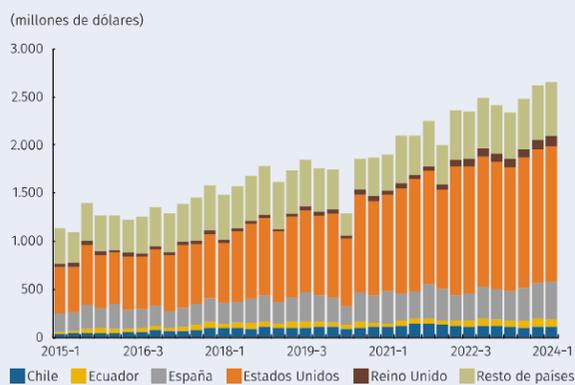
1 Alrededor del 56% de la población colombiana residente en España se concentra en las siguientes tres comunidades autónomas: Madrid (22%), Cataluña (18%) y Comunidad Valenciana (16%).

Cabe destacar cómo en los últimos años Estados Unidos se ha mantenido en el primer lugar como el principal país de donde provienen las remesas hacia Colombia, e incluso su participación se ha incrementado durante la última década. Respecto a las remesas provenientes de España, estas disminuyen su participación en el valor total de los ingresos externos por remesas. Lo anterior sucede porque las remesas provenientes desde Estados Unidos, Chile y Reino Unido han crecido más de lo que lo han hecho las provenientes de España (Gráfico R3.7, panel B); a pesar de esto, el monto en dólares proveniente del país ibérico ha aumentado durante los últimos años, duplicándose entre 2015 y comienzos de 2024.

En cuanto a los principales departamentos receptores de remesas, el Valle del Cauca es la región que mayor participación ha tenido históricamente y, con datos al primer trimestre de 2024, recibió la cuarta parte del total de los ingresos externos por remesas hacia Colombia. Cundinamarca, incluyendo Bogotá, recibió el 17% de las remesas y Antioquia el 16% (Gráfico R3.8, panel A). En resumen, casi el 60% de las remesas se concentran en estos tres departamentos, y esa composición se ha mantenido relativamente estable en el tiempo. En la participación restante se destacan el Eje Cafetero, Atlántico y Santander. Finalmente, se evidencia una correlación positiva entre la tasa de desempleo de los principales departamentos receptores y la recepción de remesas (Gráfico R3.8, panel B).

Gráfico R3.7
Remesas por país de origen

A. Ingresos por remesas desagregado por país de origen



Fuente: Banco de la República; cálculos propios.

B. Principales países emisores de remesas hacia Colombia

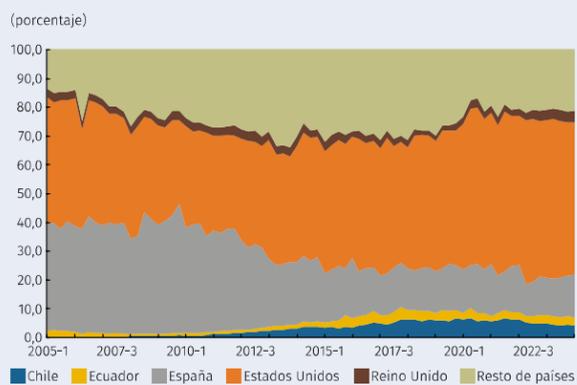
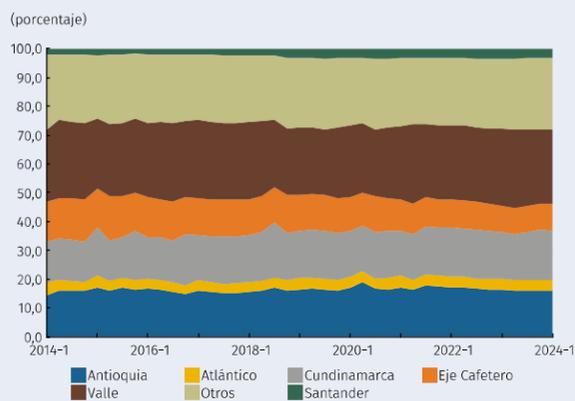


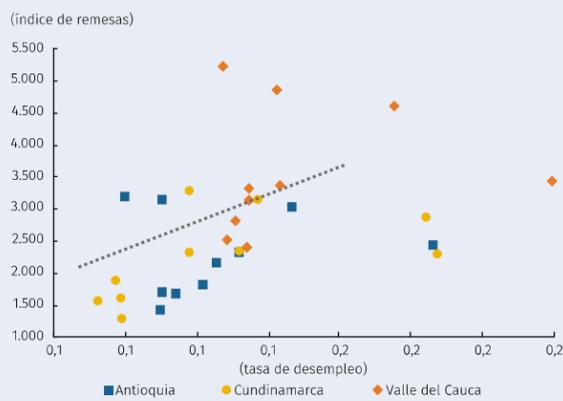
Gráfico R3.8
Remesas por departamentos receptores

A. Principales departamentos receptores de remesas



Fuente: DANE y Banco de la República; cálculos propios.

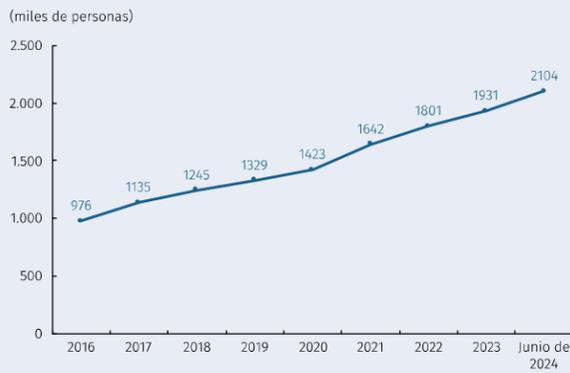
B. Relación entre desempleo y remesas en principales departamentos receptores



La mayor dinámica migratoria de colombianos hacia el exterior también se ha visto reflejada en el incremento del número de personas receptoras de estas ayudas en Colombia: de algo menos de un millón de personas en 2016, esta cifra ascendió a 2,1 millones en junio de 2024 (Gráfico R3.9, panel A). Además, se estima que el valor mensual promedio en dólares corrientes de la remesa por receptor se ha mantenido cercana a su monto histórico, oscilando entre los USD 470 y los USD 506 mensuales (Gráfico R3.9, panel B).

Gráfico R3.9
Receptores y monto promedio de la remesa en Colombia^{a/}

A. Número de personas receptoras

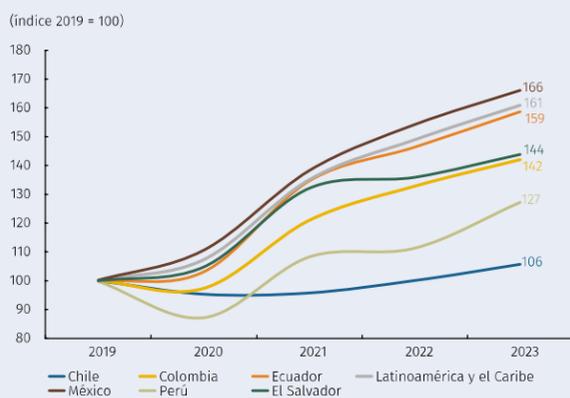


B. Monto promedio de remesa mensual por receptor



a/ Los datos corresponden a los diciembre de cada año, excepto en 2024 que es el de junio.
Fuente: Banco de la República; cálculos propios.

Gráfico R3.10
Índice de crecimiento de las remesas



Fuente: Banco Mundial.

4. Comparación internacional

El reciente crecimiento de las remesas ha sido un fenómeno generalizado en la región. Comparado con su nivel prepandemia, las remesas en Colombia crecieron un 42%, mientras que en América Latina y el Caribe aumentaron un 61% (Gráfico R3.10). Las tasas de crecimiento de los ingresos externos por remesas en los casos de México (66%), Ecuador (59%) y El Salvador (44%) registraron tasas superiores a la de Colombia.

En 2023, Colombia ocupó el cuarto puesto en el monto de remesas recibidas en Latinoamérica, después de México, Guatemala y República Dominicana. A nivel mundial, de acuerdo con datos de Migration Data Portal, para ese mismo año los principales países receptores de remesas (en términos de monto) fueron: India, México, China, Filipinas y Pakistán.

Conclusiones

El incremento de las remesas hacia Colombia ha permitido una mayor participación de este rubro en el PIB, en los ingresos corrientes de la balanza de pagos y en el ingreso disponible de los hogares colombianos, lo cual puede haber apalancado, en parte, el buen comportamiento del consumo en el periodo reciente. Este crecimiento es común a varios países de la región y, en particular para Colombia, ha estado asociado, principalmente, con el incremento de la migración de colombianos hacia el exterior y por las oportunidades laborales que la población migrante ha encontrado en el extranjero. Sobre esto último, se destacan los casos de Estados Unidos y España, los principales países de destino de la migración de los connacionales, y también los principales países de donde provienen los ingresos externos por remesas que recibe el país.

Por su parte, la mayor dinámica migratoria también se ha visto reflejada en el incremento del número de personas que están recibiendo estas ayudas en Colombia. Además, el valor mensual promedio en dólares corrientes de la remesa por receptor se ha mantenido cercano a su promedio histórico de los últimos ocho años.

Finalmente, el Valle del Cauca, Cundinamarca (incluyendo Bogotá) y Antioquia son las principales regiones receptoras de estas remesas, con una composición que se ha mantenido relativamente estable en el tiempo.

Referencias

- Bouhga-Hagbe, J. (2006). "Altruism and Workers' Remittances: Evidence from Selected Countries in the Middle East and Central Asia", IMF Working Paper, núm. 130, pp. 1-29
- Fondo Monetario Internacional (2009). *Manual de balanza de pagos y posición de inversión internacional*, sexta versión.
- Garavito, A.; Collazos, M. M.; Hernández, M. D.; Montes, E. (2019). "Migración internacional y determinantes de las remesas de trabajadores en Colombia", Borradores de Economía, núm. 1066.
- Hagen-Zanker, J. (2008). "Why Do People Migrate? A Review of the Theoretical Literature", MPRA Paper, University Library of Munich, Alemania.
- Higgins, M.; Hysenbegasi, A.; Pozo, S. (2004). "Exchange-rate Uncertainty and Workers' Remittances", *Applied Financial Economics*, núm. 14, issue 6.
- Mejía, W. (2006). "Significado económico de las prácticas transnacionales de los migrantes colombianos, con énfasis sobre los establecidos en Estados Unidos", Miami: Colombian Studies Institute, Florida International University.
- Migration Data Portal (s. f.). www.migrationdataportal.org/themes/remittances
- Rapoport, H.; Docquier, F. (2006). *The Economics of Migrants' Remittances*, cap. 17, pp. 1135-1198 en S. Kolm y J. M. Ythier (eds.), Elsevier.
- Shimada, A. (2011). "The Role of Altruism in Sending and Spending Remittances", *East Asian Economic Review*, vol. 15, núm. 2, pp. 61-82.

Anexo 1

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

Unidades		oct 24	dic 24	oct 25	dic 25	oct 26
IPC total	Variación mensual (media)	0,17	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.
IPC sin alimentos	Variación mensual (media)	0,18	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.
IPC sin alimentos ni regulados	Variación mensual (media)	0,21	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.
IPC de alimentos	Variación mensual (media)	0,10	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.
IPC de regulados	Variación mensual (media)	0,06	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.
IPC total	Variación anual (media), fin de periodo	5,73 ^{c/}	5,47	4,13	3,89	3,44
IPC sin alimentos	Variación anual (media), fin de periodo	6,47 ^{c/}	5,66	3,93	3,67	3,33
IPC sin alimentos ni regulados	Variación anual (media), fin de periodo	5,42 ^{c/}	5,08	3,59	3,42	3,15
IPC de alimentos	Variación anual (media), fin de periodo	2,63 ^{c/}	4,20	4,40	4,13	3,88
IPC de regulados	Variación anual (media), fin de periodo	10,01 ^{c/}	7,72	5,80	5,50	4,37
Tasa de cambio nominal	Pesos por dólar, fin de periodo	4.190	4.145	4.130	4.179	4.145
Tasa de interés de política	Porcentaje, fin de periodo	9,50	9,00	6,00	6,00	5,50

Unidades		III 2024	IV 2024	2024	I-2025	II-2025	III-2025	IV 2025	2025	I-2026	II-2026	III 2026
PIB	Variación anual, serie original	2,1	2,0	1,8	2,3	2,4	2,6	2,6	2,6	2,8	2,8	n. d.
Desempleo	Trece ciudades, promedio del trimestre	10,2	10,2	n. d.	11,5	10,6	10,4	10,0	n. d.	11,3	10,5	n. d.
IBR (90 días)	Tasa efectiva anual, fin de periodo	n. a.	8,4	n. d.	7,4	6,5	6,1	5,9	n. d.	5,8	5,6	5,7
Déficit fiscal (GNC) ^{d/}	Proporción del PIB	n. d.	n. d.	5,6	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	5,1	n. d.	n. d.	n. d.
Déficit en cuenta corriente ^{d/}	Proporción del PIB	n. d.	n. d.	2,6	n. d.	n. d.	n. d.	n. d.	3,1	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 abril de 2023, la pregunta sobre la DTF se excluyó de la encuesta de expectativas de analistas económicos.

b/ Corresponde a la mediana de las respuestas de la *Encuesta mensual de expectativas de analistas económicos* del Banco de la República, excepto para los valores del IPC total, sin alimentos, sin alimentos ni regulados, de alimentos y de regulados, 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 octubre de 2024).

Anexo 2

Principales variables del pronóstico macroeconómico

		Años										
		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Variables exógenas												
Externas ^{a/}												
PIB socios comerciales ^{b/}	Porcentaje, var. anual, corregido por estacionalidad	2,0	1,6	3,2	2,5	1,5	-6,6	8,3	3,7	2,4	2,0	2,2
Precio del petróleo (referencia Brent)	Dólares por barril, promedio del periodo	54	45	55	72	64	43	71	99	82	81	76
Tasa de interés efectiva de fondos federales (Fed)	Porcentaje, promedio del periodo	0,13	0,39	1,00	1,83	2,16	0,37	0,08	1,68	5,03	5,14	3,92
Credit Default Swap a 5 años para Colombia	Puntos básicos, promedio del periodo	184	212	129	114	99	142	142	259	246	184	204
Internas												
Tasa de interés real neutral para Colombia	Porcentaje, promedio del periodo	1,5	1,6	1,3	1,3	1,2	1,3	1,5	2,0	2,2	2,4	2,6
PIB potencial para Colombia (tendencial)	Porcentaje, var. anual	3,3	2,8	2,4	2,3	2,3	-0,1	4,0	3,7	2,9	2,9	2,7
Variables endógenas												
Precios												
IPC total ^{c/}	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	6,77	5,75	4,09	3,18	3,80	1,61	5,62	13,12	9,28	5,31	3,10
IPC sin alimentos ^{d/}	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	5,25	5,51	5,03	3,51	3,45	1,03	3,44	9,99	10,33	.	.
IPC bienes (sin alimentos ni regulados)	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	7,27	5,91	3,24	1,40	2,18	0,63	3,31	15,04	7,11	.	.
IPC servicios (sin alimentos ni regulados)	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	4,64	5,26	5,38	3,13	3,45	1,29	2,18	7,41	8,96	.	.
IPC regulados	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	4,43	5,63	6,26	6,65	4,81	0,73	7,10	11,77	17,24	.	.
IPC alimentos ^{e/}	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	13,08	6,65	0,48	1,87	5,80	4,80	17,23	27,81	5,00	7,01	4,50
IPC perecederos	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	26,03	-6,63	5,84	8,88	8,66	2,49	24,42	36,44	-0,47	.	.
IPC procesados	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	9,62	10,74	-0,91	-0,08	5,04	5,43	15,32	25,33	6,71	.	.
Indicadores de inflación básica ^{f/}												
IPC sin alimentos	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	5,25	5,51	5,03	3,51	3,45	1,03	3,44	9,99	10,33	.	.
IPC núcleo 15	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	5,59	5,98	4,21	3,22	3,78	1,88	4,42	11,55	9,46	.	.
IPC sin alimentos ni regulados	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	5,50	5,48	4,67	2,57	3,10	1,11	2,49	9,51	8,42	5,12	3,04
Promedio de todos los indicadores de inflación básica	Porcentaje, var. anual, fin del periodo	5,44	5,66	4,64	3,10	3,44	1,34	3,45	10,35	9,41	.	.
TRM	Pesos por dólar, promedio del periodo	2.746	3.053	2.951	2.957	3.282	3.691	3.747	4.257	4.330	.	.
Brecha inflacionaria de la tasa de cambio real	Porcentaje, promedio del periodo	9,5	2,5	-1,7	-0,7	3,6	6,8	2,2	6,7	1,4	-5,4	-2,3
Actividad económica												
Producto interno bruto	Porcentaje, var. anual, daec	3,0	2,1	1,4	2,6	3,2	-7,2	10,8	7,3	0,6	1,9	2,9
Gasto de consumo final	Porcentaje, var. anual, daec	3,4	1,6	2,3	4,0	4,3	-4,2	13,8	8,9	1,0	.	.
Gasto de consumo final de los hogares	Porcentaje, var. anual, daec	3,1	1,6	2,1	3,2	4,1	-5,0	14,7	10,7	0,8	.	.
Gasto de consumo final del Gobierno General	Porcentaje, var. anual, daec	4,9	1,8	3,6	7,4	5,3	-0,8	9,8	0,8	1,6	.	.
Formación bruta de capital	Porcentaje, var. anual, daec	-1,2	-0,2	-3,2	1,5	3,0	-20,7	11,6	16,0	-25,9	.	.
Formación bruta de capital fijo	Porcentaje, var. anual, daec	2,8	-2,9	1,9	1,0	2,2	-23,6	16,7	11,5	-9,5	.	.
Vivienda	Porcentaje, var. anual, daec	9,5	-0,2	-1,9	-0,4	-3,9	-32,7	39,8	2,0	-1,2	.	.
Otros edificios y estructuras	Porcentaje, var. anual, daec	10,2	0,0	4,6	-3,5	1,1	-30,8	0,9	-4,2	-4,8	.	.
Maquinaria y equipo	Porcentaje, var. anual, daec	-9,3	-7,9	1,4	8,6	12,3	-13,3	23,3	30,3	-17,6	.	.
Recursos biológicos cultivados	Porcentaje, var. anual, daec	2,3	13,1	0,3	-3,1	7,9	-1,8	-0,9	-12,5	4,6	.	.
Productos de propiedad intelectual	Porcentaje, var. anual, daec	1,3	-12,0	1,2	1,5	-0,7	-8,3	3,4	8,9	0,7	.	.
Demanda interna	Porcentaje, var. anual, daec	2,4	1,2	1,1	3,5	4,0	-7,5	13,4	10,2	-4,0	.	.
Exportaciones	Porcentaje, var. anual, daec	1,7	-0,2	2,6	0,6	3,1	-22,5	14,6	12,3	3,4	.	.
Importaciones	Porcentaje, var. anual, daec	-1,1	-3,5	1,0	5,8	7,3	-20,1	26,7	23,6	-15,0	.	.
Brecha del producto ^{g/}	Porcentaje	0,9	0,2	-0,8	-0,6	0,3	-7,1	-0,8	2,7	0,4	-0,5	-0,3
Indicadores coyunturales												
Producción real de la industria manufacturera	Porcentaje, var. anual, corregido por estacionalidad	2,1	3,5	0,0	2,9	1,3	-8,1	16,2	10,5	-4,7	.	.
Ventas del comercio al por menor, sin combustibles ni vehículos	Porcentaje, var. anual, corregido por estacionalidad	6,4	2,0	-0,1	5,5	8,1	-1,5	12,3	9,1	-4,1	.	.
Producción de café	Porcentaje, var. anual, producción acumulada del periodo	16,8	0,4	-0,3	-4,5	8,8	-5,8	-9,5	-11,9	2,4	.	.
Producción de petróleo	Porcentaje, var. anual, promedio del periodo	1,5	-11,9	-3,6	1,3	2,4	-11,8	-5,8	2,4	3,0	.	.
Mercado laboral ^{h/}												
Total nacional												
Tasa de desempleo	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del periodo	9,2	9,5	9,7	10,0	10,9	16,7	13,8	11,2	10,2	10,3	10,2
Tasa de ocupación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del periodo	61,3	60,5	60,0	59,1	57,7	50,4	53,1	56,5	57,6	.	.
Tasa global de participación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del periodo	67,5	66,9	66,4	65,7	64,8	60,4	61,5	63,6	64,1	.	.
Trece ciudades y áreas metropolitanas												
Tasa de desempleo	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del periodo	10,1	10,3	11,0	11,1	11,5	19,1	15,2	11,4	10,4	10,3	10,4
Tasa de ocupación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del periodo	62,6	61,7	60,5	59,6	58,8	50,8	53,8	58,1	59,5	.	.
Tasa global de participación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del periodo	69,6	68,8	67,9	67,1	66,4	62,7	63,5	65,5	66,3	.	.
Balanza de pagos ^{i/}												
Cuenta corriente (A + B + C)												
Cuenta corriente (A + B + C)	Millones de dólares	-18.702	-12.587	-9.924	-14.041	-14.809	-9.267	-17.949	-21.185	-9.130	-9.022	-13.807
Porcentaje del PIB	Porcentaje, términos nominales	-6,3	-4,4	-3,2	-4,2	-4,6	-3,4	-5,6	-6,1	-2,5	-2,2	-3,2
A. Bienes y servicios												
A. Bienes y servicios	Millones de dólares	-19.004	-13.451	-8.762	-10.556	-14.148	-13.105	-20.001	-16.400	-7.956	-10.766	-15.999
B. Ingreso primario (renta de los factores)	Millones de dólares	-4.550	-5.312	-8.046	-11.442	-9.715	-4.950	-8.723	-17.086	-14.095	-13.163	-13.616
C. Ingresos secundarios (transferencias corrientes)	Millones de dólares	5.752	6.177	6.883	7.957	9.055	8.788	10.775	12.301	12.922	14.907	15.809
Cuenta financiera (A + B + C + D)												
Cuenta financiera (A + B + C + D)	Millones de dólares	-18.060	-12.339	-9.625	-12.954	-13.298	-8.313	-16.693	-20.466	-8.326	.	.
Porcentaje del PIB	Porcentaje, términos nominales	-6,1	-4,4	-3,1	-3,9	-4,1	-3,0	-5,3	-5,9	-2,3	.	.
A. Inversión extranjera (ii - i)												
A. Inversión extranjera (ii - i)	Millones de dólares	-7.403	-9.341	-10.011	-6.172	-10.836	-5.725	-6.381	-13.799	-15.970	.	.
i. Extranjera en Colombia (IED)	Millones de dólares	11.621	13.858	13.701	11.299	13.989	7.459	9.561	17.183	17.145	.	.
ii. Colombiana en el exterior	Millones de dólares	4.218	4.517	3.690	5.126	3.153	1.723	3.181	3.384	1.175	.	.
B. Inversión de cartera												
B. Inversión de cartera	Millones de dólares	-9.091	-4.945	-1.800	862	24	-1.768	-4.595	427	8.664	.	.
C. Otra inversión (préstamos, otros créditos y derivados)												
C. Otra inversión (préstamos, otros créditos y derivados)	Millones de dólares	-1.981	1.781	1.641	-8.831	-5.820	-4.949	-6.371	-7.665	-2.739	.	.
D. Activos de reserva												
D. Activos de reserva	Millones de dólares	415	165	545	1.187	3.333	4.328	654	571	1.718	.	.
Errores y omisiones (E Y O)												
E. Errores y omisiones (E Y O)	Millones de dólares	643	247	299	1.087	1.510	1.153	1.256	719	804	.	.
Tasas de interés												
Tasa de interés de política ^{k/}	Porcentaje, promedio del periodo	4,67	7,10	6,10	4,35	4,25	2,87	1,91	7,22	13,04	11,35	7,08
Tasa de interés de política esperada por analistas ^{l/}	Porcentaje, promedio del periodo	4,7	7,1	6,1	4,3	4,3	2,9	1,9	7,2	13,0	.	.
IBR overnight	Porcentaje, promedio del periodo	9,4	12,8	11,1	9,3	8,8	7,4	6,2	13,3	18,7	.	.
Tasa de interés comercial ^{m/}	Porcentaje, promedio del periodo	17,2	19,2	19,4	17,9	16,5	15,0	14,3	21,1	27,9	.	.
Tasa de interés de consumo ^{n/}	Porcentaje, promedio del periodo	11,0	12,4	11,6	10,6	10,4	10,1	9,1	12,9	17,7	.	.

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

daec: desestacionalizado y ajustado por efectos calendario.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

j/ Los resultados para 2022 y 2023 son preliminares.

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

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

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

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

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

Anexo 2 (continuación)

Principales variables del pronóstico macroeconómico

		2019				2020			
		T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
VARIABLES EXÓGENAS									
Externas ^{a/}									
PIB socios comerciales ^{b/}	Porcentaje, variación anual, corregido por estacionalidad	1,2	1,6	1,7	1,5	-0,7	-16,0	-6,7	-3,0
Precio del petróleo (referencia Brent)	Dólares por barril, promedio del periodo	64	68	62	62	51	33	43	45
Tasa de interés efectiva de fondos federales (Fed)	Porcentaje, promedio del periodo	2,40	2,40	2,20	1,65	1,23	0,06	0,09	0,09
Credit Default Swap a 5 años para Colombia	Puntos básicos, promedio del periodo	121	104	90	83	125	206	132	104
Internas									
Tasa de interés real neutral para Colombia	Porcentaje, promedio del periodo								
PIB potencial para Colombia (tendencial)	Porcentaje, variación anual								
VARIABLES ENDÓGENAS									
Precios									
IPC total ^{c/}	Porcentaje, variación anual, fin del periodo	3,21	3,43	3,82	3,80	3,86	2,19	1,97	1,61
IPC sin alimentos ^{d/}	Porcentaje, variación anual, fin del periodo	3,27	3,22	3,37	3,45	3,26	1,40	1,57	1,03
IPC bienes (sin alimentos ni regulados)	Porcentaje, variación anual, fin del periodo	1,09	1,60	1,83	2,18	2,41	0,73	1,15	0,63
IPC servicios (sin alimentos ni regulados)	Porcentaje, variación anual, fin del periodo	3,01	3,10	3,37	3,45	3,22	2,00	1,86	1,29
IPC regulados	Porcentaje, variación anual, fin del periodo	6,33	5,24	5,03	4,81	4,27	0,44	1,19	0,73
IPC alimentos ^{e/}	Porcentaje, variación anual, fin del periodo	3,24	4,96	6,49	5,80	7,19	6,55	4,13	4,80
IPC perecederos	Porcentaje, variación anual, fin del periodo	9,98	15,46	17,50	8,66	9,79	2,52	-3,42	2,49
IPC procesados	Porcentaje, variación anual, fin del periodo	1,43	2,18	3,57	5,04	6,46	7,75	6,40	5,43
Indicadores de inflación básica ^{f/}									
IPC sin alimentos	Porcentaje, variación anual, fin del periodo	3,27	3,22	3,37	3,45	3,26	1,40	1,57	1,03
IPC núcleo 15	Porcentaje, variación anual, fin del periodo	3,24	3,34	3,66	3,78	3,64	2,17	2,33	1,88
IPC sin alimentos ni regulados	Porcentaje, variación anual, fin del periodo	2,41	2,65	2,92	3,10	2,99	1,65	1,67	1,11
Promedio de todos los indicadores de inflación básica	Porcentaje, variación anual, fin del periodo	2,97	3,07	3,32	3,44	3,30	1,74	1,86	1,34
TRM	Pesos por dólar, promedio del periodo	3.135	3.240	3.338	3.412	3.540	3.850	3.731	3.662
Brecha inflacionaria de la tasa de cambio real	Porcentaje, promedio del periodo	2,3	3,2	3,9	4,9	5,6	11,8	6,6	3,3
Actividad económica									
Producto interno bruto	Porcentaje, variación anual, daec	3,2	3,3	3,0	3,2	0,5	-16,8	-9,1	-3,3
Gasto de consumo final	Porcentaje, variación anual, daec	3,7	3,9	4,4	5,2	3,9	-14,5	-7,4	1,1
Gasto de consumo final de los hogares	Porcentaje, variación anual, daec	3,0	3,5	4,3	5,4	4,5	-17,0	-8,5	0,9
Gasto de consumo final del Gobierno General	Porcentaje, variación anual, daec	5,9	6,0	5,0	4,2	0,7	-2,5	-2,8	1,5
Formación bruta de capital	Porcentaje, variación anual, daec	7,8	2,4	5,6	-3,4	-11,5	-31,7	-17,5	-22,3
Formación bruta de capital fijo	Porcentaje, variación anual, daec	7,2	4,4	1,9	-4,3	-12,4	-41,4	-24,9	-14,9
Vivienda	Porcentaje, variación anual, daec	-6,6	-7,7	-7,9	-13,3	-25,8	-47,9	-30,3	-25,4
Otros edificios y estructuras	Porcentaje, variación anual, daec	12,8	-1,2	1,1	-6,7	-10,2	-50,1	-37,4	-24,4
Maquinaria y equipo	Porcentaje, variación anual, daec	14,7	21,6	10,1	3,1	-5,5	-37,3	-9,3	1,7
Recursos biológicos cultivados	Porcentaje, variación anual, daec	5,6	9,8	14,9	1,7	2,6	1,6	-7,9	-3,0
Productos de propiedad intelectual	Porcentaje, variación anual, daec	-1,5	-1,5	-1,1	1,5	-0,1	-13,4	-10,6	-9,0
Demanda interna	Porcentaje, variación anual, daec	4,5	3,8	4,7	3,0	0,5	-18,0	-9,7	-2,9
Exportaciones	Porcentaje, variación anual, daec	5,0	8,8	2,0	-3,1	-6,5	-30,6	-28,2	-24,4
Importaciones	Porcentaje, variación anual, daec	11,5	9,0	10,9	-1,2	-5,0	-33,6	-25,7	-15,6
Brecha del producto ^{g/}	Porcentaje	-0,4	-0,1	0,1	0,3	-0,2	-3,8	-6,0	-7,1
Indicadores coyunturales									
Producción real de la industria manufacturera	Porcentaje, variación anual, corregido por estacionalidad	1,0	2,5	0,8	1,0	-1,5	-23,5	-7,3	0,0
Ventas del comercio al por menor, sin combustibles ni vehículos	Porcentaje, variación anual, corregido por estacionalidad	6,2	7,3	9,5	9,2	6,4	-14,6	-3,4	5,5
Producción de café	Porcentaje, variación anual, producción acumulada del periodo	-1,9	6,6	4,9	24,1	-13,8	-1,9	-3,6	-4,6
Producción de petróleo	Porcentaje, variación anual, promedio del periodo	5,4	3,2	1,4	-0,2	-2,1	-15,7	-15,4	-14,1
Mercado laboral ^{h/}									
Total nacional									
Tasa de desempleo	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del periodo	10,8	10,6	11,2	10,9	11,9	21,1	18,3	15,4
Tasa de ocupación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del periodo	58,4	57,7	57,2	57,5	55,7	44,4	49,0	52,7
Tasa global de participación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del periodo	65,5	64,6	64,4	64,6	63,2	56,3	59,9	62,3
Trece ciudades y áreas metropolitanas									
Tasa de desempleo	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del periodo	11,8	11,4	11,3	11,6	12,0	25,2	21,8	17,3
Tasa de ocupación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del periodo	58,8	58,9	58,7	58,7	57,0	44,1	49,0	53,3
Tasa global de participación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del periodo	66,7	66,4	66,2	66,4	64,7	59,0	62,6	64,4
Balanza de pagos ^{i/}									
Cuenta corriente (A + B + C)	Millones de dólares	-3.820	-3.219	-4.303	-3.467	-2.295	-1.962	-2.013	-2.997
Porcentaje del PIB	Porcentaje, términos nominales	-4,8	-4,1	-5,3	-4,2	-3,1	-3,6	-3,0	-4,0
A. Bienes y servicios	Millones de dólares	-3.138	-2.998	-4.406	-3.607	-3.098	-2.651	-3.263	-4.092
B. Ingreso primario (renta de los factores)	Millones de dólares	-2.615	-2.502	-2.301	-2.298	-1.369	-1.029	-1.172	-1.380
C. Ingresos secundarios (transferencias corrientes)	Millones de dólares	1.932	2.281	2.404	2.438	2.173	1.718	2.422	2.475
Cuenta financiera (A + B + C + D)	Millones de dólares	-3.520	-3.333	-3.740	-2.706	-1.735	-1.938	-1.857	-2.584
Porcentaje del PIB	Porcentaje, términos nominales	-4,4	-4,2	-4,6	-3,3	-2,3	-3,5	-2,8	-3,4
A. Inversión extranjera (ii - i)	Millones de dólares	-2.652	-3.626	-1.678	-2.880	-1.924	-1.725	-2.58	-1.818
i. Extranjera en Colombia (IED)	Millones de dólares	3.394	4.090	3.163	3.342	3.175	1.371	844	2.069
ii. Colombiana en el exterior	Millones de dólares	741	465	1.485	462	1.251	-353	586	251
B. Inversión de cartera	Millones de dólares	-1.382	-282	137	1.551	-168	-3.429	323	1.506
C. Otra inversión (préstamos, otros créditos y derivados)	Millones de dólares	-1.836	48	-2.453	-1.579	528	627	-2.127	-3.976
D. Activos de reserva	Millones de dólares	2.351	526	254	202	-171	2.590	205	1.705
Errores y omisiones (E Y O)	Millones de dólares	301	-114	563	761	560	25	155	413
Tasas de interés									
Tasa de interés de política ^{j/}	Porcentaje, promedio del periodo	4,25	4,25	4,25	4,25	4,23	3,26	2,24	1,75
Tasa de interés de política esperada por analistas ^{k/}	Porcentaje, promedio del periodo								
IBR overnight	Porcentaje, promedio del periodo	4,3	4,3	4,3	4,3	4,2	3,2	2,2	1,7
Tasa de interés comercial ^{m/}	Porcentaje, promedio del periodo	9,1	9,0	8,9	8,5	8,4	8,3	7,0	6,2
Tasa de interés de consumo ^{n/}	Porcentaje, promedio del periodo	18,0	17,2	16,0	15,5	15,8	15,5	14,8	14,2
Tasa de interés hipotecaria ^{o/}	Porcentaje, promedio del periodo	10,4	10,5	10,4	10,4	10,4	10,4	10,2	9,6

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

daec: desestacionalizado y ajustado por efectos calendario.

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

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

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

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

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

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

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

h/ Corresponde al trimestre móvil desestacionalizado.

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

j/ Los resultados para 2022 y 2023 son preliminares.

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

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

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

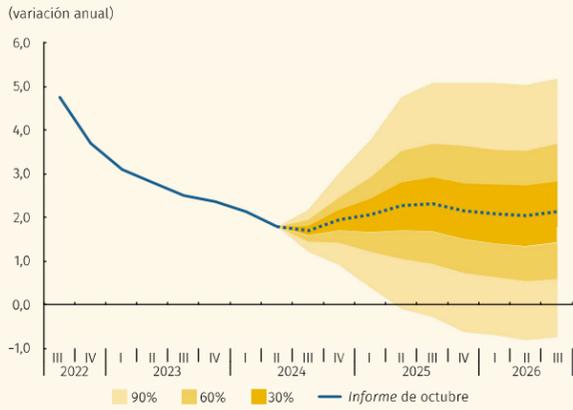
n/ No incluye los créditos otorgados mediante tarjetas de crédito.

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

2021				2022				2023				2024				2025				2026		
T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
0,1	19,3	8,9	6,4	5,2	4,0	3,4	2,2	2,8	2,8	2,2	1,7	1,8	1,5	1,8	2,7	2,2	2,4	2,0	2,0	2,0	2,2	2,4
61	69	73	80	98	112	98	89	82	78	86	83	82	85	79	79	77	76	75	75	75	75	74
0,08	0,07	0,09	0,08	0,12	0,76	2,20	3,65	4,52	4,99	5,26	5,33	5,33	5,33	5,27	4,65	4,30	4,03	3,80	3,55	3,30	3,03	2,83
110	131	143	185	209	238	275	314	283	275	219	207	172	187	189	189	195	201	208	213	218	222	226
1,51	3,63	4,51	5,62	8,53	9,67	11,44	13,12	13,34	12,13	10,99	9,28	7,36	7,18	5,81	5,31	4,59	3,67	3,49	3,10	3,14	3,09	3,03
1,06	2,70	3,03	3,44	5,31	6,84	8,33	9,99	11,42	11,62	10,88	10,33	8,76	7,64	6,55	.	.	.	.	.	.	.	.
1,05	2,57	2,97	3,31	6,41	8,30	11,57	15,04	15,08	14,26	10,44	7,11	3,08	1,43	0,60	.	.	.	.	.	.	.	.
0,89	1,61	2,01	2,18	3,79	5,21	5,93	7,41	8,73	9,04	9,14	8,96	8,29	7,89	7,48	.	.	.	.	.	.	.	.
1,52	5,93	5,94	7,10	8,32	9,80	11,46	11,77	14,72	15,64	15,81	17,24	15,78	13,29	10,15	7,01	4,49	4,01	4,26	4,50	4,68	4,12	3,66
3,92	8,52	12,40	17,23	25,37	23,65	26,62	27,81	21,81	14,31	11,47	5,00	1,73	5,27	2,73	4,27	4,26	2,71	2,30	2,00	2,51	2,54	2,33
1,58	8,69	14,82	24,42	41,87	31,21	35,50	36,44	19,66	10,06	13,93	-0,47	-3,42	12,46	2,92	.	.	.	.	.	.	.	.
4,60	8,47	11,74	15,32	20,69	21,50	24,14	25,33	15,62	10,72	6,71	3,41	3,16	2,68	.	.	.	.	.	.	.	.	.
1,06	2,70	3,03	3,44	5,31	6,84	8,33	9,99	11,42	11,62	10,88	10,33	8,76	7,64	6,55	.	.	.	.	.	.	.	.
1,67	3,36	3,79	4,42	6,93	8,41	10,04	11,55	12,41	11,62	10,34	9,46	7,64	7,10	6,18	.	.	.	.	.	.	.	.
0,94	1,87	2,28	2,49	4,51	6,06	7,49	9,51	10,51	10,51	9,51	8,42	6,77	6,01	5,49	5,12	4,72	4,09	3,51	3,04	2,89	2,94	3,03
1,22	2,64	3,03	3,45	5,58	7,10	8,62	10,35	11,45	11,25	10,24	9,40	7,72	6,92	6,07	.	.	.	.	.	.	.	.
3,559	3,695	3,847	3,882	3,910	3,919	4,384	4,812	4,758	4,424	4,044	4,074	3,921	3,919	4,097	.	.	.	.	.	.	.	.
-0,1	2,1	3,3	3,3	2,6	1,3	7,7	15,3	12,1	3,4	-5,2	-4,6	-7,6	-8,1	-4,3	-1,6	-3,2	-2,3	-2,3	-1,6	-1,3	-0,6	-0,5
1,5	18,7	13,4	11,1	8,0	12,1	7,4	2,1	2,4	0,3	-0,6	0,3	1,1	1,8	2,4	2,3	1,9	2,8	3,4	3,7	3,8	3,9	3,8
3,9	21,9	18,3	12,8	11,1	14,6	8,2	2,4	2,3	0,8	0,4	0,5	0,0	1,6	2,0	.	.	.	.	.	.	.	.
2,8	25,4	19,5	13,8	12,1	16,2	10,6	4,6	3,2	1,1	-0,2	-0,7	-0,1	1,7	2,5	.	.	.	.	.	.	.	.
8,8	8,8	13,1	8,6	5,8	7,3	-3,1	-6,2	-2,5	-0,8	3,8	6,4	2,0	0,9	1,0	.	.	.	.	.	.	.	.
-7,7	32,8	8,4	18,7	16,5	9,1	17,8	20,5	-11,6	-23,6	-32,4	-33,8	-11,3	1,5	10,1	.	.	.	.	.	.	.	.
3,7	42,1	15,2	13,5	8,3	13,2	14,0	10,8	-4,0	-7,7	-11,4	-14,9	-4,8	2,2	4,4	.	.	.	.	.	.	.	.
23,9	65,0	30,9	46,0	-0,2	3,5	6,5	-1,4	8,5	-0,9	-2,5	-9,0	-5,7	-0,7	-3,7	.	.	.	.	.	.	.	.
-14,9	31,9	0,3	-0,7	-9,9	-1,4	5,0	-10,4	-6,7	-5,7	-9,6	3,1	4,9	10,4	13,5	.	.	.	.	.	.	.	.
8,6	55,6	23,8	14,9	31,8	32,0	25,2	32,3	-8,5	-16,1	-17,5	-27,3	-5,7	-3,3	0,2	.	.	.	.	.	.	.	.
5,8	6,9	-4,1	-6,5	-16,2	-16,6	-11,8	-4,3	0,8	6,0	7,2	4,7	2,3	4,2	3,4	.	.	.	.	.	.	.	.
-5,4	6,5	6,9	6,5	10,3	12,2	10,4	3,1	-0,1	1,3	-1,3	2,8	0,9	-3,2	-1,4	.	.	.	.	.	.	.	.
1,6	24,5	16,7	13,0	13,1	13,8	10,1	4,2	-0,4	-4,0	-6,7	-4,5	-1,9	1,6	3,3	.	.	.	.	.	.	.	.
-9,6	13,5	25,8	36,0	15,9	24,1	13,9	-1,9	3,1	2,0	0,2	8,5	3,2	2,9	4,0	.	.	.	.	.	.	.	.
-5,2	46,6	40,2	34,6	40,2	26,7	23,1	8,2	-8,0	-14,7	-23,1	-13,8	-10,4	2,6	9,4	.	.	.	.	.	.	.	.
-7,1	-4,4	-2,6	-0,8	0,3	1,9	3,0	2,7	2,6	2,0	1,1	0,4	-0,1	-0,3	-0,4	-0,5	-0,7	-0,7	-0,5	-0,3	-0,1	0,2	0,4
6,7	27,7	20,3	13,0	11,9	20,9	7,0	3,7	-1,1	-4,5	-7,1	-6,0	-4,4	-3,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.
4,2	19,3	15,9	11,0	12,5	21,9	5,7	-1,3	-1,7	-5,6	-4,8	-4,0	-4,4	-1,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.
13,3	-24,7	-1,9	-18,8	-16,3	9,7	-18,2	-17,0	-0,7	-14,3	-2,1	24,9	3,5	30,3	22,9	.	.	.	.	.	.	.	.
-14,6	-5,1	-0,1	-1,7	-0,1	5,1	1,3	3,6	3,2	3,7	3,7	1,5	0,7	1,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.
14,6	15,2	12,8	12,6	12,0	11,1	11,0	10,8	10,4	10,3	9,6	10,3	10,6	10,5	9,9	10,2	10,3	10,2	10,2	10,2	.	.	.
52,8	51,9	53,4	54,2	56,0	56,6	56,8	56,6	57,3	57,7	58,3	57,2	57,0	57,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.
61,8	61,2	61,2	61,9	63,6	63,7	63,8	63,5	64,0	64,3	64,5	63,8	63,8	63,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.
16,8	16,7	14,0	13,1	12,3	11,3	11,0	10,9	11,1	10,4	9,8	10,2	10,5	10,3	10,1	10,4	10,5	10,4	10,4	10,4	.	.	.
53,5	53,1	54,4	54,3	57,5	58,0	58,4	58,3	58,7	59,3	60,2	59,7	59,7	60,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.
64,3	63,8	63,2	62,6	65,5	65,4	65,6	65,4	66,0	66,1	66,7	66,5	66,7	66,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.
-3,105	-4,047	-4,835	-5,962	-5,474	-4,818	-6,198	-4,695	-2,971	-2,273	-1,783	-2,102	-2,286	-1,630	.	.	.	.	.	.	.	.	.
-4,0	-5,5	-6,0	-6,8	-6,3	-5,4	-7,0	-5,7	-3,7	-2,7	-1,8	-2,1	-2,2	-1,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.
-3,688	-5,022	-5,259	-6,032	-5,033	-3,116	-4,507	-3,743	-2,202	-2,120	-1,459	-2,176	-1,922	-2,247	.	.	.	.	.	.	.	.	.
-1,867	-1,652	-2,339	-2,865	-3,617	-4,531	-4,795	-4,144	-3,864	-3,182	-3,690	-3,360	-3,696	-3,252	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2,450	2,627	2,763	2,935	3,176	2,829	3,104	3,193	3,094	3,029	3,365	3,434	3,331	3,869	.	.	.	.	.	.	.	.	.
-2,789	-3,761	-4,504	-5,640	-5,037	-4,952	-5,736	-4,741	-2,552	-2,695	-1,509	-1,570	-1,684	-1,084	.	.	.	.	.	.	.	.	.
-3,6	-5,1	-5,6	-6,5	-5,8	-5,5	-6,5	-5,8	-3,1	-3,2	-1,5	-1,6	-1,6	-1	.	.	.	.	.	.	.	.	.
-1,438	-1,013	-2,528	-1,402	-3,651	-3,661	-2,959	-3,529	-3,563	-5,437	-3,467	-3,502	-2,765	-1,813	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2,307	1,997	2,707	2,550	4,934	5,043	3,113	4,092	4,107	5,310	3,945	3,782	3,878	2,841	.	.	.	.	.	.	.	.	.
869	984	179	1,149	1,284	1,382	154	563	545	-128	478	280	1,113	1,029	.	.	.	.	.	.	.	.	.
1,319	-6,089	851	-675	1,866	-759	-233	-447	1,111	1,520	4,527	1,506	1,491	-253	.	.	.	.	.	.	.	.	.
-2,860	3,167	-2,981	-3,697	-3,379	-606	-2,703	-976	-467	824	-3,026	-70	-1,362	67	.	.	.	.	.	.	.	.	.
190	174	154	135	127	74	159	210	366	399	457	496	951	914	.	.	.	.	.	.	.	.	.
316	287	331	323	437	-134	463	-47	419	-421	275	532	602	547	.	.	.	.	.	.	.	.	.
1,75	1,75	1,75	2,39	3,69	5,68	8,56	10,81	12,53	13,17	13,25	13,23	12,82	11,93	10,92	9,75	8,50	7,25	6,50	6,08	5,92	5,75	5,75
1,7	1,7	1,8	2,4	3,7	5,7	8,6	10,8	12,5	13,2	13,3	13,2	12,8	11,9	10,9	.	.	.	.	.	.	.	.
6,0	5,7	6,0	6,9	8,6	10,8	14,2	17,8	19,9	18,6	18,6	18,0	16,2	15,1	14,2	.	.	.	.	.	.	.	.
14,0	13,7	14,3	14,8	16,7	19,1	22,9	27,2	30,1	28,5	26,7	26,3	23,9	22,5	21,2	.	.	.	.	.	.	.	.
9,2	8,9	9,0	9,3	9,9	11,5	13,4	16,4	18,2	18,1	17,5	17,1	16,4	14,9	12,8	.	.	.	.	.	.	.	.

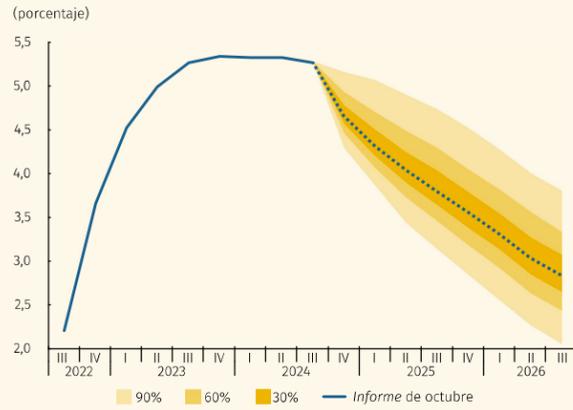
Anexo 3 Densidades predictivas para otras variables relevantes del pronóstico macroeconómico

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



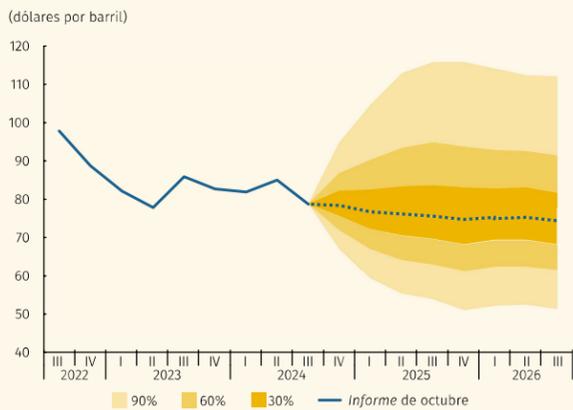
a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda).
Fuentes: Bloomberg, oficinas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

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



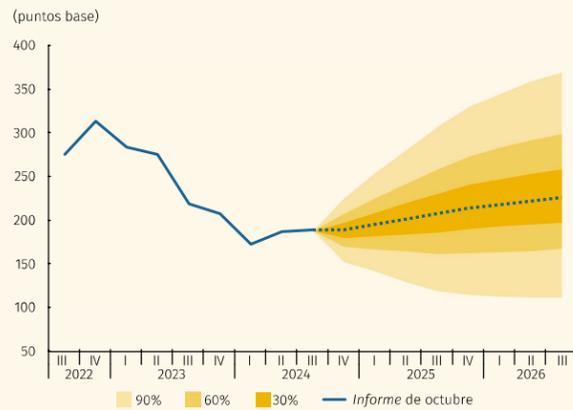
a/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico central (moda).
Fuente: Reserva Federal de San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

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



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

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

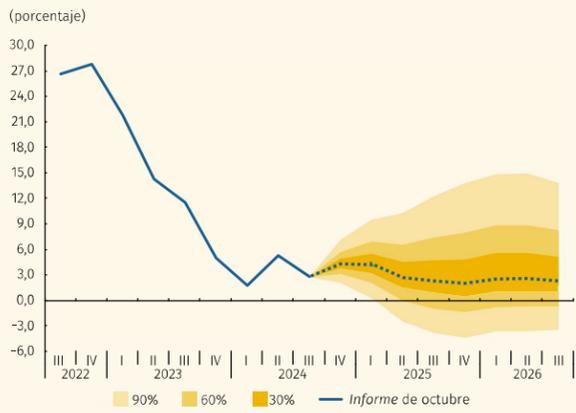


a/ Corresponde al *Credit default swap* a cinco años.
b/ El gráfico presenta la distribución de probabilidad del pronóstico y su senda más probable para un horizonte a 8 trimestres. La densidad caracteriza el balance prospectivo de riesgos con áreas del 30%, 60% y 90% de probabilidad alrededor del pronóstico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

Anexo 3 (continuación)

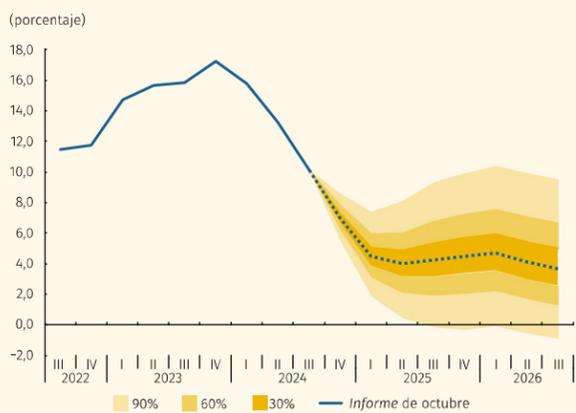
Densidades predictivas para otras variables relevantes del pronóstico macroeconómico

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



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

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



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

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

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