

Informe de Política Monetaria Enero 2020



Gerencia Técnica
Febrero 5 de 2020

El pronóstico macroeconómico

- ¿Qué es?

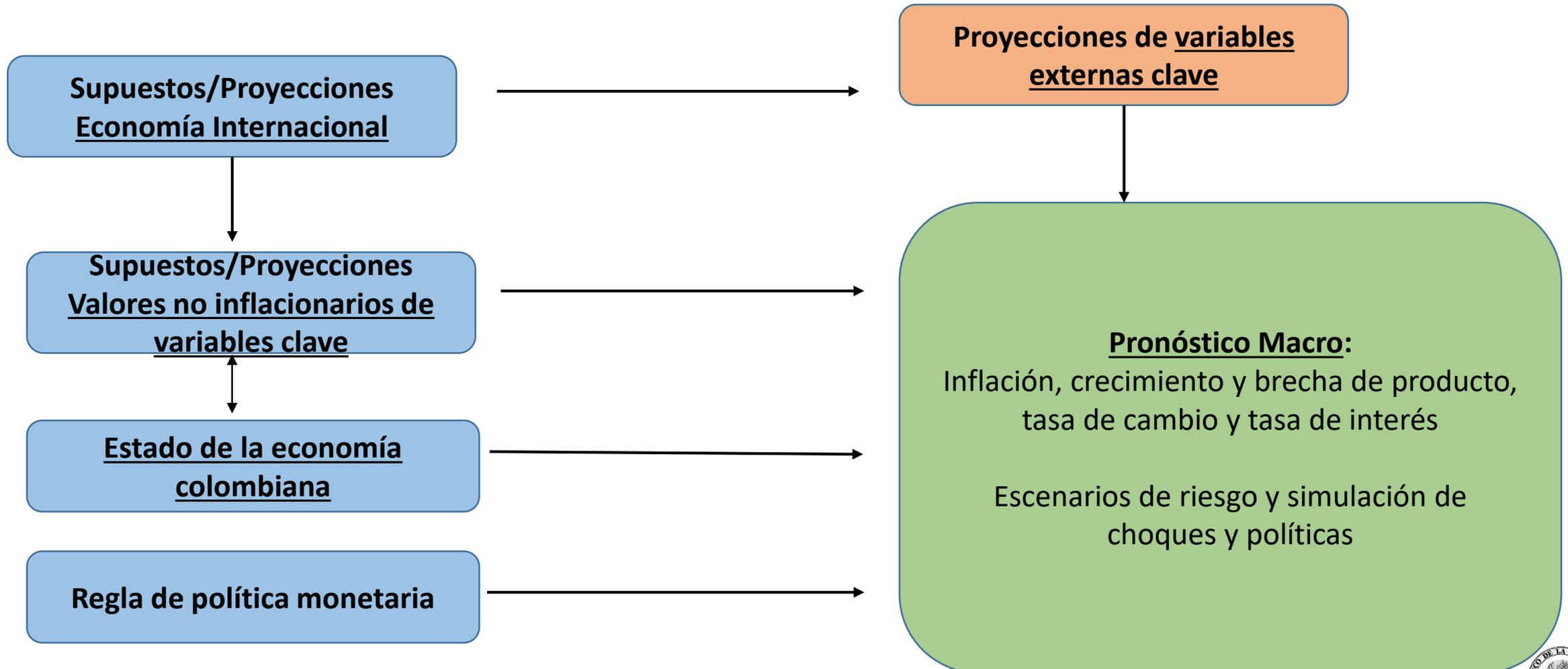
- ✓ Ejercicio de proyección de las principales variables macroeconómicas del país en un horizonte de dos años...
- ✓ ... Condicionado a supuestos/proyecciones de variables económicas del exterior, a la evaluación del estado actual de la economía colombiana...
- ✓ ... y a un comportamiento de la política 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

El pronóstico macroeconómico

- ¿Cómo se construye?



Informe de Política Monetaria

Contexto Internacional

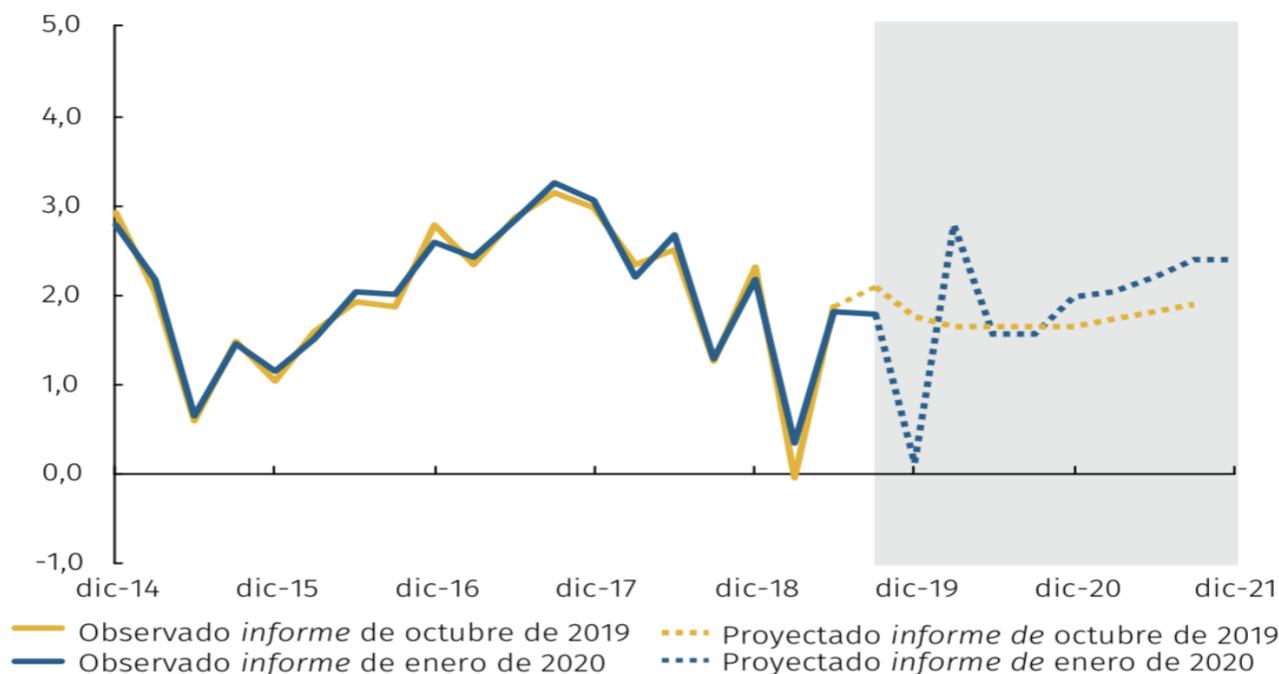
Informe de Política Monetaria

Nota: El presente pronóstico macroeconómico fue elaborado en el bimestre diciembre 2019 – enero 2020 y, por lo tanto, NO incorpora los efectos observados o posibles de la reciente epidemia de coronavirus.

Revisión a la baja del crecimiento de los socios comerciales en 2019 por choques en economías de la región. En 2020 y 2021 se espera una recuperación de la demanda externa, aunque a tasas por debajo de sus promedios históricos

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

(porcentaje)



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

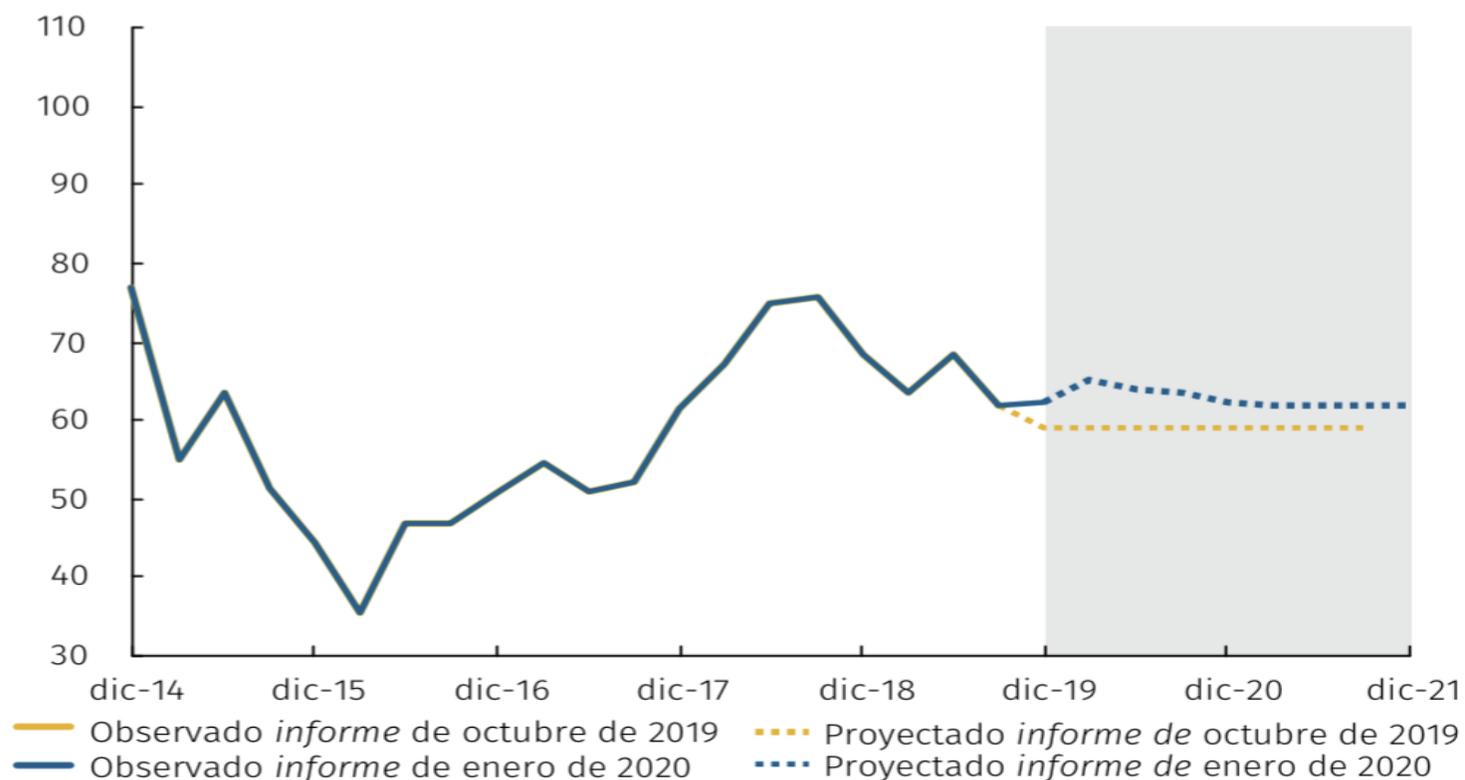
Fuentes: Bloomberg, Focus Economics, oficinas de estadística y bancos centrales (datos observados); Banco de la República (cálculos y proyecciones).

- Desaceleración en economías avanzadas en 2020 por efectos de tensiones comerciales (inversión, manufacturas, comercio exterior), entre otros
- Recuperación en socios de la región en 2020 desde niveles bajos en 2019
- Mejoría en varios socios comerciales en 2021 (política monetaria expansiva, efectos acotados de tensiones comerciales)

El supuesto del precio internacional del petróleo (Brent) se incrementó para 2020 y 2021 de USD59 bl a USD64 y USD62, pero sigue siendo inferior al observado en 2019

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

(dólares por barril, referencia Brent)



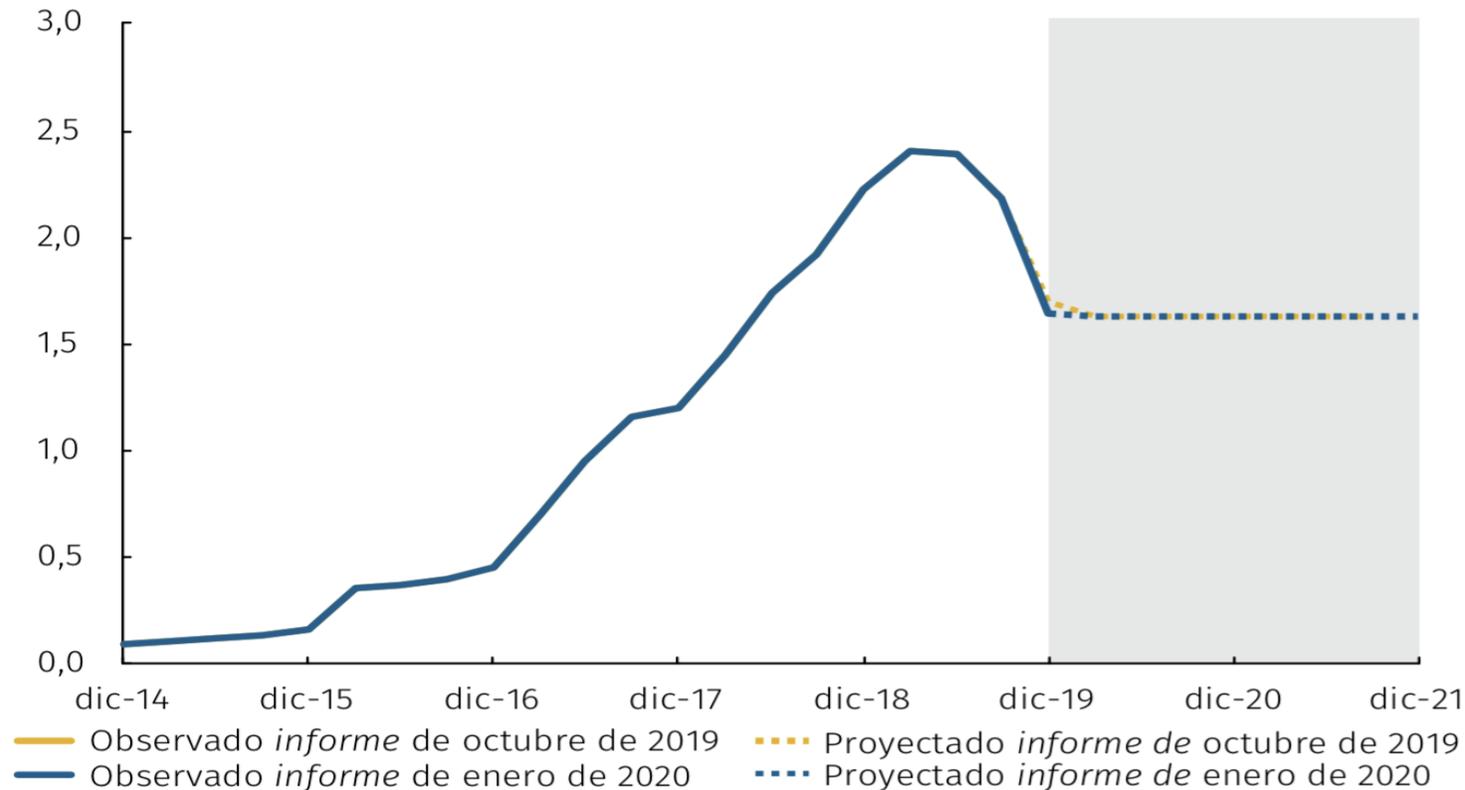
- Recortes de la OPEP
- Menor incremento de producción en los EEUU
- Mejores perspectivas de crecimiento mundial futuro
- Pese a esto, se prevé leve deterioro de los términos de intercambio en 2020 por caídas proyectadas en el precio del carbón

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

Como en el Informe de octubre, el ejercicio de proyección macroeconómica no contempla ningún cambio en la tasa de interés de la Fed en 2020 y 2021

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

(porcentaje)



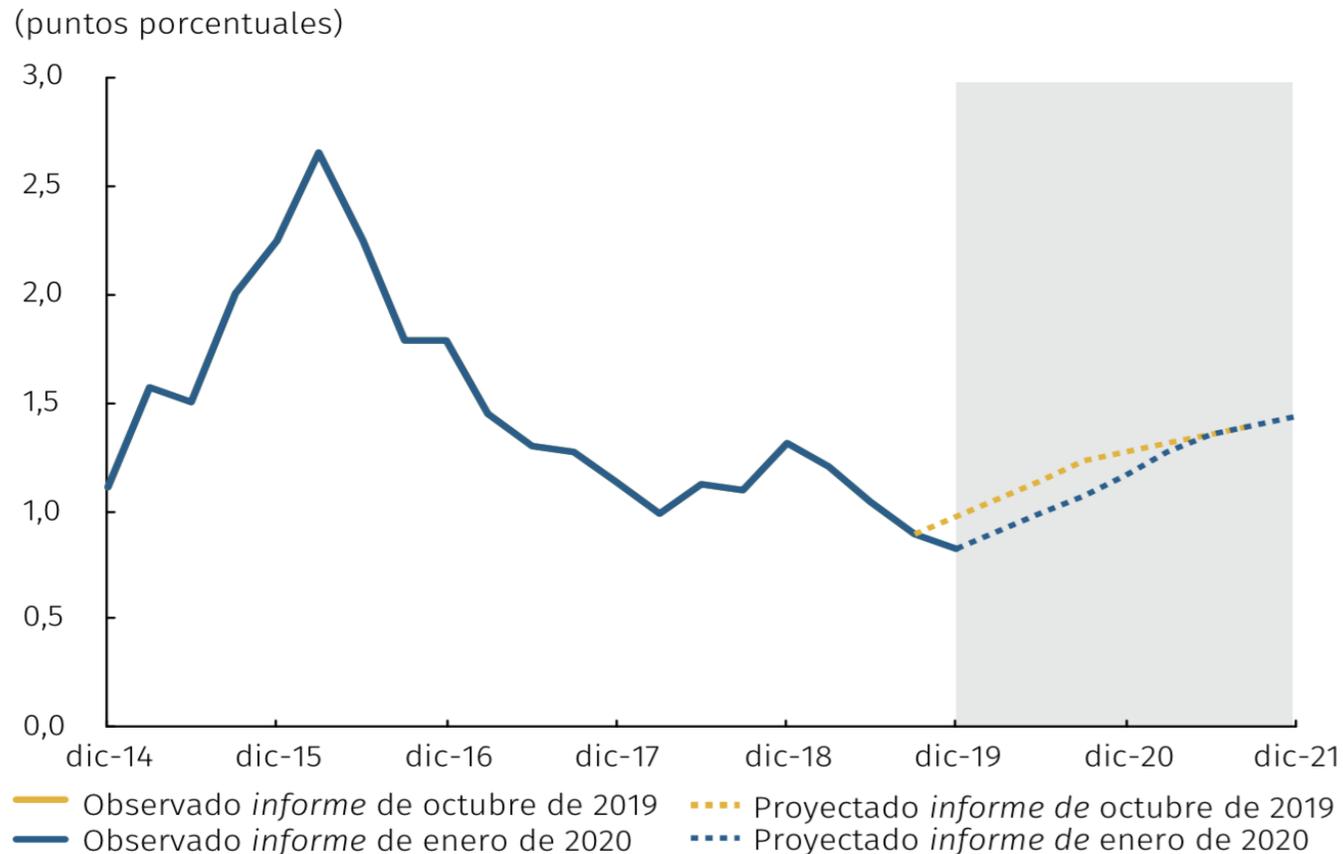
a/ Corresponde al punto medio del rango de la tasa de interés de la Fed.

Fuente: Reserva Federal; cálculos del Banco de la República.

- Coincide con moda y mediana de proyecciones de miembros del FOMC en 2020...
- ... y con la moda de los analistas,...
- ... pero es mayor que lo implícito en los futuros (mercado)
- Para 2021, este supuesto coincide con el de los analistas y es menor que la proyección del los miembros del FOMC

Para 2020 se supone una senda de prima de riesgo menor que la estimada en octubre, la cual a finales de 2021 se situaría en niveles cercanos a su promedio histórico

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



- CDS 5 años de Colombia cerca de mínimos históricos
- Supuesto de mayores precios del petróleo
- Convergencia gradual de primas de riesgo a promedio histórico en el horizonte del pronóstico (coherente con acumulación de déficit externos)
- Alivio en tensiones comerciales y menor incertidumbre sobre políticas comerciales reflejada en el mercado cambiario

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

Informe de Política Monetaria

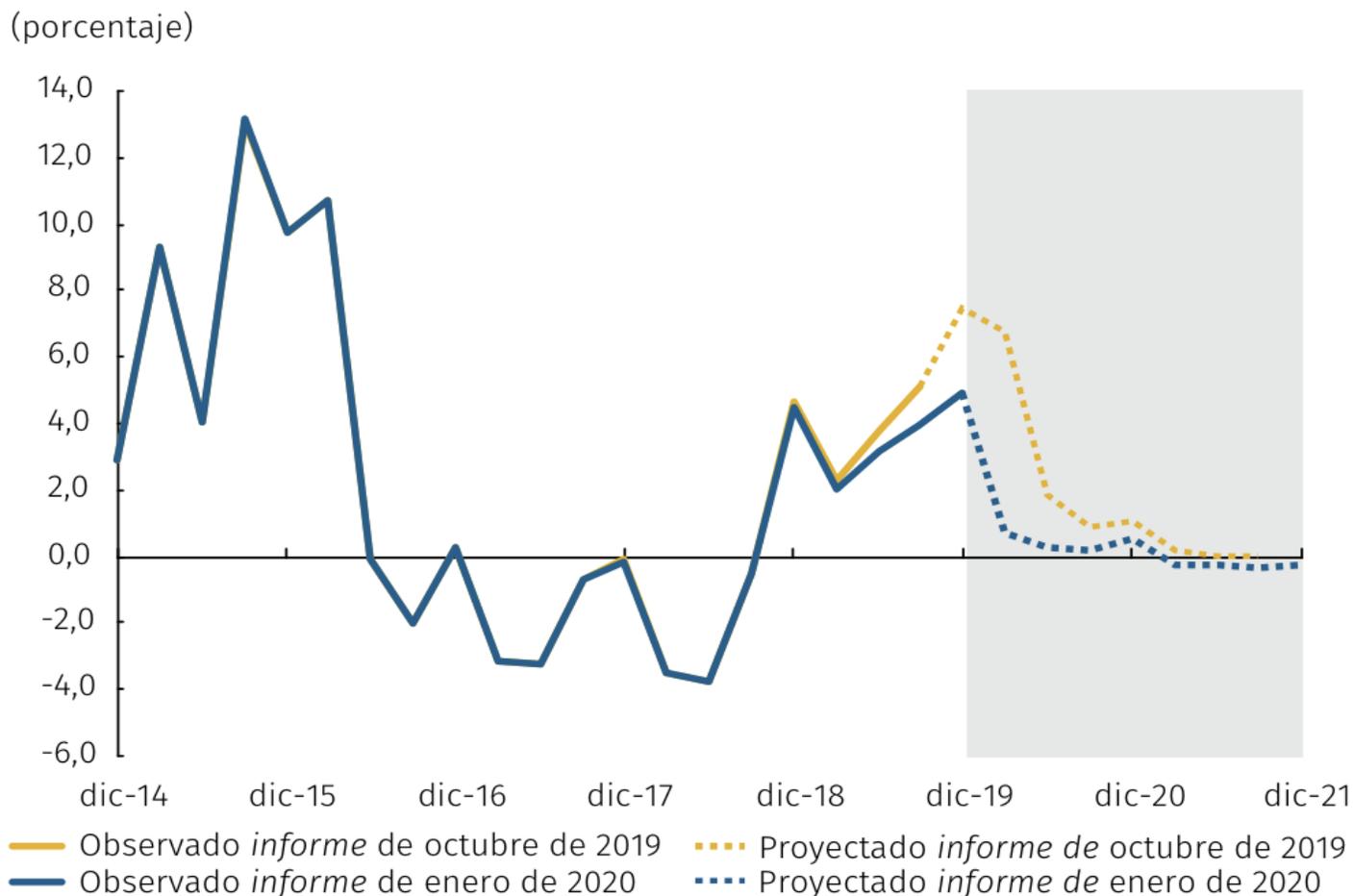
Valores “no inflacionarios” de variables macroeconómicas clave y condiciones iniciales

La senda de la tasa de interés real neutral se mantuvo igual que en Informe de octubre, pero las presiones inflacionarias de la tasa de cambio se revisaron a la baja en 2020

- Tasa de interés real neutral promedio de 1.4% y 1.5% en 2020 y 2021
- Las presiones inflacionarias de la tasa de cambio incluyen el efecto de ésta en la demanda agregada, vía exportaciones netas (“curva IS”), y su impacto en los costos (“curva de Phillips”)
- Los supuestos sobre petróleo (mayor que en octubre), CDS (menor que en octubre) y tasa de interés de los EEUU (igual que en octubre) apuntan a menores presiones inflacionarias de la tasa de cambio respecto al Informe anterior

Adicionalmente, la menor de la incertidumbre sobre la política comercial a nivel global pudo haber reducido las presiones inflacionarias derivadas de la tasa de cambio, ...
... las cuales serían menos persistentes que lo anticipado en el Informe de octubre

Brecha inflacionaria de la TCR^{a/} trimestral



La apreciación del peso desde noviembre redujo la aparente desconexión entre la tasa de cambio y la tendencia de sus determinantes tradicionales

Disolución de presiones inflacionarias de la tasa de cambio más rápida de lo previsto en octubre

Sin embargo, importante factor de riesgo en un contexto externo volátil

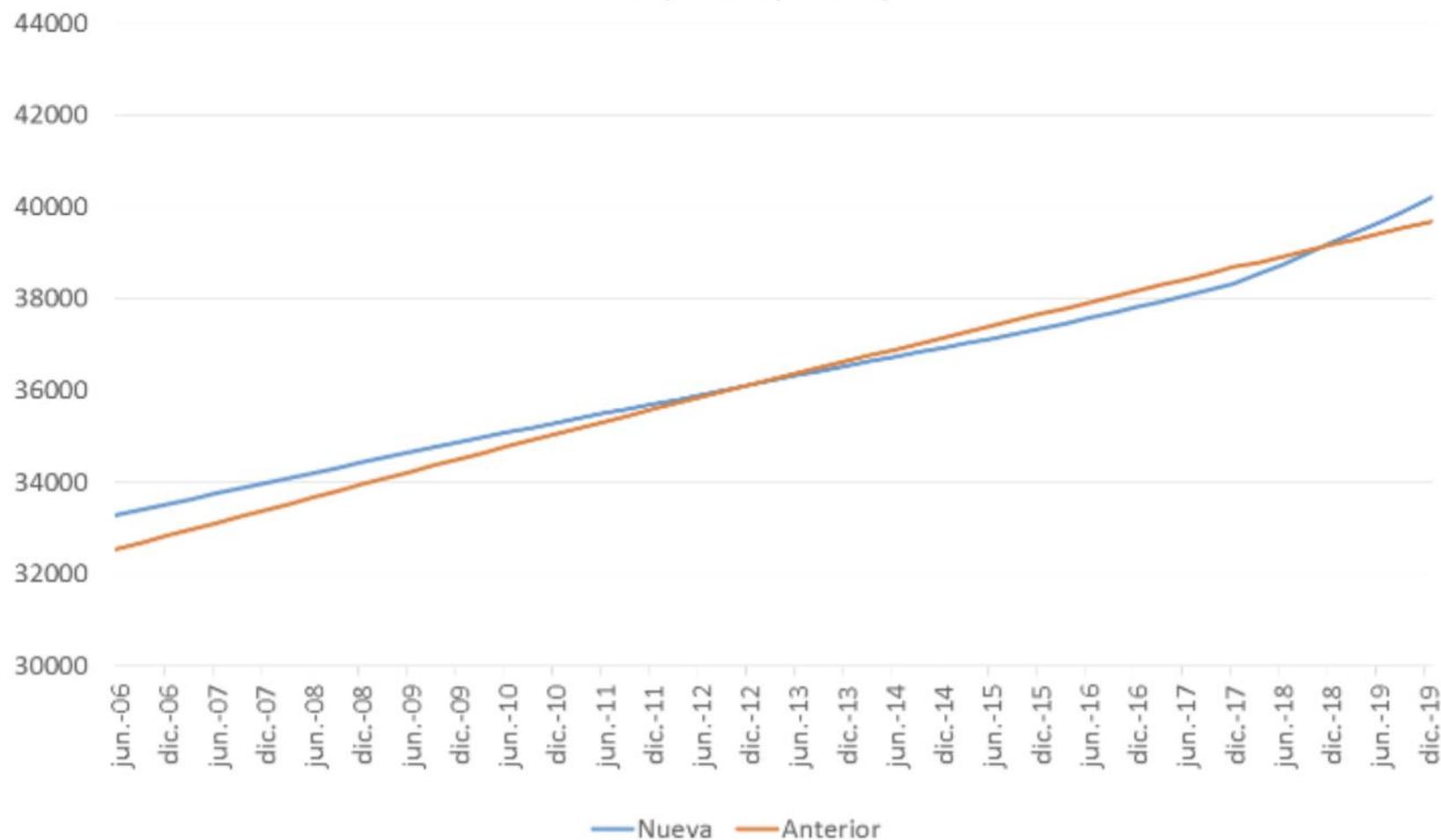
El equipo técnico revisó sus estimaciones del nivel y utilización de la capacidad productiva de la economía para 2019

Crecimiento tendencial pasa de 2.9% a 2.7% y brecha de producto de -1.0% a -0.7%

- Nivel no inflacionario del PIB y brecha de producto son variables no observables
- Es necesario estimarlas recurrentemente.... Cálculos con gran incertidumbre
- El equipo técnico efectuó esta re-estimación tomado en cuenta lo siguiente:
 - Consideraciones demográficas: Censo 2018 y migración desde Venezuela
 - Efectos de la ley de Financiamiento en la inversión y el capital
 - Tendencia del desempleo y otras variables del mercado laboral
 - Comportamiento de la inflación y los precios de las sub-canastas del IPC
 - Revisión y adopción de metodologías de estimación

El cálculo de la población en edad de trabajar (PET) en 2019 no varió sustancialmente puesto que la reducción implícita en el Censo de 2018 se compensó por la migración desde Venezuela

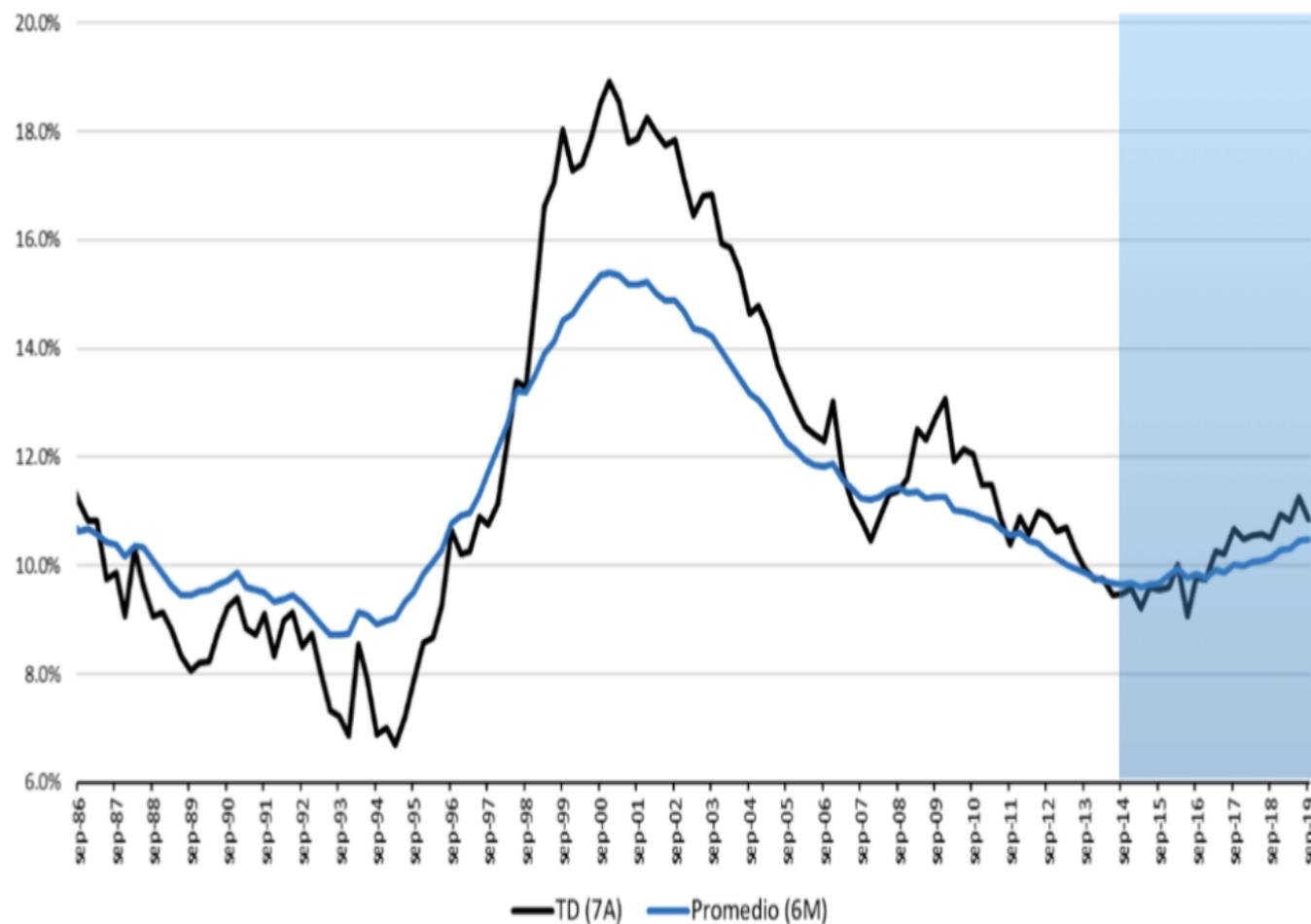
Series de población en edad de trabajar en el modelo de función de producción:
Niveles (miles de personas)



- El cálculo del factor trabajo incluido en una “función de producción” no cambió significativamente...
- ... ni, por ende, el cálculo del PIB potencial atribuible a temas demográficos
- La tarea de evaluar impactos macro de la migración en el futuro sigue en curso

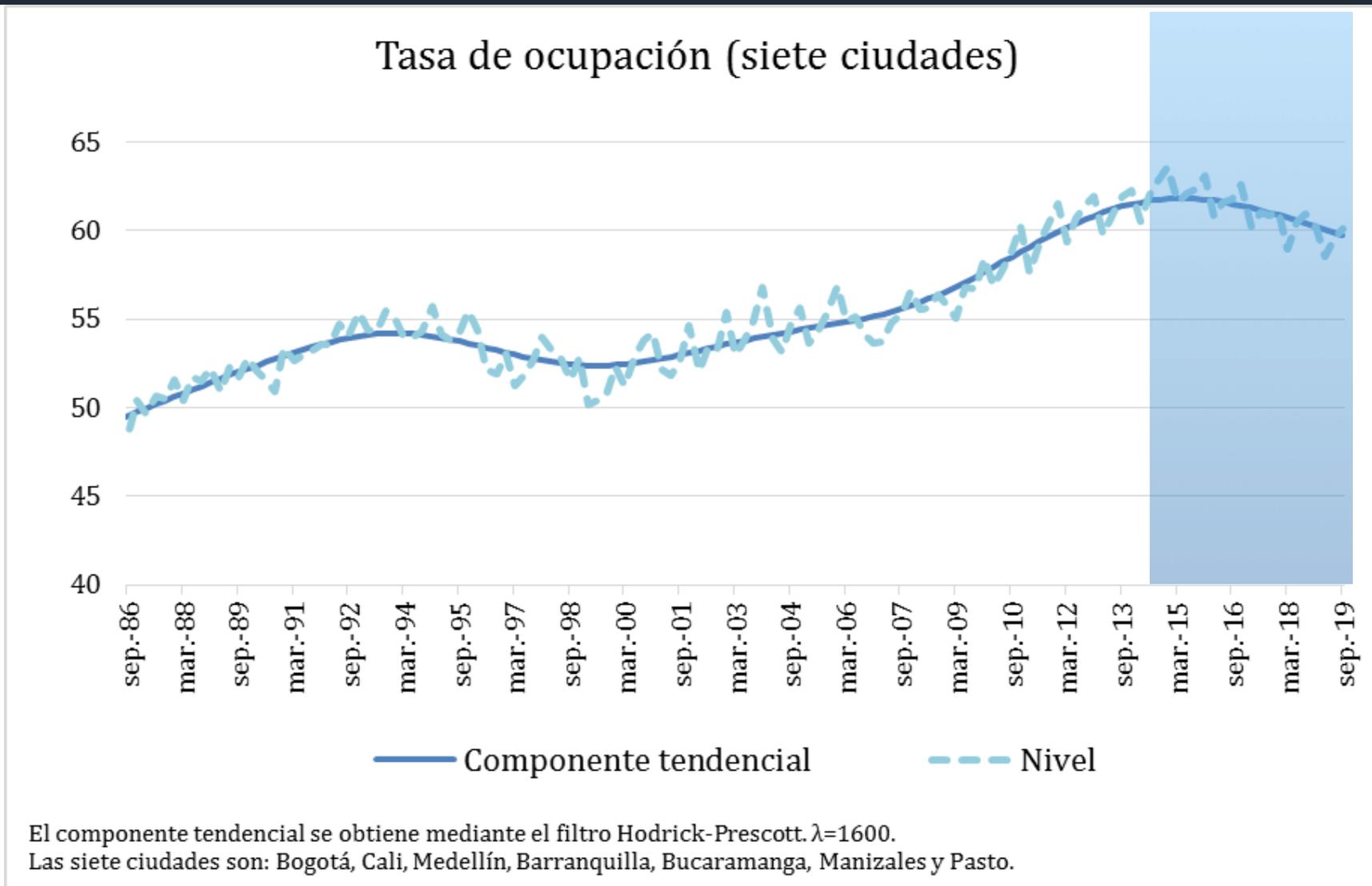
En los últimos cinco años la tendencia del desempleo ha sido creciente, lo cual puede reflejar fenómenos estructurales (no solo cíclicos)

Tasa de desempleo urbana (7 ciudades) y estimación de la NAIRU (promedio 6 modelos)



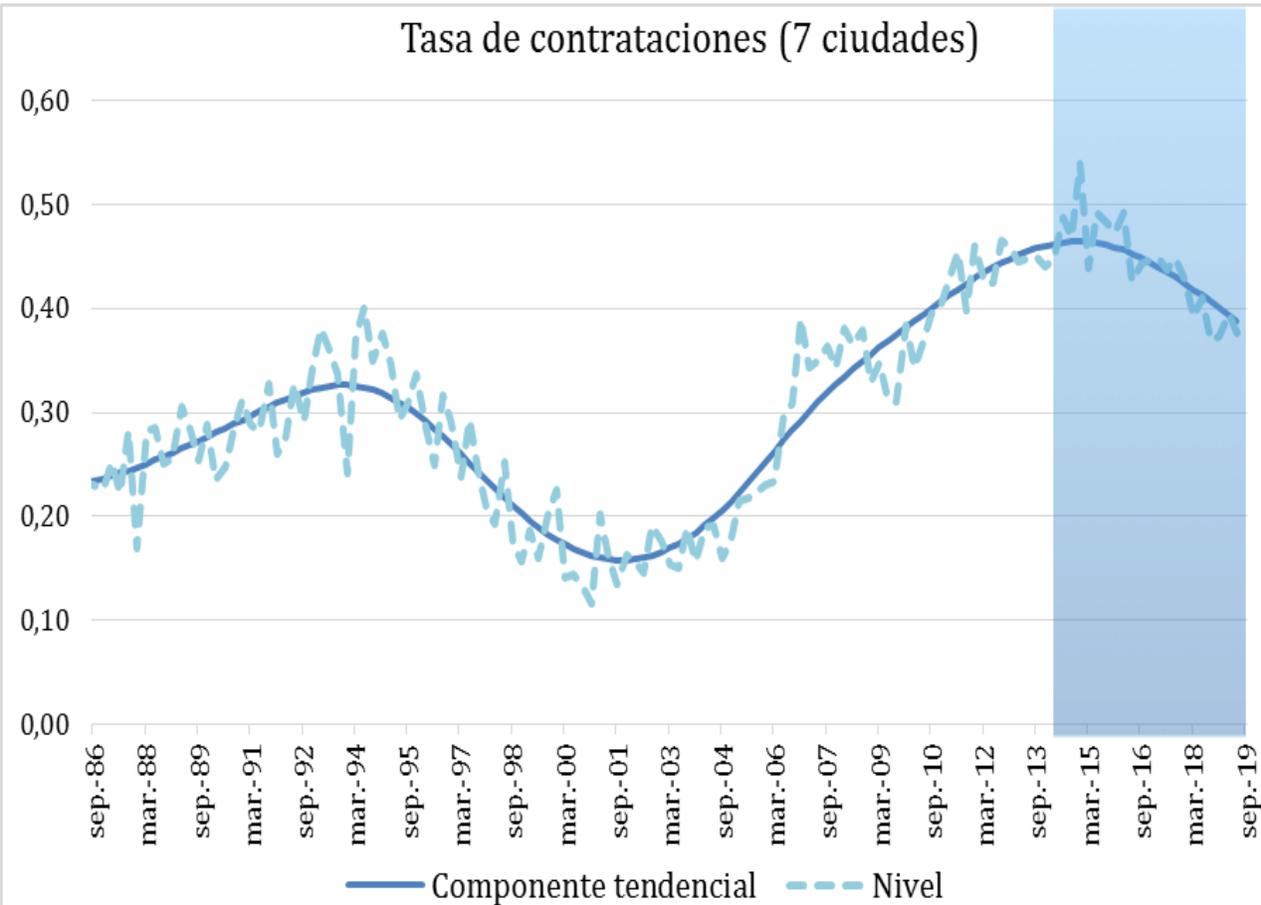
- Se incluyeron nuevos modelos (enfoques) para la estimación del desempleo tendencial...
- ... modelos de búsqueda, curvas de Phillips, VAR estructural,... Además de la pura estimación estadística de una tendencia
- Estos modelos pueden consultarse en el Informe de Coyuntura Laboral del Banco

¿Qué hay detrás de la tendencia creciente de la tasa de desempleo? Coincidencia con una reducción del componente tendencial de la tasa de ocupación

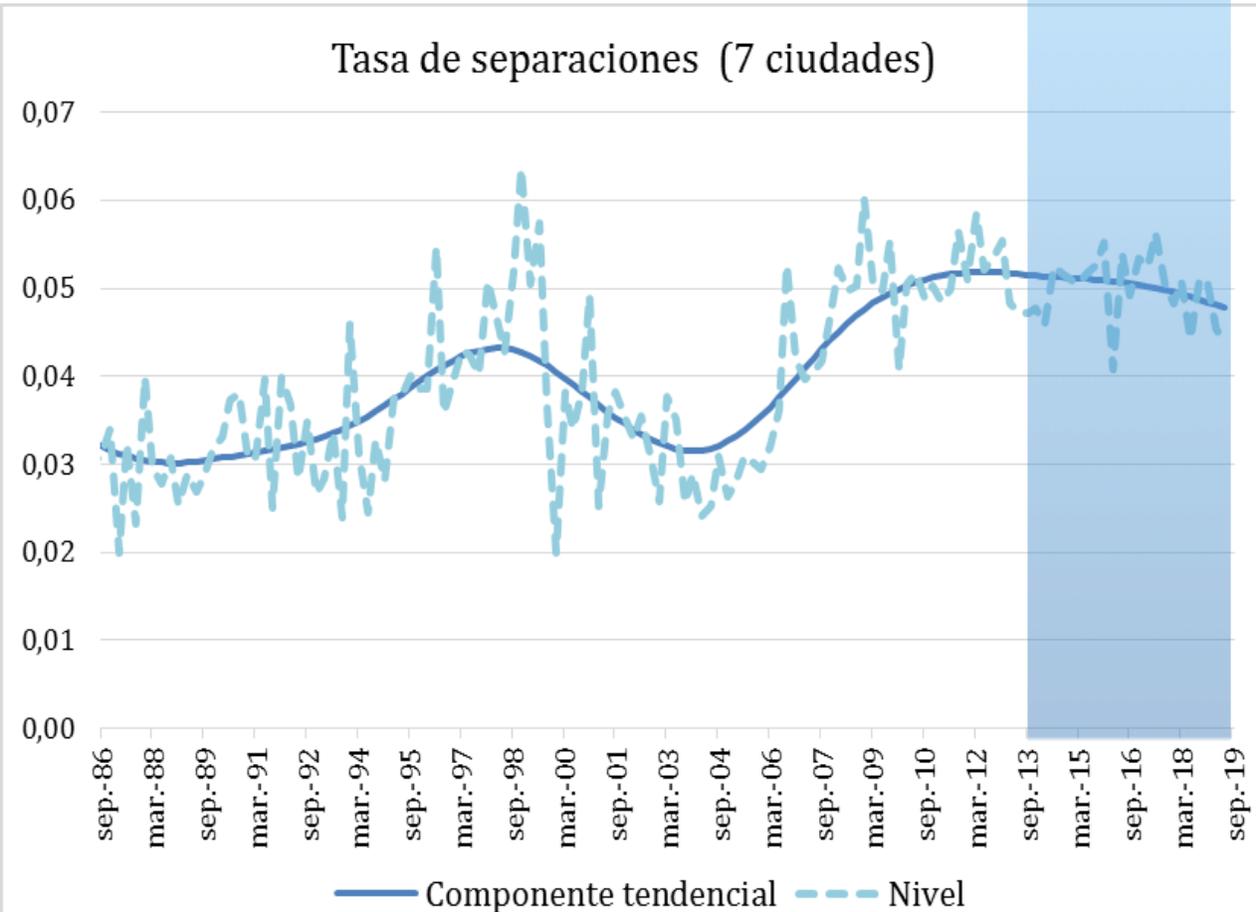


¿Qué hay detrás de la tendencia creciente de la tasa de desempleo?

Coincidencia con un deterioro de la tasa de contratación más que con un aumento en la tasa de separaciones

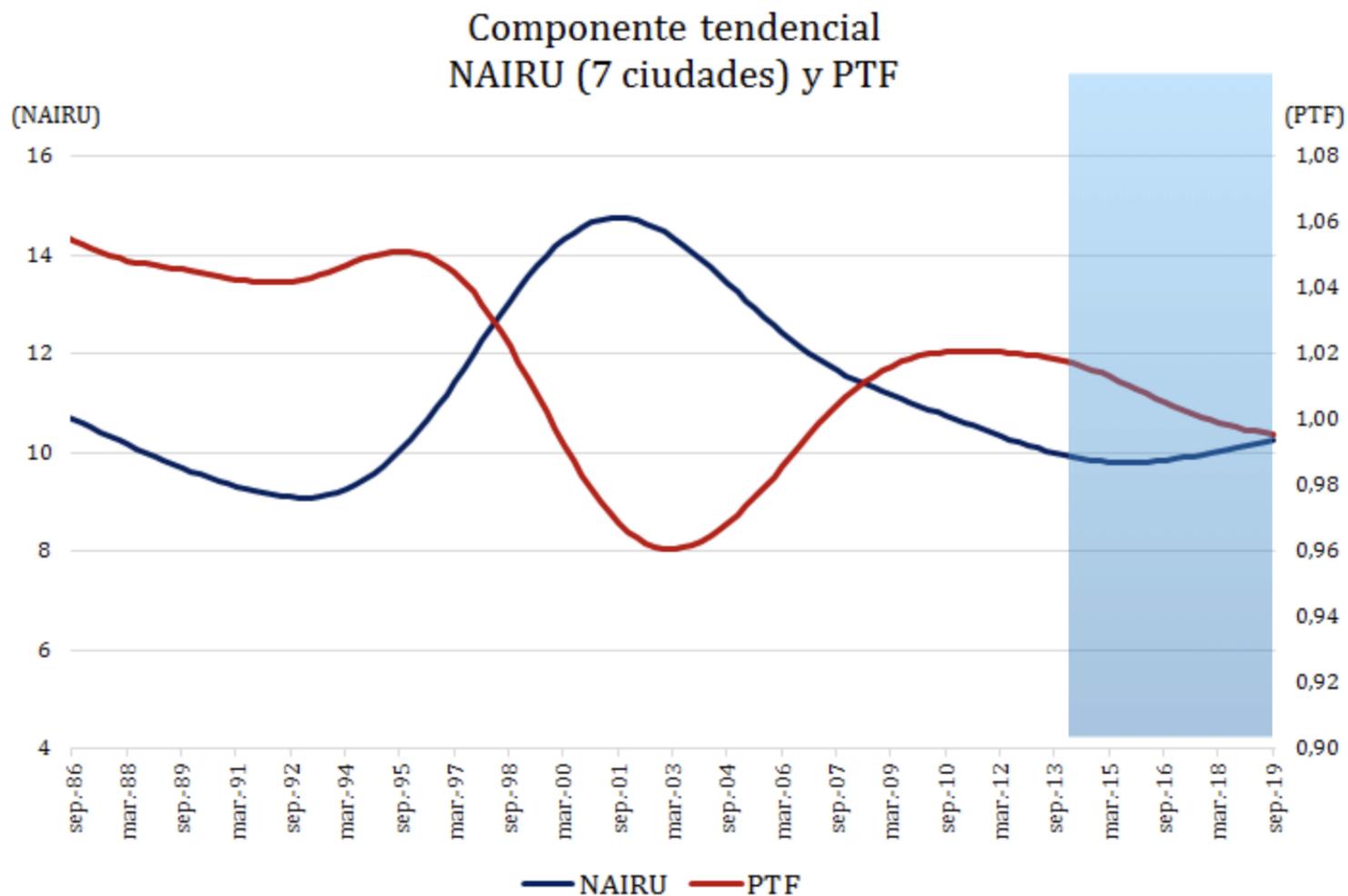


El componente tendencial se obtiene mediante el filtro Hodrick-Prescott. $\lambda=1600$.
Las siete ciudades son: Bogotá, Cali, Medellín, Barranquilla, Bucaramanga, Manizales y Pasto.



El componente tendencial se obtiene mediante el filtro Hodrick-Prescott. $\lambda=1600$.
Las siete ciudades son: Bogotá, Cali, Medellín, Barranquilla, Bucaramanga, Manizales y Pasto.

La economía parece enfrentar dificultades en la creación de empleos suficientes en el período reciente (demanda de trabajo) ... ¿Inversión? ¿Productividad? ¿Otros?



- Correlación negativa entre las tendencias de la PTF y el desempleo está entre las más robustas en estimaciones econométricas sencillas, ...
- ... Pero el comportamiento del mercado laboral es complejo y difícil de abordar teórica y empíricamente
- Más investigación es necesaria

El componente tendencial se obtiene mediante el filtro Hodrick-Prescott. $\lambda=1600$.

Las siete ciudades son: Bogotá, Cali, Medellín, Barranquilla, Bucaramanga, Manizales y Pasto.

La re-estimación de un mayor componente tendencial del desempleo implica un menor componente cíclico de esta variable en 2019

- Consecuencias:
 - Menores excesos de capacidad en el mercado laboral... indicativos de menor brecha de producto
 - Menor estimación del PIB potencial (el factor trabajo efectivo para generar PIB potencial es menor), superando el efecto favorable de la Ley de Financiamiento sobre la acumulación de capital en 2019
- Estas señales coinciden con las derivadas de un modelo que explica la inflación y sus componentes por sub-canastas (4GM)....
- ... el comportamiento observado de estas variables es compatible con una brecha de producto más cerrada, controlando por los efectos de las presiones cambiarias y los choques de oferta
- De ahí la revisión efectuada

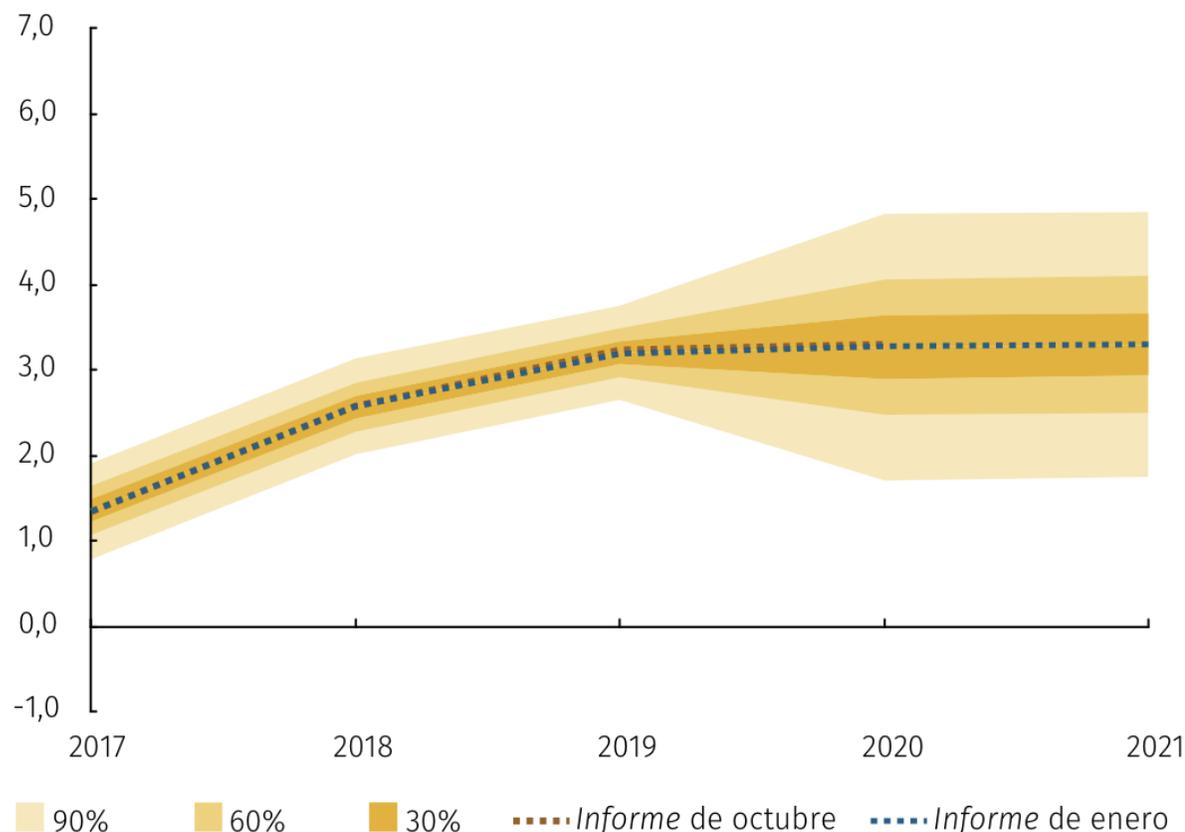
Informe de Política Monetaria

Pronósticos de actividad económica e inflación

El crecimiento económico en 2019 habría sido de 3,2% y para 2020 y 2021 sería de 3,3%, impulsado principalmente por la demanda interna

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

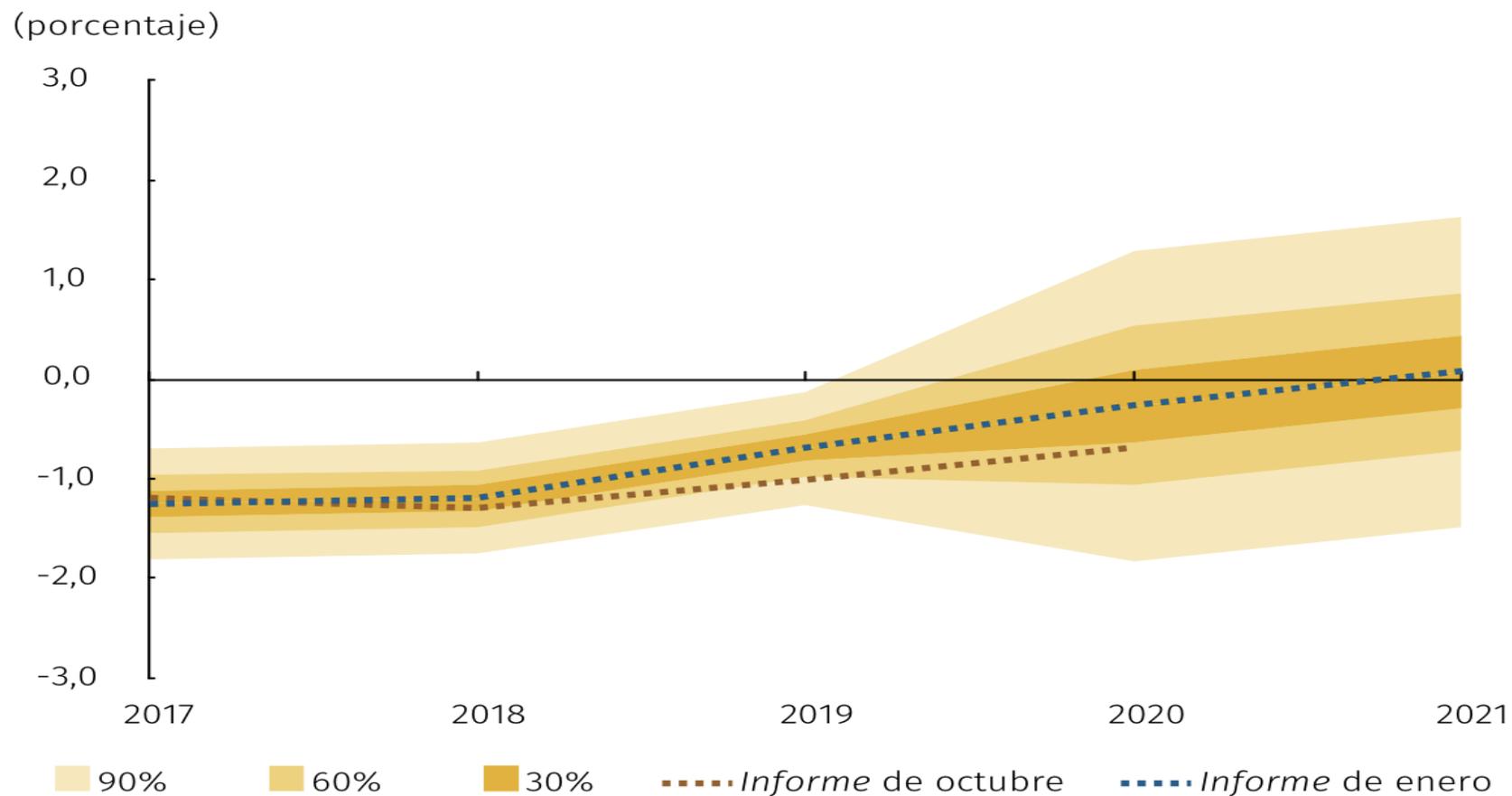
(porcentaje)



- Crecimiento de 3.3% en 2019-IV (efecto bajo y transitorio del paro)
- Desaceleración de la demanda interna en 2020 y 2021 que, no obstante, seguiría creciendo más rápido que el PIB
- Política monetaria moderadamente expansiva
- Oferta de crédito de consumo, remesas del exterior e inmigración continuarían impulsando el consumo
- Inversión en construcción de vivienda compensaría en 2020-2021 desaceleración de inversión en maquinaria y equipo
- Bajo aporte de las exportaciones y del consumo público al crecimiento

La revisión al alza de la brecha de producto en 2019 y la senda esperada de crecimiento implican una trayectoria de la brecha que se cierra al final del horizonte de pronóstico y resulta menos negativa que en el Informe de octubre

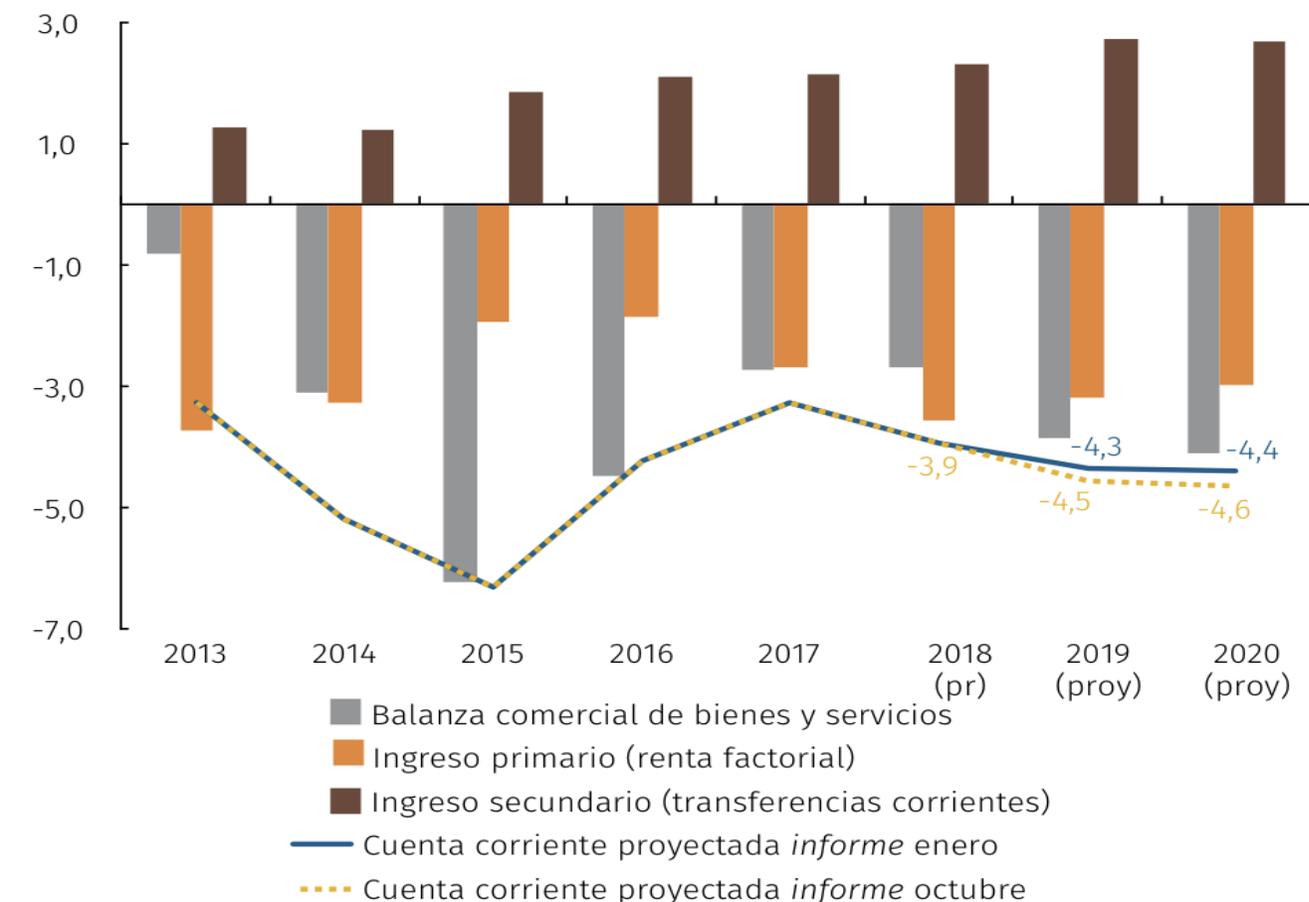
Brecha del producto anual^{a/, b/, c/}
(fan chart)



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

Cuenta corriente anual y sus componentes como porcentaje del PIB

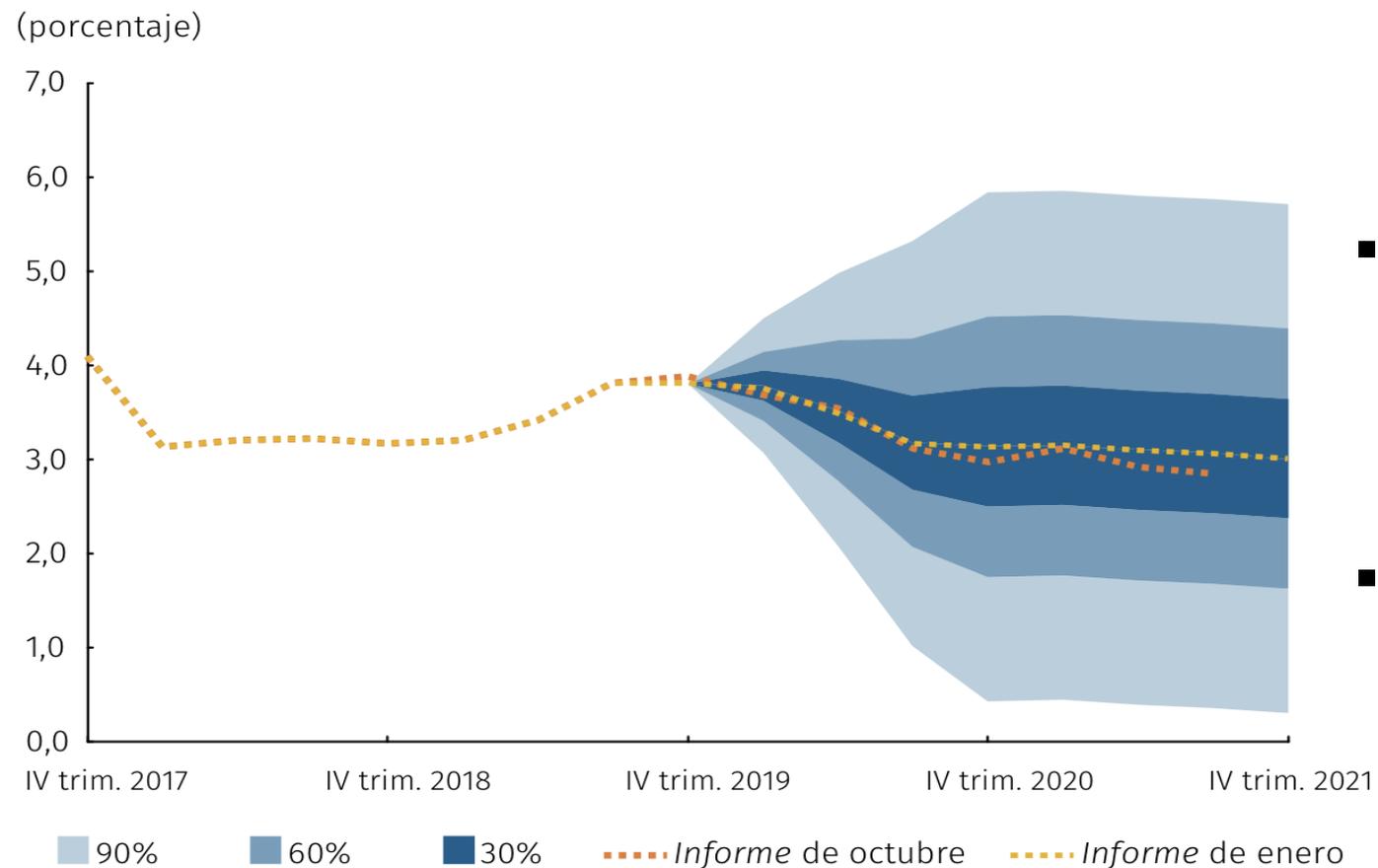
(porcentaje)



- Déficit corriente del 4,4% del PIB en 2020, en un contexto en el cual la demanda interna seguiría registrando crecimientos por encima de los del producto
- Proyección para 2020 (4,4%) sería menor que la del Informe de octubre (4,6%), por mayores precios previstos de los principales productos de exportación (excepto el carbón)

Desde el primer trimestre de 2020 la inflación retomaría su convergencia a la meta del 3%, como consecuencia de la disolución de los choques de oferta transitorios que la afectaron

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

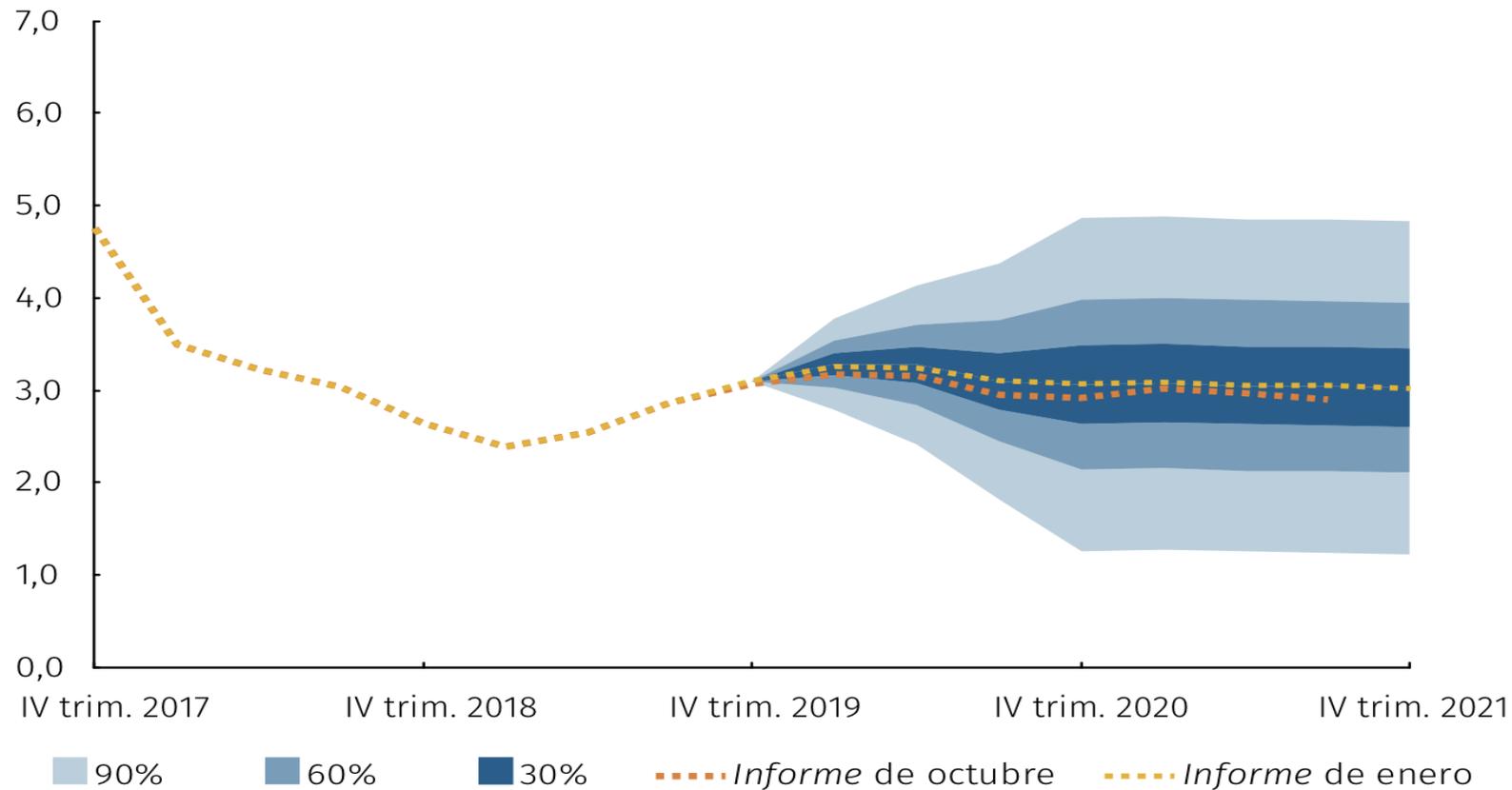


- El IPC de alimentos se desaceleraría y a finales de 2020 registraría aumentos inferiores al 3% (disolución de choques de El Niño e impuestos ad-valorem)
- El IPC de regulados se desaceleraría, pero a un menor ritmo que lo estimado un trimestre atrás, en parte por la mayor senda esperada del precio del petróleo
- Inflación básica (sin alimentos ni regulados) ligeramente por encima de la meta en el primer semestre de 2020 y convergiendo a ella a partir del tercer trimestre

Respecto al Informe de octubre, los efectos de una brecha de producto más cerrada en el pronóstico de la inflación básica se compensan en buena medida por menores presiones de la tasa de cambio

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

(porcentaje)



La convergencia de la inflación básica a la meta se daría por:

- ✓ La desaparición de los efectos transitorios de la depreciación
- ✓ El descenso de los precios en dólares de las importaciones
- ✓ La persistencia de excesos de capacidad
- ✓ La convergencia de las expectativas de inflación a la meta

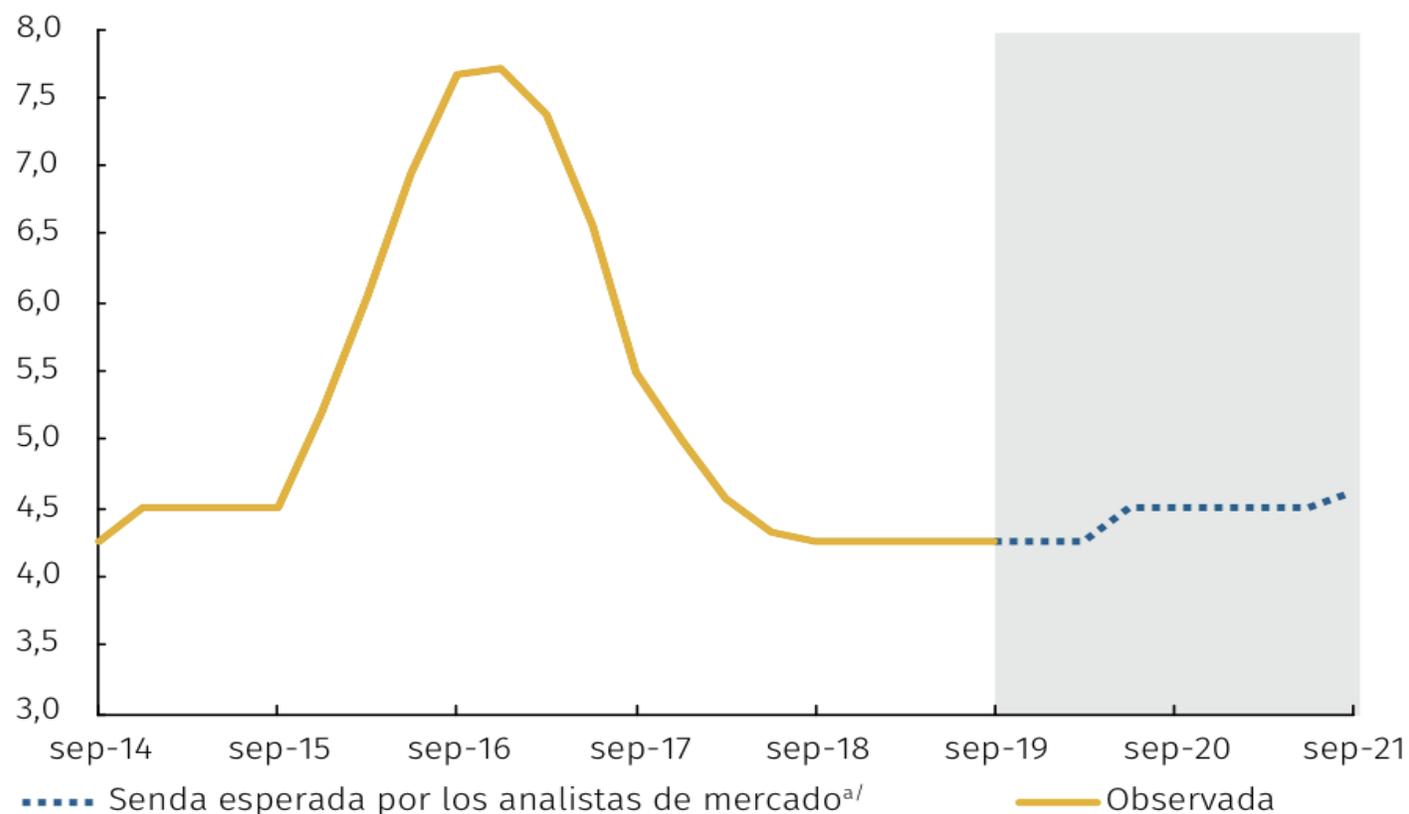
Informe de Política Monetaria

Política monetaria

La senda de tasa de interés esperada por los analistas es similar a la trayectoria implícita en el escenario central del equipo técnico para 2020

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

(porcentaje)



- La senda de tasa de interés del pronóstico del equipo técnico del Banco incorpora:
 - ✓ La existencia de excesos de capacidad productiva en la economía menores que lo estimado en octubre y que desaparecen en el horizonte de pronóstico
 - ✓ Medidas de inflación y expectativas de inflación superiores a la meta, que convergerían a esta última en 2020

Informe de Política Monetaria

Algunos riesgos del pronóstico

Algunos riesgos del pronóstico

- La tasa de cambio en los próximos trimestres: ¿Compensación del efecto de menores excesos de capacidad?
- Precios de los alimentos: ¿Senda de reducción más lenta de su variación? ¿Precios internacionales de algunos alimentos?
- Efectos de las medidas tributarias sobre la inversión, la demanda de trabajo y la productividad, y de la migración venezolana sobre el consumo, la oferta laboral, la inversión y la productividad:
 - Tasa de crecimiento del PIB
 - Excesos de capacidad: ¿Demanda interna vs. PIB potencial?
- Coronavirus

El pronóstico macroeconómico

Supuestos/Proyecciones Economía Internacional

- Crecimiento de socios comerciales
- Términos de intercambio
- Condiciones financieras internacionales

[Volver](#)

El pronóstico macroeconómico

Proyecciones de variables externas clave

- Demanda externa e ingresos del exterior
- Tasa de interés externa
- Primas de riesgo
- Eventualmente, efectos directos sobre condiciones financieras locales
- Inflación externa

[Volver](#)

El pronóstico macroeconómico

Supuestos/Proyecciones
Valores no inflacionarios de variables clave

- PIB “potencial”
- Tasa de interés neutral
- TCR no inflacionaria

[Volver](#)

El pronóstico macroeconómico

Estado de la economía colombiana
("punto de arranque")

- Uso de capacidad (brecha de producto)
- Postura de la política monetaria (brecha de tasas de interés)
- Impulso inflacionario de la tasa de cambio (brecha de TCR)
- Identificación de choques ("oferta" – v.g. El Niño, o "demanda" – v.g. Algunos Fiscales) + Juicio sobre persistencia de los mismos

[Volver](#)



El pronóstico macroeconómico

Pronóstico Macroeconómico

- Partiendo del estado inicial de la economía,...
- ... Se elaboran Pronósticos de Corto Plazo (PCP) con base en modelos sencillos con buena capacidad de pronóstico en períodos cortos
- El resultado del PCP se incorpora en modelos de equilibrio general en los cuales la política monetaria se ajusta para alcanzar las metas de la JDDBR en el tiempo
- Tanto en el PCP como en los modelos de equilibrio general se introduce el juicio del equipo técnico sobre los choques macro identificados (naturaleza y persistencia)

[Volver](#)