

Informe de Política Monetaria Abril de 2021



Gerencia Técnica
Mayo 5 de 2021

El pronóstico macroeconómico

■ ¿Qué es?

- ✓ Ejercicio de proyección de las principales variables macroeconómicas del país en un horizonte de dos años...
- ✓ ... Condicionado a supuestos/proyecciones de variables económicas del exterior, a la evaluación del estado actual de la economía colombiana...
- ✓ ... y a un comportamiento de la política monetaria que garantice: (i) que la inflación se mantenga en o converja a la meta del 3% , y (ii) que la economía opere o converja a operar a plena capacidad

■ ¿De quién es?

- ✓ El pronóstico es del EQUIPO TÉCNICO del Banco de la República (recoge sus supuestos, proyecciones e interpretación de los datos)
- ✓ La Junta Directiva usa este pronóstico como referencia para su toma de decisiones...
- ✓ ... No obstante, la Junta Directiva o sus miembros individuales pueden discrepar del equipo técnico en algunos de sus supuestos, parámetros o proyecciones...
- ✓ ... Por esta razón, el pronóstico NO NECESARIAMENTE refleja la opinión de la Junta Directiva o de sus miembros individuales

¿De dónde venimos? (IPoM enero de 2021)

Principales características del pronóstico de enero:

1. Gran incertidumbre sobre la evolución y efectos de la pandemia
2. Mejores perspectivas de crecimiento mundial
3. Mejores condiciones financieras externas ante comienzos de la vacunación y mejores perspectivas de crecimiento mundial
4. Política fiscal contracíclica en 2021, ajuste fiscal con efectos en la demanda agregada de 2022 y estabilización de las finanzas públicas
5. Economía con grandes excesos de capacidad e inflación básica y total por debajo de la meta
6. Expectativas y pronósticos de inflación por debajo de la meta; persistencia de excesos de capacidad en los siguientes dos años
7. Política monetaria expansiva: tasas de interés en mínimos históricos, amplia liquidez

¿Qué NO ha cambiado?

- **Enorme incertidumbre:** El pronóstico todavía no tiene una distribución de probabilidad, solo rangos de incertidumbre: **Evolución de la pandemia/vacunación, tamaño de los excesos de capacidad, condiciones financieras externas, política fiscal, condiciones sociales etc.**
- La pandemia ha afectado la oferta y la demanda agregadas de la economía, aunque los efectos sobre la segunda estarían primando (contracción económica y caída de la inflación)
- Recuperación parcial de la actividad económica, grandes y persistentes excesos de capacidad, bajo traspaso de la depreciación a los precios internos e impactos de las medidas regulatorias transitorias sobre los precios y la inflación
- Acceso al financiamiento externo
- Política fiscal contracíclica en 2021 y ajuste supuesto en 2022

¿Qué HA cambiado? - Contexto externo

- Actividad económica mundial y de socios comerciales observada y esperada más dinámica (expansión fiscal en los EEUU, avance en vacunación)
- Mejores términos de intercambio observados y proyectados (precios del petróleo y del café)
- Condiciones financieras externas, aunque holgadas, más apretadas que al comienzo del año:
Mayores tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos, por aumento de expectativas de inflación y de las tasas de interés reales (Política fiscal expansiva en los EEUU)
- ➔ Efecto observado en Colombia: Aumento de tasas de interés de los TES de largo plazo, menores entradas netas de capitales, depreciación del peso
- Efectos complejos e inciertos de la expansión fiscal de los EEUU en Colombia:
 - Mejores demanda externa de Colombia, términos de intercambio y remesas ➔ Impacto en la actividad económica local y la tasa de cambio.
 - Incertidumbre sobre la magnitud y el momento de los cambios requeridos en la postura de la política de la FED ➔ Impacto en los flujos de capitales y la tasa de cambio en Colombia
 - Menor ahorro público en ese país podría mover al alza las tasas de interés reales neutrales

¿Qué HA cambiado? - Contexto interno

- **Datos:** recuperación de actividad económica ha sido sistemáticamente más vigorosa de lo esperado
 - Crecimiento de 2020 mejor (-6,8%) que lo estimado en el informe anterior (-7,2%)
 - Indicadores de alta frecuencia sugieren una economía significativamente más dinámica en el primer trimestre de 2021: estimación de crecimiento revisada a -0,3% (antes -4,8%)
- Aumento transitorio de consumo e inversión pública en 2021 de acuerdo con el Plan Financiero
- Tercera ola de contagios: El pronóstico incorpora efectos en la actividad económica en el segundo trimestre más fuertes que los generados por la pandemia en el primero
- Inflación observada por debajo de la meta, pero mayor de la esperada por sorpresas en alimentos, regulados y servicios (“ruido” por cambio en el precio relativo de telefonía móvil)
- No incorporado en el pronóstico: Efectos de los paros (cierres de sectores, confianza interna y externa, volatilidad en algunos precios etc.)

Estado inicial de la economía

- Diagnóstico general sin grandes cambios cualitativos:
 - Choque de la pandemia con impactos inciertos en oferta y demanda agregadas
 - Excesos de capacidad grandes y persistentes
 - Inflación total y básica por debajo de la meta, y expectativas de inflación cercanas a la meta
 - Política monetaria expansiva (tasa de interés real natural de 1.5% en 2021)

- No obstante, las magnitudes estimadas de los choques sí presentan cambios, especialmente por la observación de inflación y crecimiento mayores de lo esperado
 - ➔ Excesos de capacidad amplios, pero menores y menos persistentes de lo previsto

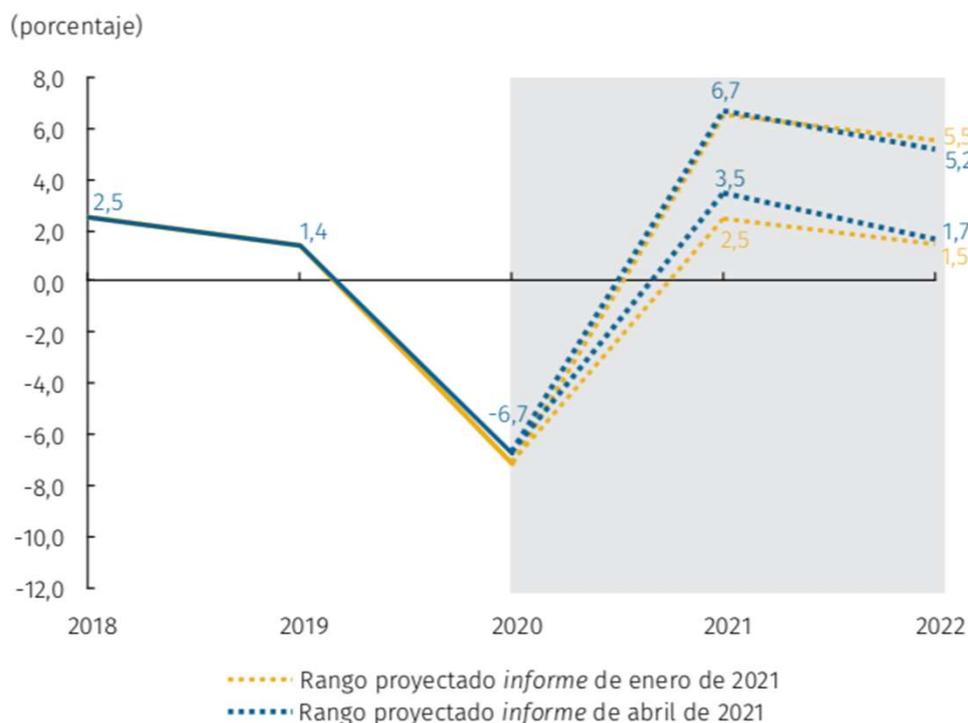
- **Gran incertidumbre alrededor de este diagnóstico:** Interpretación de los mejores datos de actividad económica: ¿demanda u oferta? ¿es temporal la mejoría? ¿refleja fenómenos sectoriales?

Pronóstico IPOM abril 2021

Contexto Internacional

En 2021 la demanda externa se recuperaría a un mejor ritmo que el proyectado en enero. Habría diferencias marcadas en la recuperación entre países, en parte por control de la pandemia

PIB real anual de socios comerciales (variación anual; supuesto anual)

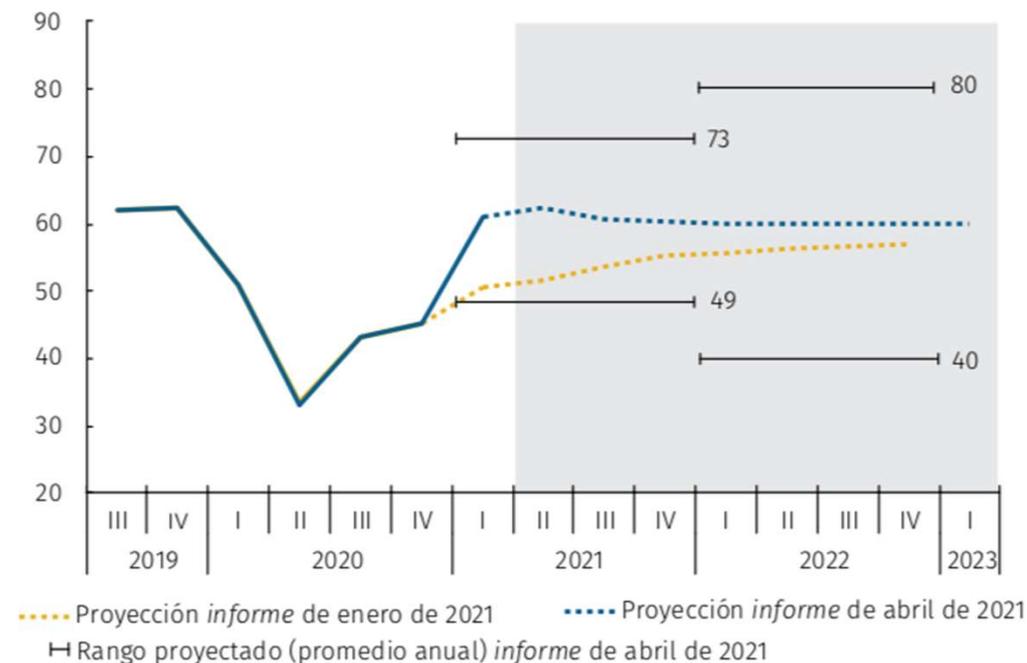


- Recuperación de las economías en 2020 mayor de lo esperado. Revisión al alza de estimación de crecimiento (de -7,1% a -6,7%)
- EEUU recuperaría caída de 2020 en 2021, buen avance en vacunación, reducción de desempleo a 6% y aprobación de paquete fiscal por USD 1,9 billones
- Europa tendría una recuperación más lenta, por medidas de aislamiento social más fuertes
- China se aceleraría por demanda interna y externa. Alto endeudamiento y tensiones geo-políticas son riesgos
- Latinoamérica: mayores dificultades en el control de la pandemia, con limitado espacio monetario y fiscal. Mejores precios de *commodities* y demanda de exportaciones soportan mejores proyecciones
- Rango 2021: 3,5% - 6,7%. Rango 2022: 1,7% - 5,2%

El supuesto del precio internacional del petróleo (Brent) se revisó al alza para 2021 (61 USD bl) y 2022 (60 USD bl), en parte por mejores perspectivas de crecimiento global

Precio internacional del petróleo (brent) (promedio trimestral; supuesto trimestral)

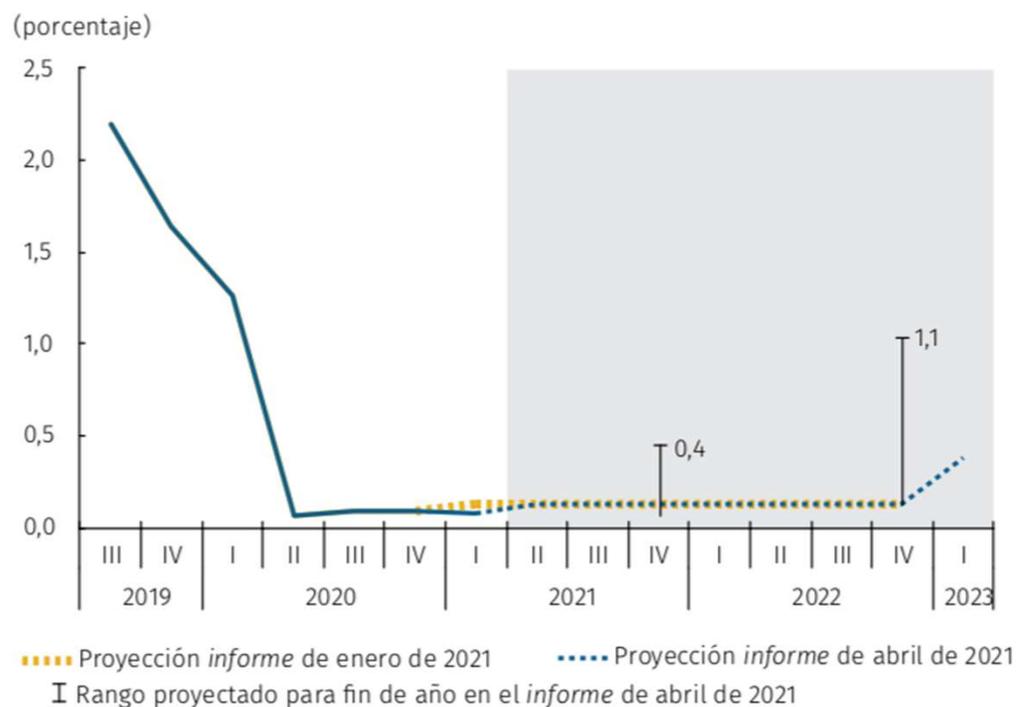
(dólares por barril)



- Recuperación a niveles por encima de USD 60 bl en el primer trimestre de 2021
- Oferta: cumplimiento de acuerdos OPEP+ y lenta recuperación en la producción de EEUU
- Demanda: mayor movilidad en adelante, reapertura de las economías con mejor dinámica de lo esperado y crecimiento de China y Estados Unidos
- ... Pero a corto plazo las nuevas olas de contagio de economías consumidoras como Europa, Brasil, India estarían afectando la demanda
- Recuperación de los términos de intercambio en 2021

Se espera que las economías avanzadas mantengan una política monetaria expansiva en 2021 y 2022. Se supone un primer incremento en la tasa de la FED al principio de 2023

Tasa de interés de la Fed (promedio trimestral; supuesto trimestral)



Tasa de interés cercana al límite técnico (0%-0.25% para la FED) en 2021 y 2022

Amplia liquidez y medidas no convencionales

Estados Unidos:

- ✓ Compra de activos continuaría
- ✓ No actuaría preventivamente, sino con base en datos
- ✓ Inflación básica por debajo de 2% en 2020, aunque expectativas de inflación mayores de 2% para 2021 y 2022. Efectos de base, restricciones de oferta temporales y aumentos en el precio del petróleo explicarían alza en inflación total.
- ✓ Mercado laboral todavía holgado.

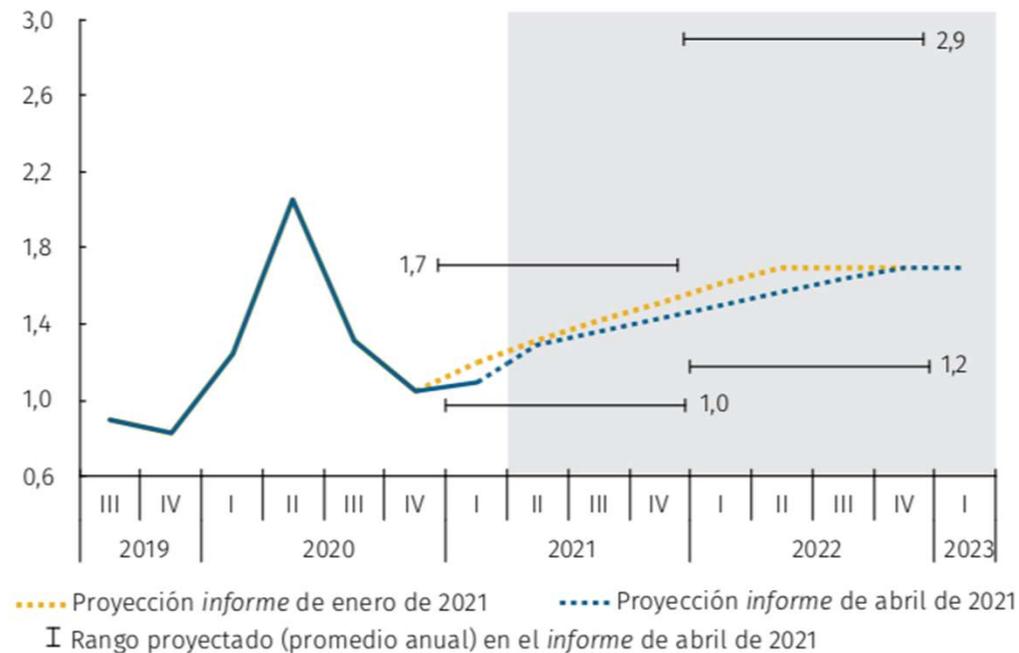
Europa:

- ✓ Inflación básica a la baja, expectativas de inflación por debajo de la meta para 2021 y 2022.
- ✓ Amplios excesos de capacidad
- ✓ Aumento de programa de compra de activos

Suponemos que se mantendría el acceso a financiamiento externo, aunque la prima de riesgo en el mediano plazo alcanzaría niveles superiores a los actuales y a los pre-pandemia

Prima de riesgo para Colombia^{a/} (promedio trimestral; supuesto trimestral)

CDS a 5 años
(puntos base)



- Después de caer en el cuarto trimestre, las primas de riesgo han aumentado en lo corrido del año y se mantienen en valores superiores a los niveles pre-crisis
- Esto asociado con:
 - ✓ Aumentos de tasas de interés de largo plazo en EEUU tras aprobación de estímulo fiscal
 - ✓ Menores entradas netas de capitales a países emergentes
 - ✓ Necesidad de un ajuste fiscal
- Y a pesar de:
 - ✓ Aumento de los precios del petróleo
 - ✓ Reducciones de la volatilidad (v.g. VIX)
 - ✓ Amplia liquidez y recuperación de mercados bursátiles,....
- Los mayores niveles de endeudamiento público y la persistencia de déficit externos son coherentes con primas de riesgo más altas en el futuro

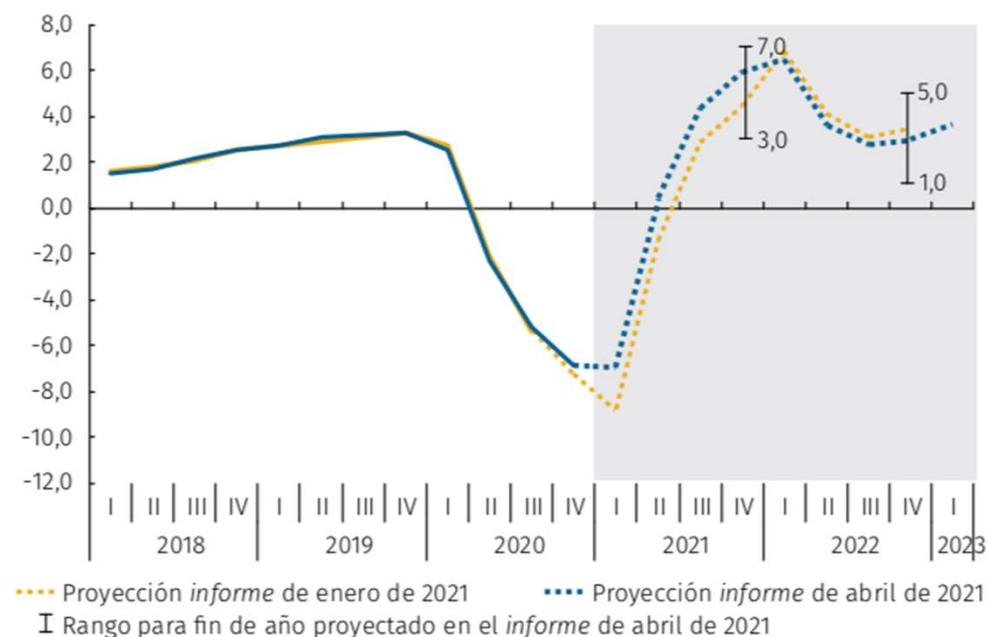
Pronóstico IPOM abril 2021

Pronósticos de actividad económica e inflación

El crecimiento de 2021 sería 6,0%, en un rango entre 3% y 7%, y en 2022 sería de 3,0%, en un rango entre 1% y 5%.

PIB acumulado, 4 trimestres^{a/} (variación anual)

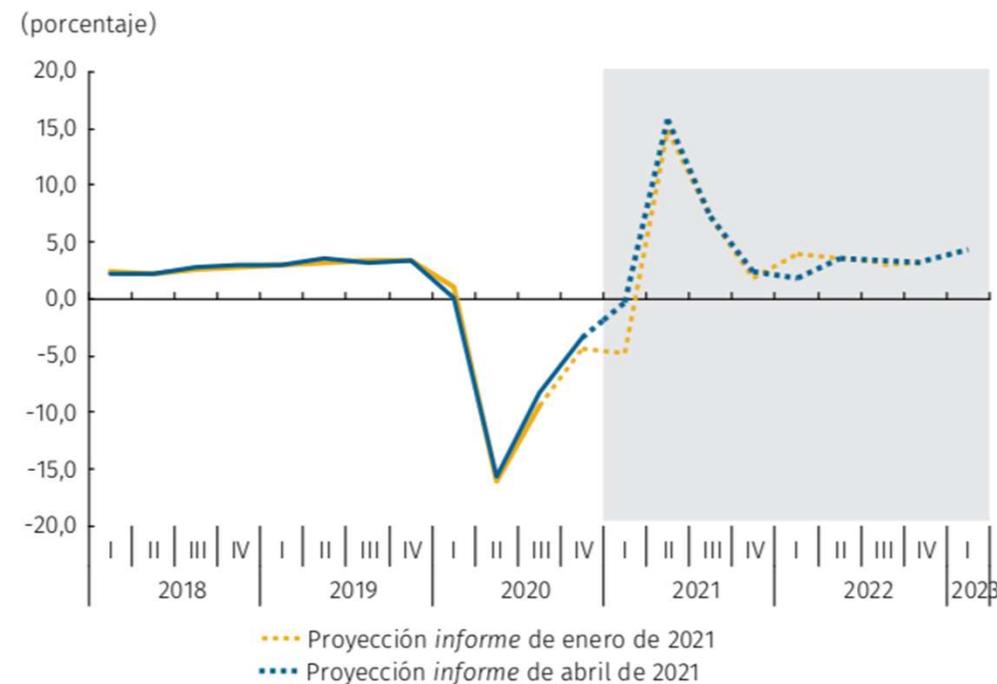
(porcentaje)



- La revisión al alza se explica en parte por la mejor dinámica de la economía en el primer trimestre. El efecto de los choques negativos de oferta y demanda agregada sería menor y algo menos persistente.
- El pronóstico incorpora cierres por el Covid-19 en abril y mayo de 2021, con efectos mayores a los de enero de 2021. El choque implicaría un retroceso en el nivel del PIB en el segundo trimestre.
- Se supone que continúa la apertura gradual. **El escenario central no incorpora cierres por nuevas olas de contagio, ni efectos de los paros.**
- Los límites inferiores de los rangos de pronóstico reflejan la posibilidad de nuevos rebrotes de la infección que afecten significativamente el crecimiento.
- En 2022 se incorpora un ajuste fiscal con efectos transitorios en el crecimiento de la demanda interna

La recuperación el crecimiento vendría impulsada por la demanda interna

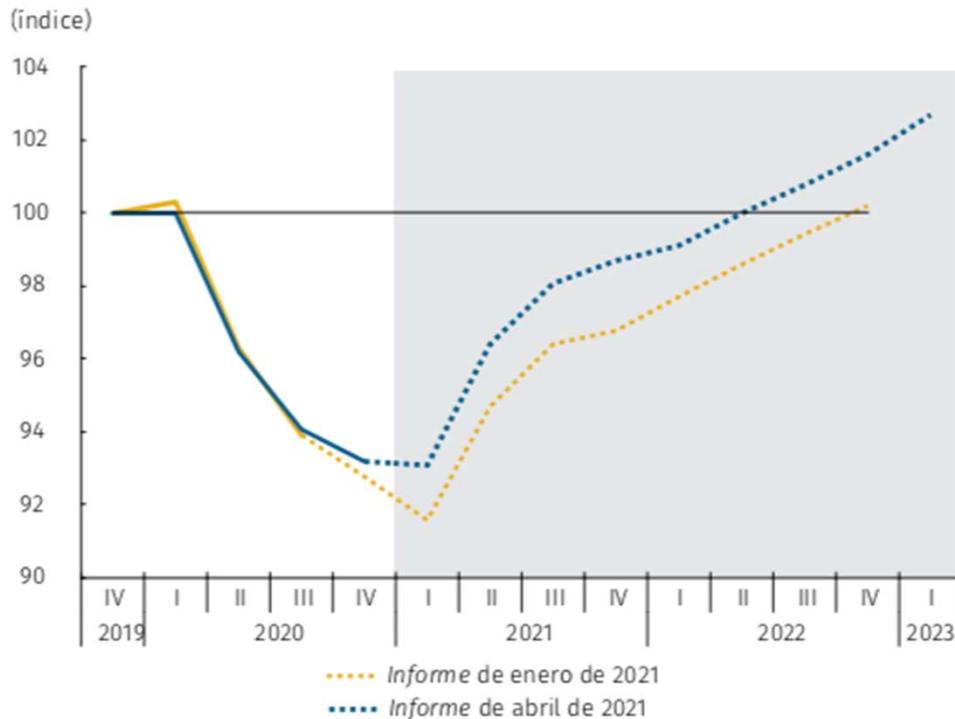
PIB trimestral^{a/} (variación anual)



- En 2021 el consumo continuaría su recuperación por:
 - ✓ Mejora en confianza de los consumidores (sin paros ni rebrotes de Covid-19)
 - ✓ Aumento del consumo público de acuerdo con el Plan Financiero de 2021 (efecto transitorio)
 - ✓ Política monetaria y fiscal expansivas
- En 2021 la inversión, que sigue por debajo de niveles de 2019, sería el principal contribuyente al crecimiento.
 - ✓ Buena dinámica de ventas de vivienda
 - ✓ Mayores precios de petróleo
 - ✓ Inicio y continuación de obras civiles e impulso a la inversión pública (Plan Financiero 2021)
- Exportaciones mostrarían recuperación tímida (pobre dinámica en las de servicios y las mineras)

El PIB alcanzaría sus niveles de 2019 en el segundo trimestre de 2022, antes que lo proyectado en enero

PIB acumulado, 4 trimestres^{a/}
(IV trim. 2019 = 100)

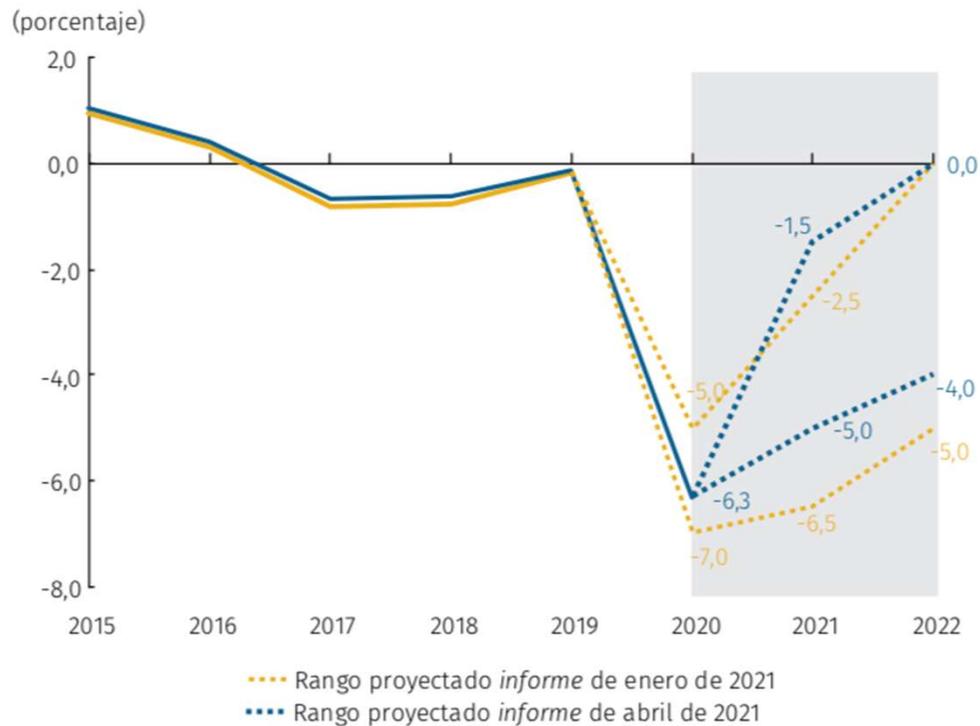


- Se espera una recuperación gradual por:
 - ✓ Las restricciones a la actividad continuarían en alguna medida
 - ✓ El ingreso de los hogares y su estabilidad seguirían afectados
 - ✓ La incertidumbre continúa afectando la inversión
 - ✓ Ajuste fiscal supuesto en 2022
- El producto potencial continuaría recuperándose y crecería a tasas pre-pandemia hacia finales de 2022.
- Incertidumbre:
 - ✓ Posible recuperación más rápida, dado lo observado en 2021-T1
 - ✓ Efectos adicionales de la pandemia
 - ✓ Ajuste fiscal: Medidas y tamaño
 - ✓ Paros y cierres

La amplia brecha de producto negativa de 2020 comenzaría a cerrarse en 2021

Los excesos de capacidad continuarían hasta 2022

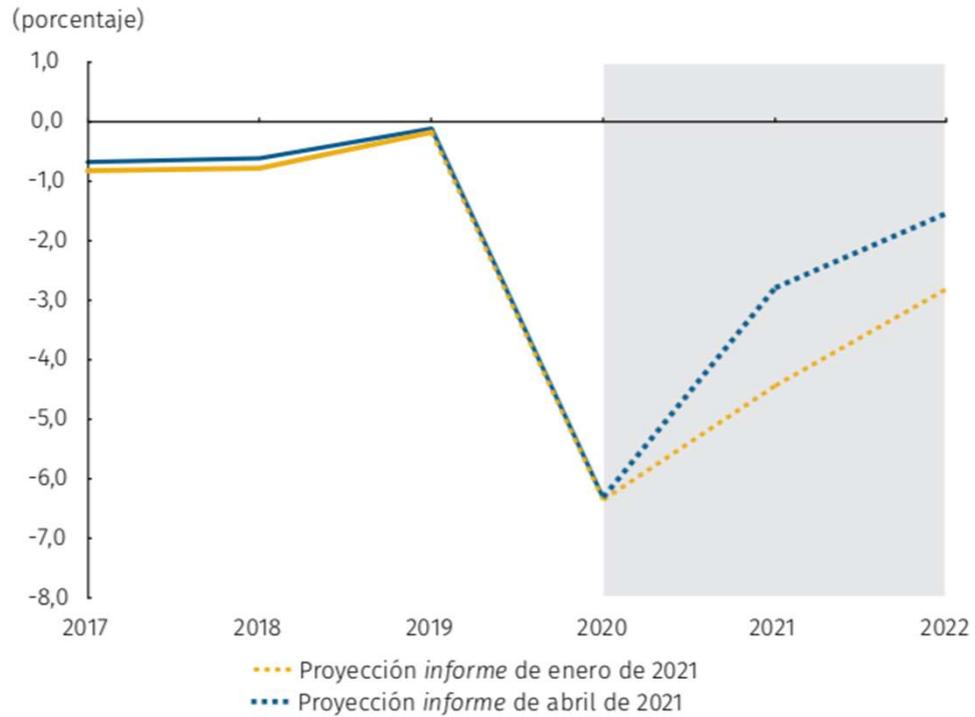
Brecha del producto anual (rangos) ^{a/}



- Observación simultánea de repunte del crecimiento y tendencia a la baja de la inflación básica sugiere una brecha de producto negativa y amplia
- Mercado laboral holgado: proyección de desempleo (Reporte de Mercado Laboral) de 13,9% en promedio con un rango entre 12,8% y 15% en 2021 → Brecha amplia
 - ✓ Segmento asalariado ha recuperado empleos más lentamente que el no asalariado.
- No obstante, la inflación total y básica (descontando efectos de reducciones de planes de celulares) fueron mayores de lo esperado → La brecha sería menor que la estimada previamente
- Gran incertidumbre sobre el tamaño de los excesos de capacidad productiva

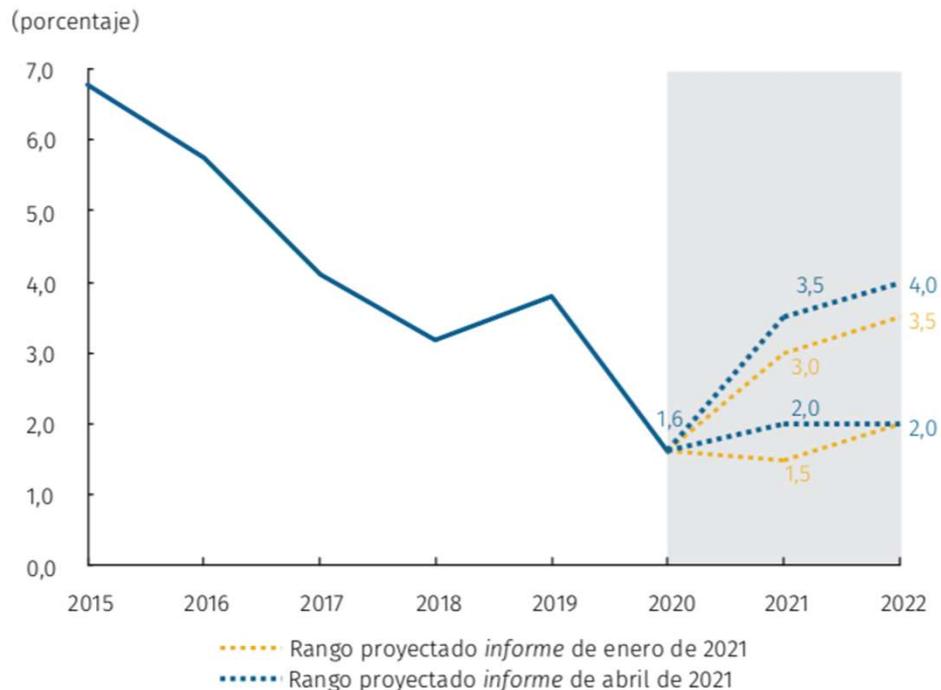
Brecha de producto anual: Revisión al alza

Brecha del producto anual ^{a/}



La inflación a marzo se redujo menos de lo esperado. Para 2021 y 2022 se espera una inflación total alrededor de la meta, mayor que la proyectada en enero. El rango se revisó al alza (2% - 3,5%) para 2021 y para 2022 se proyecta (2% – 4%)

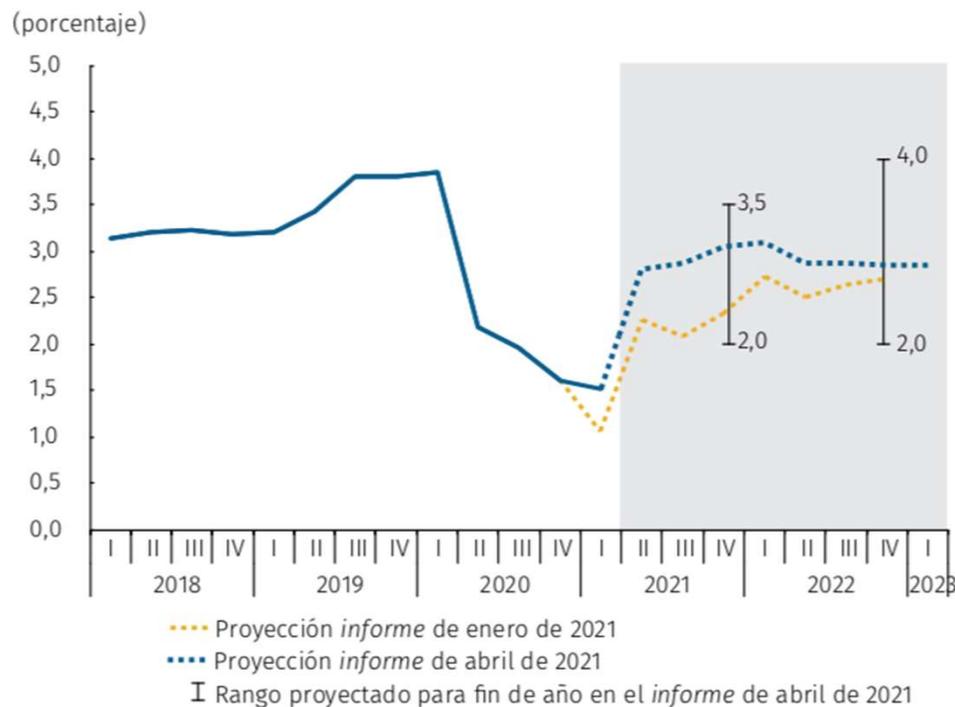
Índice de precios al consumidor (IPC), rangos anuales (fin de período; variación anual)



- Sorpresas al alza en inflación por algunos items de las canastas de alimentos, regulados y servicios.
- Inflación básica en línea con lo esperado, pero efecto importante de reducción de precios relativos de telefonía móvil.
- Inflación total estaría alrededor de la meta en 2021 (3,1%) y en 2022 (2,9%)
- El pronóstico tiene en cuenta aumentos de inflación en 2021 por recuperación de la demanda, terminación de alivios y bases de comparación bajas
- Posible volatilidad de algunos precios por paros, cierres y bloqueos

Inflación anual IPC

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

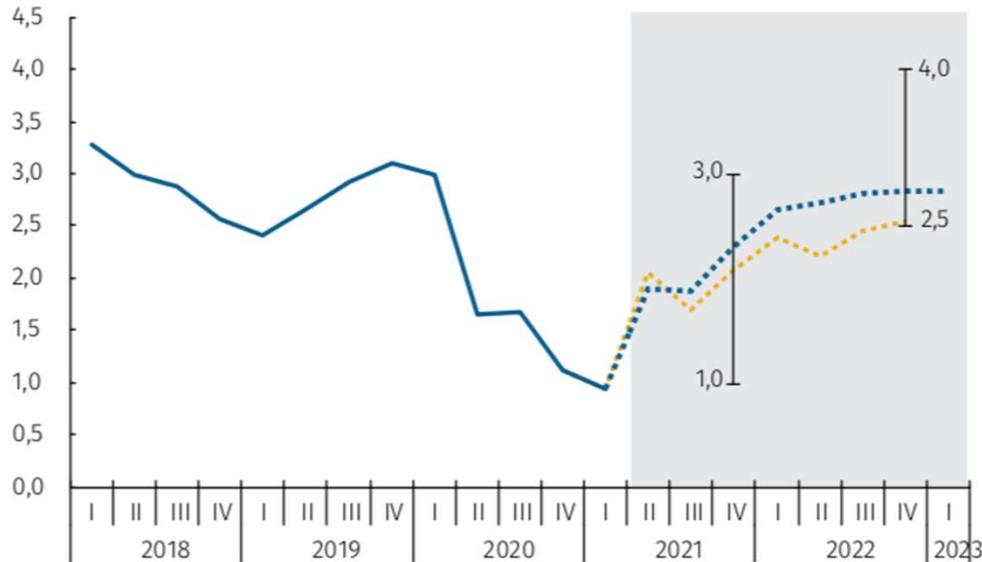


- El IPC de alimentos se desaceleró menos de lo esperado y presentaría una variación mayor en 2021 de lo estimado antes por:
 - ✓ Mayores precios internacionales
 - ✓ Incremento de costos de transporte
 - ✓ Aumento importante de la demanda externa de ciertos productos locales
- Presiones en alimentos serían transitorias
- El IPC de regulados tendría una variación visiblemente mayor que la proyectada antes por cuenta de:
 - ✓ Mayores precios de petróleo
 - ✓ Algunos incrementos en tarifas de servicios públicos que habrían sido pospuestos el año pasado
 - ✓ Ajustes en educación

La inflación básica alcanzó niveles por debajo del 1%, compatible con amplios excesos de capacidad.
En 2021 se situaría entre 1% y 3% y en 2022 entre 2,5% y 4%

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

(porcentaje)



●●●● Proyección *informe* de enero de 2021

●●●● Proyección *informe* de abril de 2021

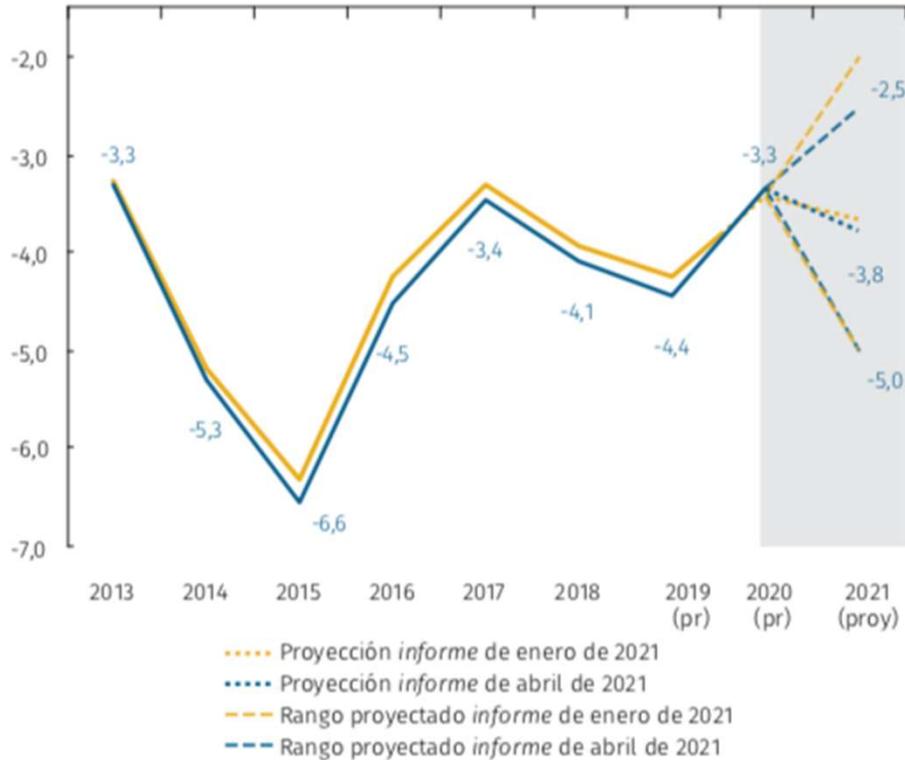
I Rango proyectado para fin de año en el *informe* de abril de 2021

- Aumentos esperados en 2021 por recuperación de la demanda, terminación de alivios y bajas bases de comparación
- No obstante, la débil demanda e indexación a inflación baja limitarían las presiones inflacionarias en 2021 (v.g. arriendos)
- Debilidad de la demanda interna explica en parte el bajo traspaso de la depreciación a los precios
- Sin embargo, los excesos de capacidad serían menores que lo previsto y se corregirían a un mayor ritmo, con lo cual la inflación básica convergería más rápido a la meta

El déficit de la cuenta corriente se ampliaría en 2021 a -3,8% del PIB desde -3,3% en 2020, principalmente por la reversión de los choques de 2020

Cuenta corriente anual

(porcentaje del PIB)



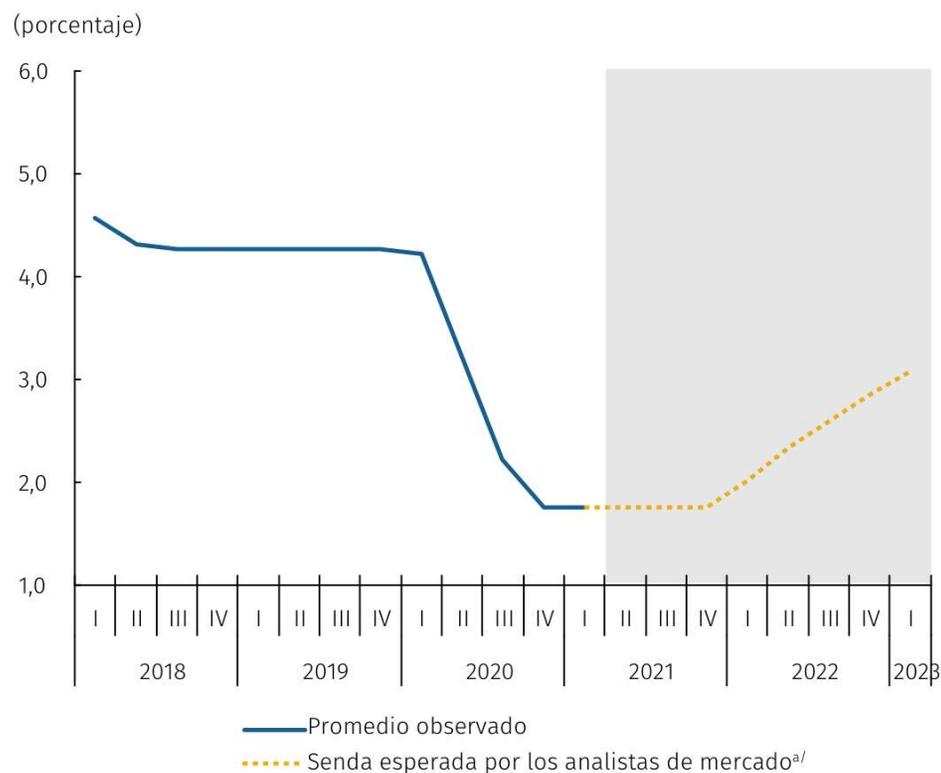
- En 2020 el déficit de la cuenta corriente se habría reducido como porcentaje del PIB desde -4,4% de 2019 a -3,3%, principalmente por la contracción de la demanda interna
- En 2021 el déficit se ampliaría como reflejo de la recuperación de la economía:
 - ✓ Mejor demanda interna propiciaría aumento en importaciones de bienes y servicios
 - ✓ Mayores egresos por utilidades de empresas de capital extranjero, especialmente del sector petrolero
 - ✓ Aumentos de pagos por transporte marítimo
- Algunos factores compensarían estos efectos:
 - ✓ Mejora en términos de intercambio
 - ✓ Mayores exportaciones no tradicionales y de petróleo, café y oro
 - ✓ Mayores remesas de trabajadores en el exterior

Pronóstico IPOM abril 2021

Política monetaria

La presencia de excesos de capacidad productiva y los pronósticos de inflación inferiores o cercanos a la meta requieren una postura expansiva de la política monetaria

Tasa de interés de política monetaria



- La mediana de la senda de tasa de interés de política esperada por los analistas se mantiene en 1.75% hasta 2021-IV, cuando comienza a aumentar. Llegaría a 2,83% a finales de 2022.
- La senda de tasa de interés del equipo técnico es en promedio mayor que la de los analistas en el horizonte de pronóstico
 - ✓ Compatible con pronóstico de menores excesos de capacidad esperados y mayor inflación
 - ✓ Supone ausencia de nuevas olas de contagio en el segundo semestre o impactos duraderos de los paros
 - ✓ En escenarios de riesgo con rebrotes adicionales de Covid-19, la senda de tasa de interés es inferior a la del escenario central de pronóstico

Principales riesgos del pronóstico que podrían afectar la tasa de interés de política

- **Evolución de la pandemia y las medidas que autoridades y agentes tomen para reducir su efecto sobre la salud**
 - ✓ Desarrollo de la vacunación a nivel local y mundial
 - ✓ Posibles nuevos brotes en el futuro y nuevas cepas
- **Naturaleza de los choques y sus efectos sobre el PIB potencial y la brecha de producto**
 - ✓ Recuperación de la demanda interna privada y el mayor crecimiento observado en 2020 y esperado en el primer trimestre de 2021 podrían indicar menores excesos de capacidad.
 - ✓ Recuperación del PIB potencial puede ser más rápida.
 - ✓ Fenómenos sectoriales y de recomposición de gasto dificultan la interpretación de nueva información
- **Evolución de las condiciones financieras externas y su efecto sobre la tasa de cambio**
 - ✓ Las primas de riesgo se han reducido más de lo esperado y podrían mantenerse más bajas que en el actual pronóstico
 - ✓ Una política fiscal más expansiva en EEUU podrían resultar en aumentos en el costo de financiamiento externo.
- **Ajuste fiscal (momento, tamaño medidas) puede alterar el pronóstico de crecimiento, las primas de riesgo, la tasa de cambio y la inflación**
- **Efectos de paros, cierres y bloqueos (duración, alcance): volatilidad en crecimiento y precios**

Informe de Política Monetaria Enero de 2021



Gerencia Técnica
Mayo 5 de 2021