

Informe de Política Monetaria Enero de 2022



Gerencia Técnica
Febrero 2 de 2022

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 octubre de 2021)

Principales características del pronóstico de octubre:

1. Gran incertidumbre alrededor del pronóstico macroeconómico
2. Economía con excesos de capacidad que se esperaba se cerraran en 2022
 - ✓ Inflación básica por debajo de la meta
 - ✓ Pronóstico de crecimiento de 9,8% para 2021 y 4,7% para 2022
 - ✓ Fuerte dinámica de la demanda interna, especialmente del consumo privado
3. Inflación total por encima de la meta, producto de diversos choques de oferta internos y externos de variada duración
 - ✓ Sorpresas inflacionarias al alza en todas las canastas, especialmente en alimentos y regulados
 - ✓ Mayor persistencia estimada de los choques de oferta externos
 - ✓ Inflación total y básica con tendencias crecientes y pronósticos por encima de la meta
4. Expectativas de inflación en aumento, pero cercanas a la meta. Pronóstico de inflación con convergencia a la meta en 2023
5. Política monetaria expansiva: tasas de interés cerca de mínimos históricos, comienzo de un ciclo gradual de normalización

Principales cambios - Contexto externo

- Mayores y más persistentes presiones de costos en materias primas, transporte, precios de alimentos y costos de bienes, en parte por interrupciones en cadenas de suministro y fuerte demanda global
- Mayores precios de las exportaciones (v.g. petróleo, carbón y café) y de las importaciones (alimentos, materias primas, servicios)
- Condiciones financieras externas, aunque holgadas, más apretadas que en el tercer trimestre:
 - ✓ Normalización de la política monetaria en los Estados Unidos antes de lo previsto por aumento de inflación y mejora en el empleo
 - ✓ Aumento de primas de riesgo

Principales cambios - Contexto interno

- **Inflación:** La inflación sorprendió significativamente al alza. Se reafirman las tendencias crecientes de las inflaciones total y básica.
- Las altas variaciones de precios en alimentos siguen siendo el principal factor detrás de los aumentos en inflación.
- No obstante, las sorpresas inflacionarias en el cuarto trimestre se dieron en varios ítems en todas las canastas
- Choques más persistentes, relacionados con presiones externas de costos, incluida la depreciación del peso, estarían explicando en mayor medida los aumentos (alimentos procesados y bienes)
- Sin embargo, otros choques de oferta, algunos internos, estarían afectando los precios de algunas sub-canastas:
 - ✓ Aumentos en algunos alimentos perecederos por factores cíclicos, efectos rezagados de los bloqueos y costos de insumos
 - ✓ Costos de inversión y aumento del IPP se traspasan a los regulados
- IPC de servicios sorprendió a la baja principalmente por efecto de competencia en telecomunicaciones
- Aumento del salario mínimo legal del 10.07% podría afectar costos, elevar las expectativas de inflación y aumentar el grado de indexación
- Expectativas de inflación de mediano plazo han aumentado y se encuentran por encima de la meta

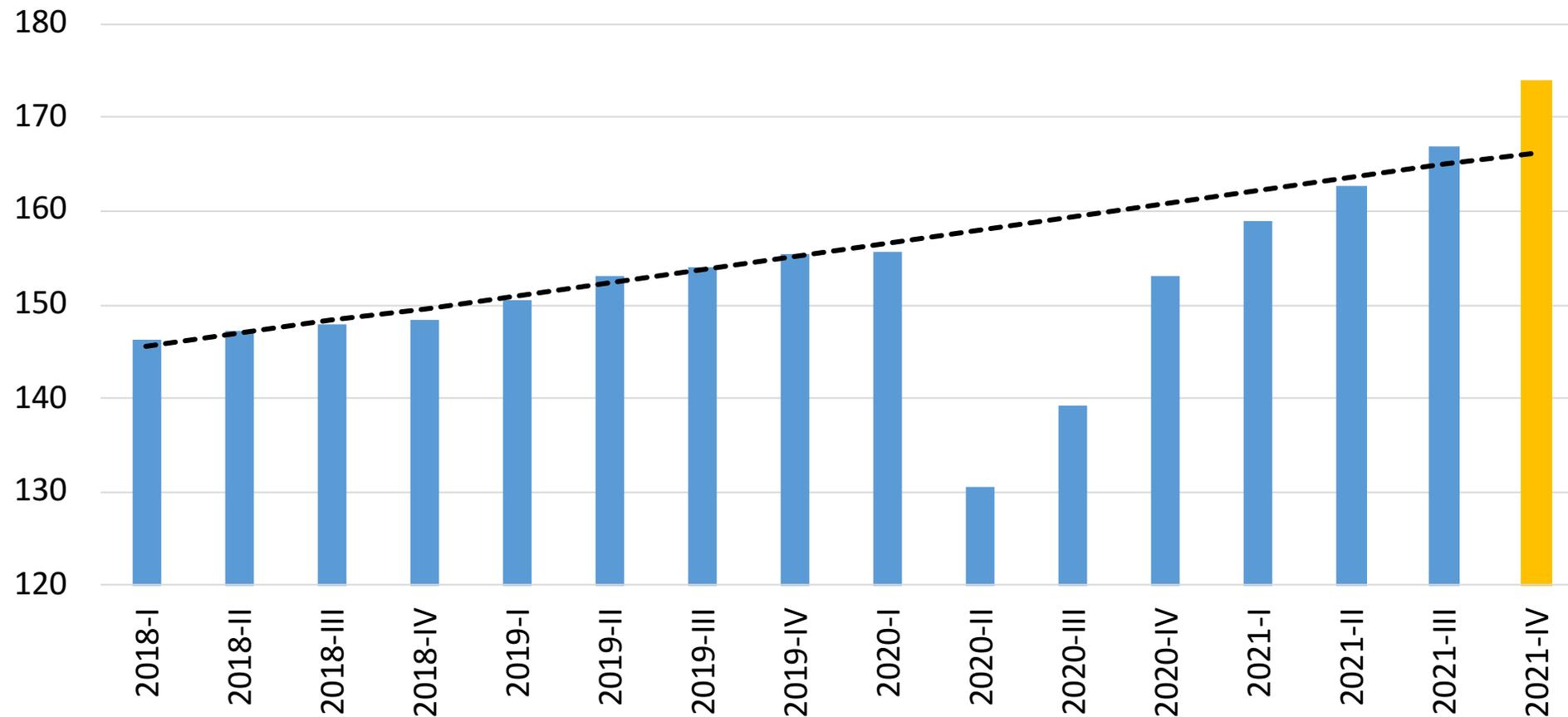
Principales cambios - Contexto interno

- **Actividad económica:** Se reafirma el pronóstico de crecimiento de 2021 presentado en octubre y la vigorosa recuperación de actividad económica
- No obstante, la composición del crecimiento ha cambiado un poco
- El consumo privado en todos los segmentos (servicios, durables, semi-durables y no durables) se encuentra en niveles superiores a los pre-pandemia
 - ✓ El componente transitorio de la recuperación (demanda represada) sería mayor
- El consumo público tuvo un comportamiento excepcional en 2021.T3 en parte por gasto relacionado con el retorno a la presencialidad
- La inversión, especialmente la relacionada con construcción y obras civiles, fue inferior a la esperada en 2021.T3 y continúa rezagada
- Las exportaciones, particularmente las no tradicionales, de carbón y de servicios, fueron mayores de lo esperado
- Hasta diciembre, bajos contagios y mayor movilidad y apertura. En enero la situación epidemiológica presenta un deterioro, con posibles efectos negativos sobre la oferta de algunos sectores

Dinámica del consumo privado

Consumo privado

(miles de millones; real, DAEC)



Nota: La línea negra punteada corresponde a la línea de tendencia estimada con datos de 2018 y 2019

¿Qué no ha cambiado?

- **Enorme incertidumbre: tamaño de los excesos de capacidad, condiciones financieras externas, política fiscal, entorno político local y global, evolución de la pandemia, efectos de (reversión) de alivios de precios etc.**
- Si bien bajos, persisten excesos de capacidad; el mercado laboral se ha recuperado, pero sigue débil
- Continúan algunos impactos de (la reversión de) las medidas regulatorias transitorias sobre los precios y la inflación

Estado inicial de la economía

▪ Interpretación de los datos:

- ✓ Se han materializado algunos riesgos al alza en inflación y en el ajuste de las condiciones financieras externas
- ✓ Bajos excesos de capacidad productiva
- ✓ Choques externos de oferta y presiones de costos más fuertes y duraderos de lo esperado

▪ Diagnóstico de la economía:

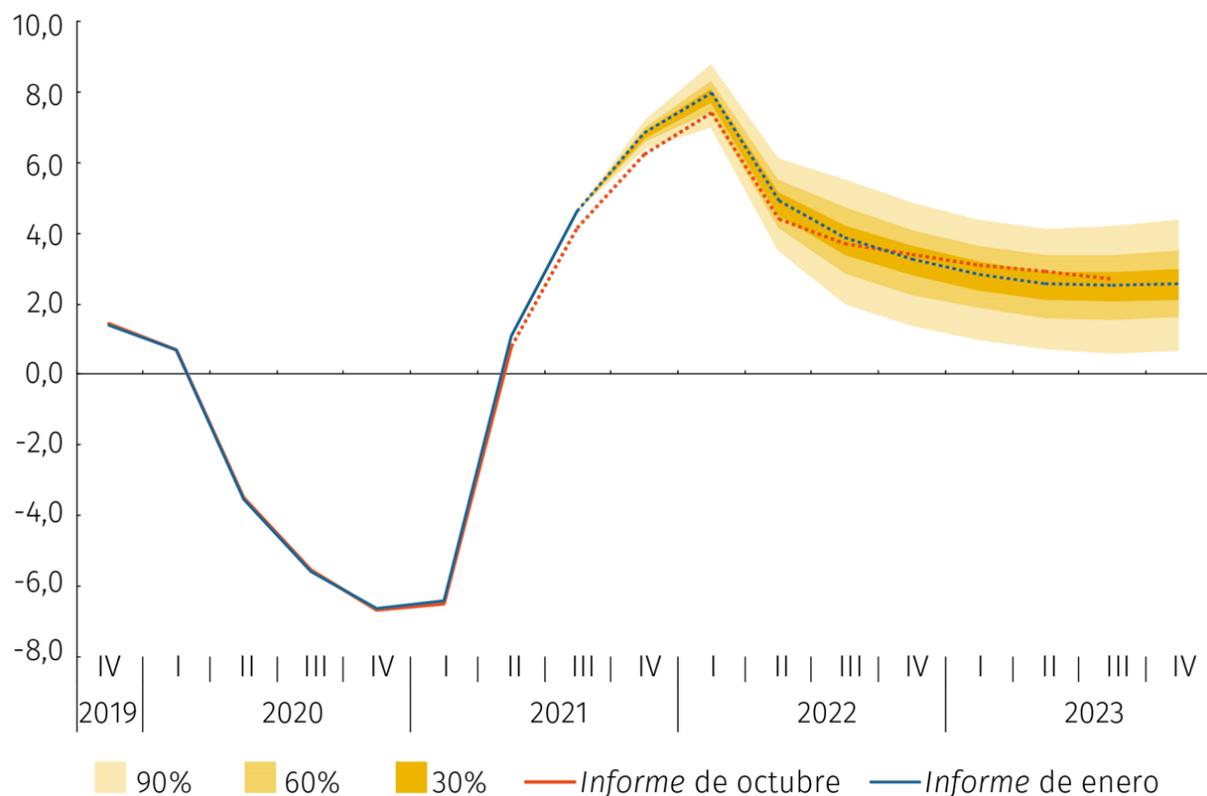
- ✓ Bajos excesos de capacidad ejercen menores presiones desinflacionarias que en meses anteriores
- ✓ Inflación total y expectativas de inflación al alza y por encima de la meta por confluencia de múltiples choques
- ✓ Duración incierta los efectos de los choques de oferta
- ✓ Riesgos de desanclaje de las expectativas y de mayor indexación a niveles más altos de inflación
- ✓ Política monetaria expansiva (tasa de interés real neutral de 1.5% en 2021 y 1.8% -antes 1.6%- en 2022)
- ✓ Mayores riesgos al alza sobre inflación y a la baja sobre la actividad económica, por cuenta de los choques de oferta, las condiciones financieras externas, el amplio déficit externo y la incertidumbre política y fiscal

Pronóstico IPoM enero 2022

Contexto Internacional

En 2021 la demanda externa se habría recuperando a un mejor ritmo que el proyectado en octubre. Varios factores estarían restando dinámica al crecimiento en 2022

Supuesto trimestral del PIB acumulado 4 trimestres de los socios comerciales (variación anual; proyecciones según el supuesto para todo el año)

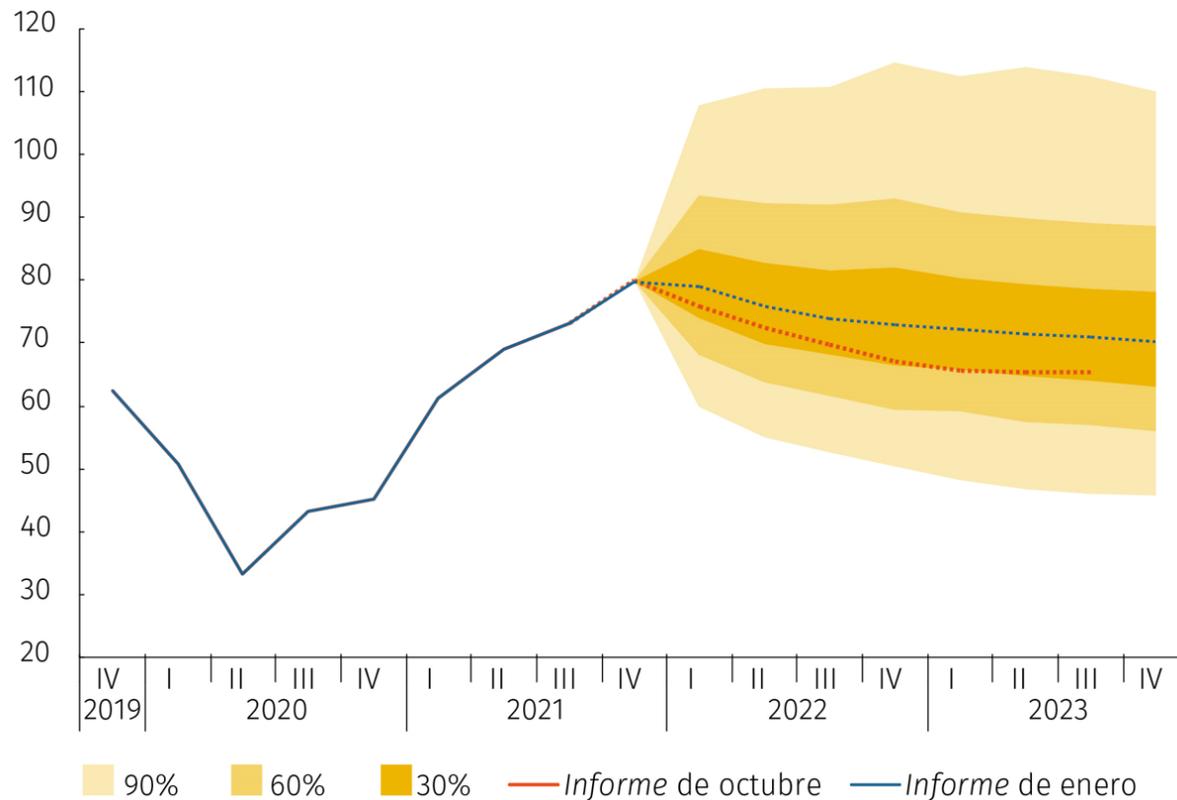


- En el 2021.S2 se habría registrado un crecimiento de los socios mayor del esperado, pero con heterogeneidad entre países
- En 2022 el crecimiento de la demanda externa se reduciría por efectos de base, retiro de estímulos monetarios y fiscales, interrupciones en cadenas de suministro y contagio Covid-19
- EEUU: Mejoras en el empleo y menores excesos de capacidad. Europa: Mejoras, pero brecha de producto negativa. En 2022 habría impactos de corto plazo por contagios de COVID-19 y disrupciones en las cadenas de suministro. Menores impulsos monetarios y fiscales, especialmente en los EEUU.
- China: Desaceleración en 2022 por choques de oferta, restricciones para controlar el Covid-19 y caídas en la actividad inmobiliaria
- América Latina: Heterogeneidad en 2021. En 2022 precios de *commodities* favorables, pero menor estímulo monetario externo y local, y desaceleración en EEUU y China moderarían crecimiento, entre otros factores
- En 2022: 3,3% (1,6% - 4,8%). En 2023 2,6% (0,8% - 4,5%)

El supuesto del precio internacional del petróleo (Brent) se revisó al alza para 2022 (75 USD bl en promedio) y 2023 (71 USD bl)

Supuesto trimestral del precio del petróleo

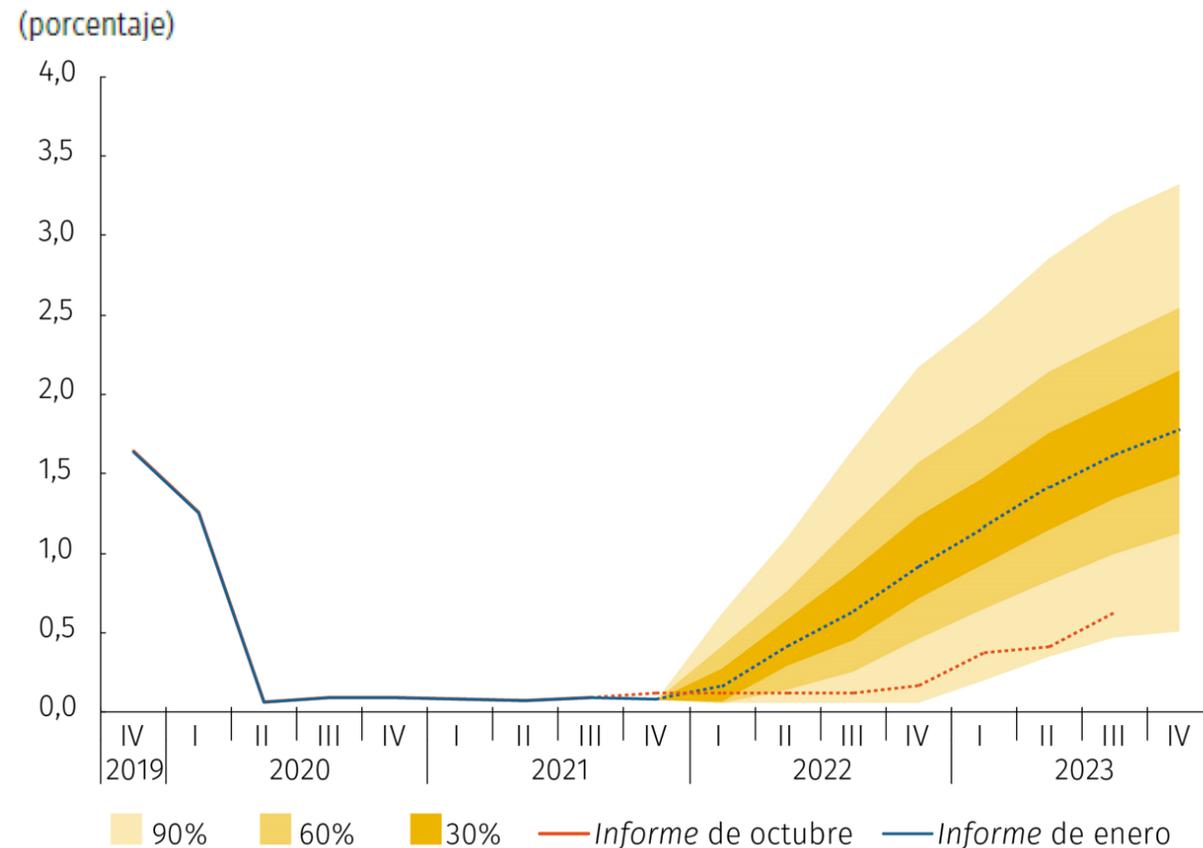
(dólares por barril)



- Los precios han seguido subiendo y son los más altos en muchos años
- A corto plazo se espera un mercado relativamente apretado, con niveles bajos de inventarios y efectos de tensiones geopolíticas
- Demanda: Reapertura de las economías y mayor crecimiento, aumento de demanda para sustituir gas natural (Europa) y carbón (India y China).
- Oferta: Cumplimiento de acuerdos OPEP+, lenta recuperación en la producción de EEUU y Canadá y algunos miembros OPEP, baja inversión en el sector.
- Se supone que el aumento de precios sería transitorio. A mediano plazo, se espera que la oferta aumente de la mano mayor producción de la OPEP+ y otros países como los EEUU.
- Se espera un aumento de los términos de intercambio en 2022 respecto a 2021, a pesar de los mayores precios proyectados de las importaciones.

El escenario de inflación y crecimiento de EEUU vendría acompañado de una política monetaria menos expansiva.

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

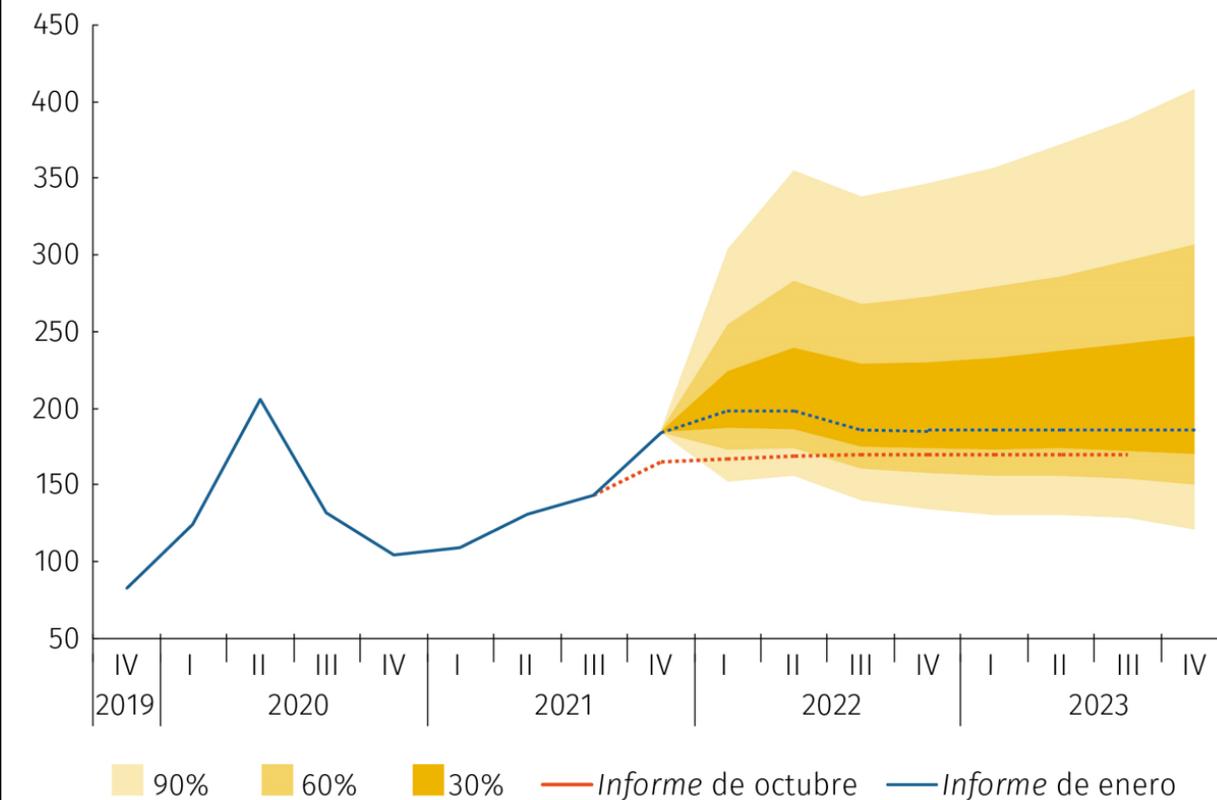


- Estados Unidos:
 - ✓ Se estaría materializando el riesgo de una normalización más temprana de la política monetaria en EEUU
 - ✓ Inflación total en 7% (mayor registro desde 1982)
 - ✓ Inflación básica en 5% en parte por choques de oferta
 - ✓ Expectativas de inflación por encima de 2% en 2022 y 2023
 - ✓ Pronóstico de brecha de producto positiva
 - ✓ Esperamos 4 aumentos de la TPM en 2022 empezando en marzo (antes se esperaba que empezaran a final de 2022)
 - ✓ Se adelantó el fin de las compras de activos y las ventas de activos podrían comenzar antes de lo esperado
- Europa:
 - ✓ Inflación básica (2,6%) al alza y por encima de la meta
 - ✓ Inflación total llegó a 5%, pero expectativas cerca de la meta
 - ✓ Excesos de capacidad persisten
 - ✓ Redujo ritmo de compra de activos y algunos programas terminarían en 2022
- Riesgos: sesgados al alza por una normalización más acelerada de la política monetaria en los EEUU

La percepción de un mayor riesgo sobre el país y condiciones financieras externas menos favorables se reflejan en mayores primas de riesgo soberano en los datos y en el pronóstico

Supuesto trimestral de la prima de riesgo de Colombia (CDS)

(puntos base)



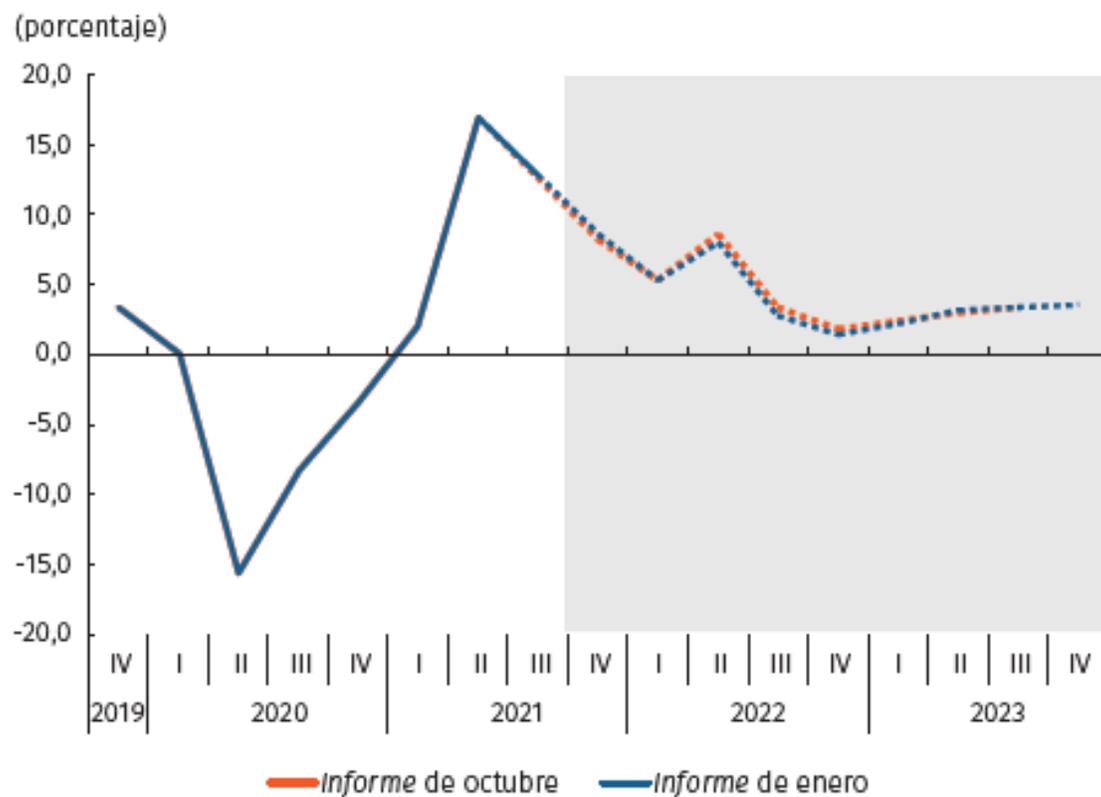
- Expectativa de condiciones financieras internacionales menos favorables
- Menores flujos de capitales hacia mercados emergentes
- CDS de Colombia siguieron aumentando, llegando a niveles de 200pb en enero, superiores a los de países con similar calificación crediticia:
 - ✓ Aumento de la percepción de riesgo soberano
 - ✓ Incertidumbre política y fiscal
- ... A pesar de la mejora de los términos de intercambio
- Los mayores niveles de endeudamiento público y la persistencia de déficit fiscales y externos son coherentes con primas de riesgo más altas en el futuro.
- Riesgos: sesgados al alza por posible ajuste fuerte de condiciones financieras externas e incertidumbre global y local

Pronóstico IPoM enero de 2022

Pronósticos de actividad económica e inflación

El crecimiento del PIB en 2021 habría sido del 9,9%. En 2022 el crecimiento sería del 4,3%, en un rango amplio entre 1,9% y 6,2%.

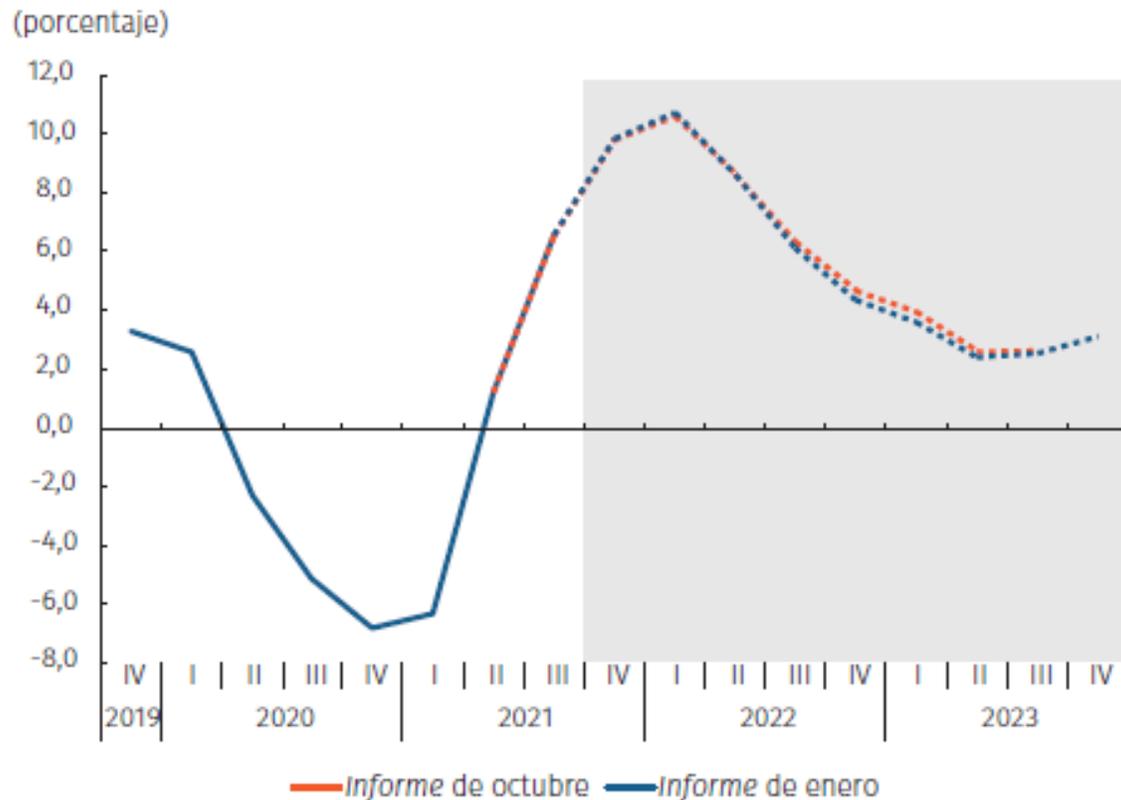
PIB trimestral^{a/} (variación anual)



- Con base en la información reciente, se estima un crecimiento anual en 2021.T4 de 8,7%, lo que reafirma la cifra de crecimiento anteriormente proyectada para 2021 (9,9%)
- PIB de 2021 (antes 2022) mayor que el de 2019
- Este resultado se explica por mejores condiciones de los consumidores (vacunación, remesas del exterior, ahorro previo, adaptación a la pandemia), mejores términos de intercambio, condiciones financieras externas favorables, política fiscal contracíclica y política monetaria fuertemente expansiva
- Se supone que parte de la recuperación observada sería transitoria; reflejaría un efecto de demanda represada apoyada en el ahorro de los hogares
- El pronóstico supone que no habrá cierres por nuevas olas de contagio.

La dinámica del crecimiento en 2022 sería impulsada principalmente por la inversión y las exportaciones

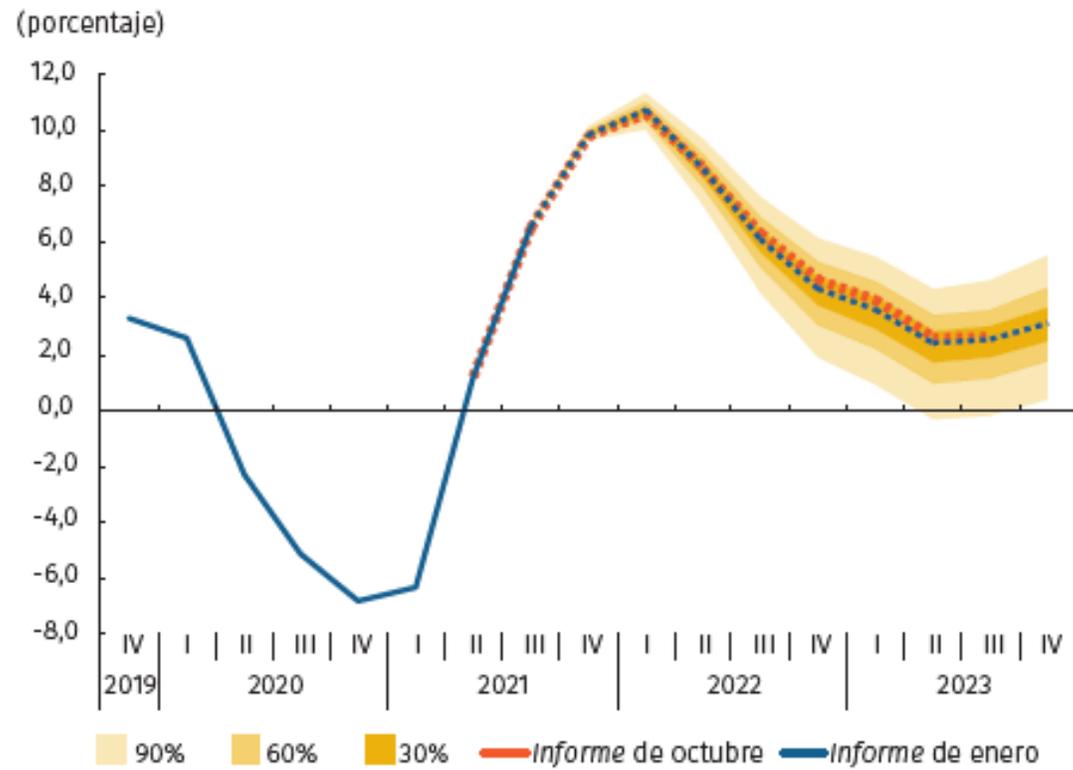
Producto interno bruto, acumulado 4 trimestres^{a/}
(variación anual)



- Para 2021, la composición del crecimiento cambió un poco:
 - ✓ Consumo privado ha liderado la recuperación y todos sus componentes (servicios, bienes) están en niveles superiores a los de la pre-pandemia
 - ✓ La inversión, especialmente en construcción y obras civiles, fue menor que la esperada
 - ✓ Consumo público dinámico
 - ✓ Recuperación de las exportaciones al final del año
- En 2022 la inversión y las exportaciones serían los componentes más dinámicos de la demanda agregada
 - ✓ Ajuste del consumo privado y público
 - ✓ Buena dinámica de ventas de vivienda y obras civiles
 - ✓ Mayores precios de petróleo
 - ✓ Recuperación de las exportaciones de servicios (turismo) e impulso de la demanda externa
- Pese a su dinamismo, la inversión no recuperaría sus niveles pre-pandemia en 2022 (rezago en la construcción, incertidumbre política y fiscal, condiciones financieras externas menos holgadas)

La revisión a la baja del pronóstico de crecimiento del PIB en 2022 respecto al IPoM de octubre recoge la estimación de un componente transitorio mayor en la dinámica actual del consumo

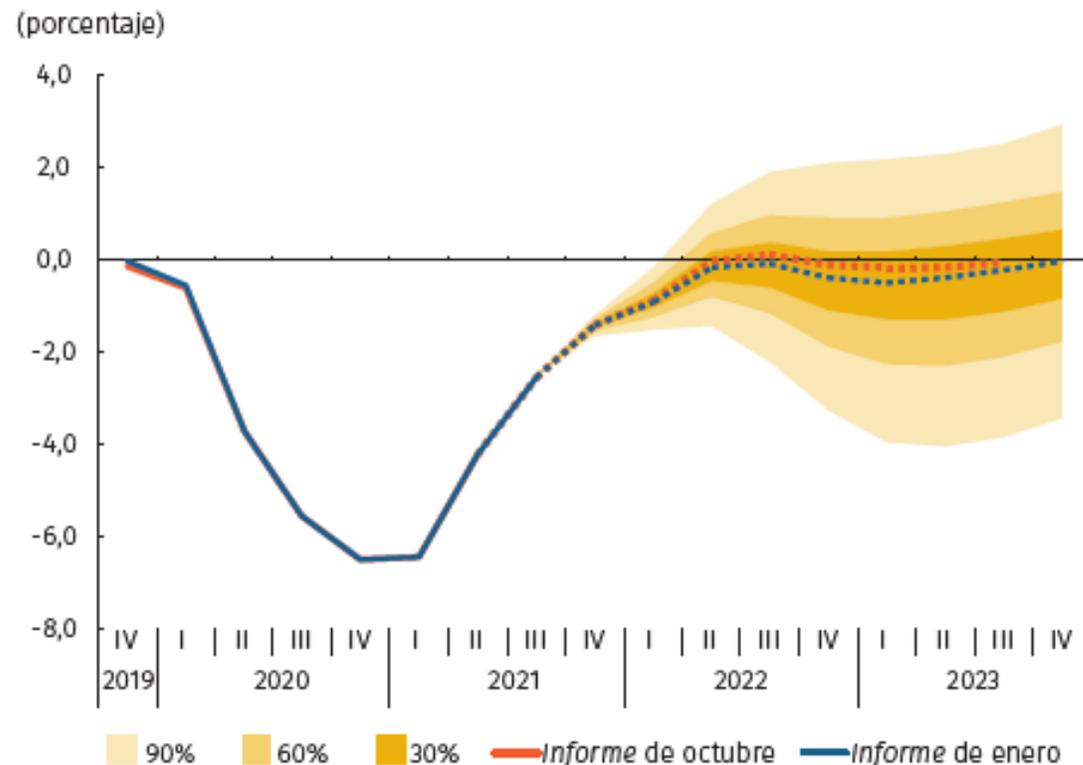
Producto interno bruto, acumulado 4 trimestres^{a1, b1, c1} (variación anual)



- La proyección de 2022 tiene en cuenta los siguientes elementos:
 - ✓ Base baja de comparación en el primer semestre de 2021
 - ✓ Supone que parte de la recuperación en la demanda interna es transitoria y que el consumo se desacelera, presentando crecimientos intertrimestrales bajos
- En 2023 el crecimiento se acercaría más a sus niveles de largo plazo (3,1% en un rango entre 0,4% y 5,5%)
- Los riesgos sobre el pronóstico de crecimiento están sesgados a la baja en 2022 por:
 - ✓ Las condiciones financieras externas que podrían tornarse aún menos favorables
 - ✓ Mayor importancia del componente transitorio del dinamismo actual del consumo
 - ✓ Mayores efectos de la incertidumbre política y fiscal sobre la confianza de consumidores e inversionistas
 - ✓ Los riesgos relacionados con el Covid-19

En 2022 y 2023 persistirían bajos excesos de capacidad

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

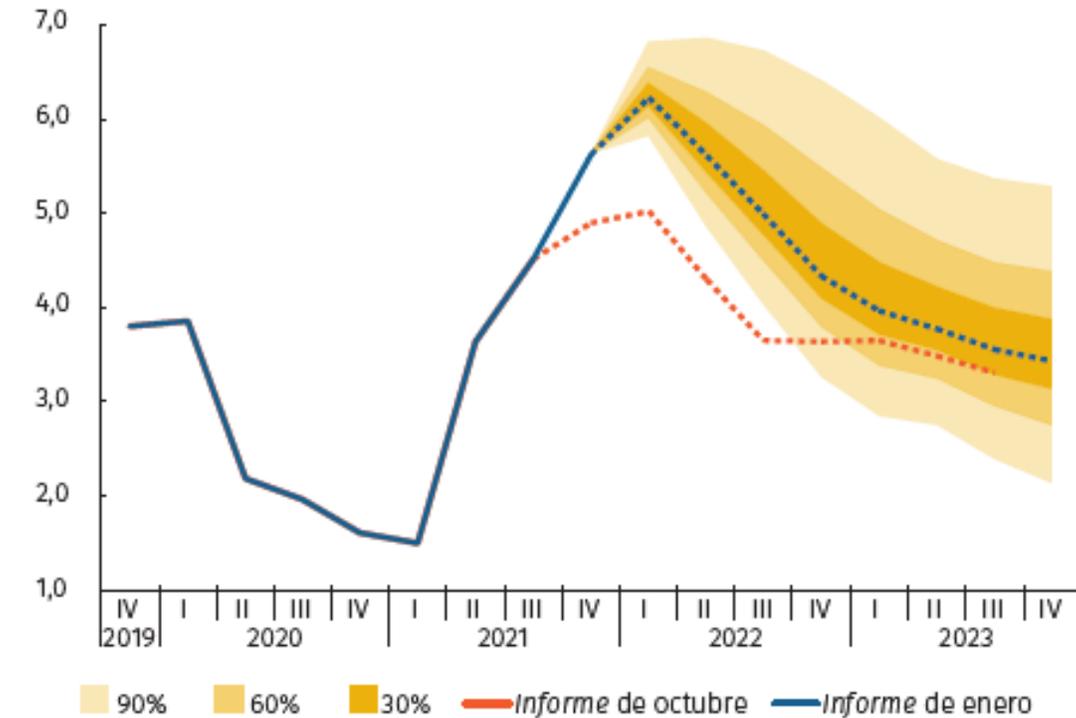


- Alto crecimiento en 2021 sugiere un cierre de la brecha de producto respecto a 2020
- Inflación básica creciente, pero aún por debajo de la meta, confirma reducción de los excesos de capacidad y presencia de bajos niveles de los mismos
- Brecha de producto promedio de -1,4% y -0,4% en 2021 y 2022, y crecimiento “potencial” de 4,3% y 3,2% en los mismos años, con gran incertidumbre en la estimación
- Mercado laboral confirma el diagnóstico: proyección de desempleo nacional (RML) de 11,7% en promedio (rango 10,5%- 13%) en 2022 → Excesos de capacidad relativamente bajos, pronóstico cerca de la “Nairu”
- Sesgos a la baja en la distribución del pronóstico de la brecha por los mismos factores señalados para el crecimiento en 2022.

El pronóstico de la senda de inflación total para 2022 y 2023 se elevó frente al IPoM de octubre. A finales de 2022 se situaría en 4,3% (3,7% en el IPoM anterior). Para finales de 2023 la inflación (3,4%) permanecería por encima de la meta

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

(porcentaje)

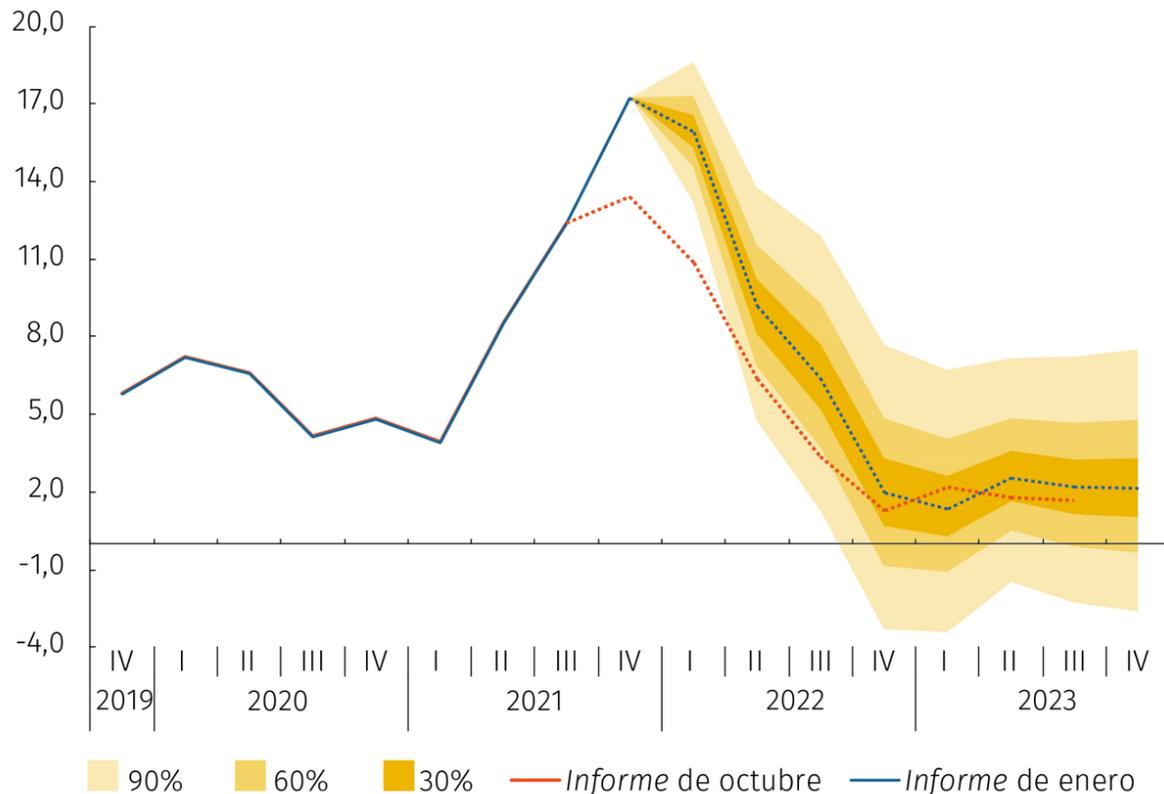


- La mayor persistencia de los choques de oferta, la indexación a una tasa de inflación alta en 2021 (5,62%), el aumento de las expectativas de inflación, el posible efecto del fuerte aumento del salario mínimo, la presencia de bajos excesos de capacidad y mayores presiones inflacionarias de la tasa de cambio explican la revisión del pronóstico
- La inflación empezaría a descender en el segundo trimestre de 2022, por cuenta de la reducción de la variación de los precios de los alimentos, a medida que cedan las presiones externas de costos y se normalice la oferta interna de algunos productos
- El pronóstico de inflación podría mantenerse por encima de la meta a finales del horizonte de pronóstico en parte por factores que pueden generar aumentos transitorios en la inflación, pero cuyo efecto es incierto:
 - ✓ Fin de alivios de impositivo a comienzos de 2023
 - ✓ Días sin IVA en 2022 (efecto depende de cuándo ocurran)
- Se espera alta volatilidad en la inflación por cuenta de estos choques transitorios

El aumento de la inflación observada en 2021 y proyectada en 2022 se explica en gran medida por aumentos de precios en los alimentos y los regulados

IPC de alimentos (variación anual, fin de período)

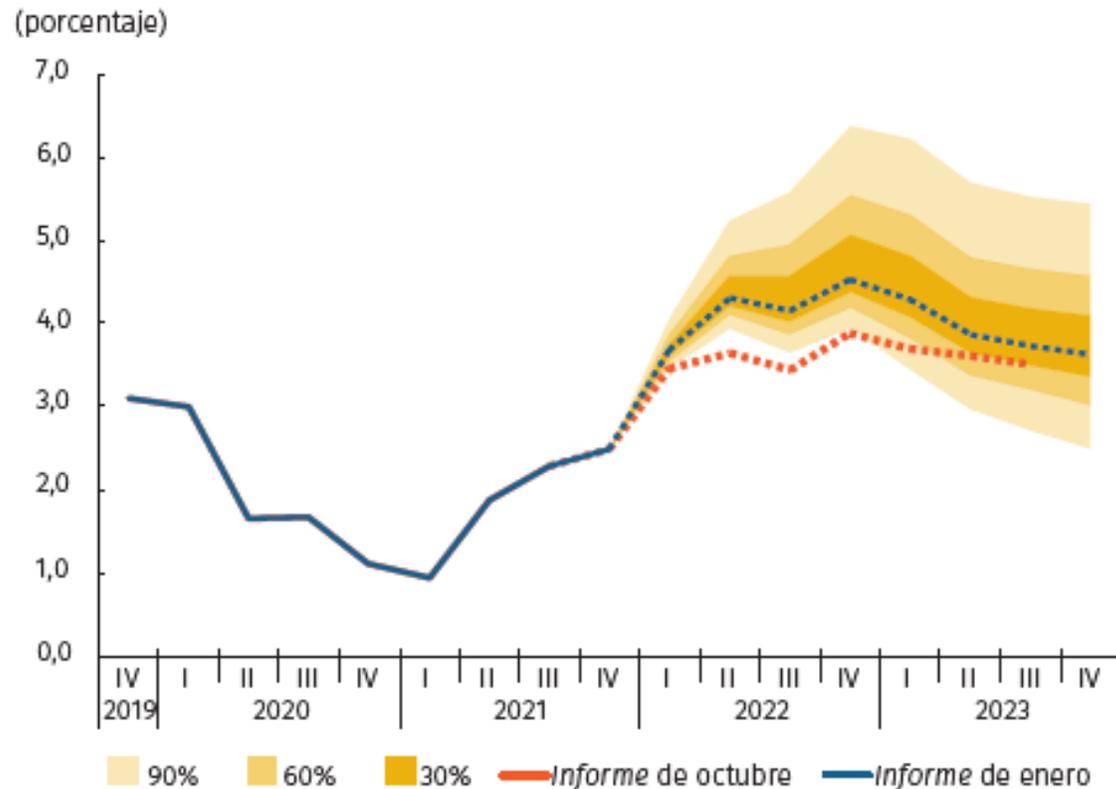
(porcentaje)



- El IPC de alimentos ha liderado las altas variaciones del IPC, por múltiples choques que deberían empezar a diluirse en la primera mitad de 2022 y resultar en variaciones relativamente bajas (2%)
- El IPC de regulados presentaría variaciones más altas que en el informe anterior por la transmisión de costos de inversiones requeridas en servicios públicos, indexación a altos niveles del IPC y el IPP, y aumentos en los precios de los combustibles.
- El pronóstico considera un aumento moderado de precios de combustibles, en un entorno de mayores de precios de petróleo (riesgo)

En 2022 la inflación básica se mantendría por encima de 4% (4,5% al final del año) y descendería en 2023, aunque no llegaría a la meta (3,6% al final del año)

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

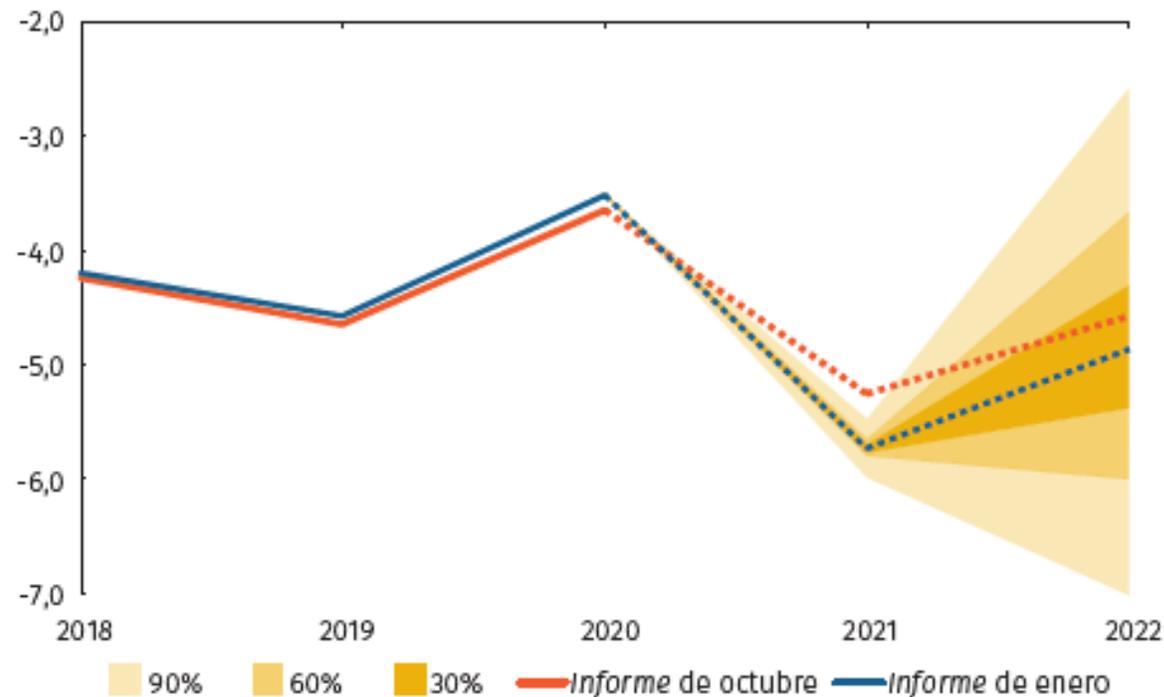


- Senda creciente por la reversión de alivios, indexación a mayores valores de inflación, mayores expectativas de inflación y menores excesos de capacidad frente a trimestres anteriores
- Respecto a IPoM de octubre, el pronóstico de 2022 pasó de 3,9% a 4,5% debido principalmente a:
 - ✓ Aumentos más persistentes de costos por choques de origen externo y mayores presiones cambiarias que afectan la canasta de bienes
 - ✓ Aumento de precios de alimentos que afectan servicios vía comidas fuera del hogar
 - ✓ Mayor indexación, mayores expectativas de inflación y efectos del fuerte aumento real del salario mínimo legal
- Riesgos sesgados hacia arriba:
 - ✓ En bienes: mayores choques de costos externos o depreciación del peso (riesgo condiciones financieras externas)
 - ✓ En servicios: mayor indexación a niveles más altos de inflación, mayores expectativas de inflación
- **Medidas de expectativas de inflación con tendencia creciente. A dos años están por encima de 3%**

El déficit de la cuenta corriente se habría ampliado a 5,7% del PIB en 2021, reflejo principalmente de la recuperación en la demanda interna. El déficit se reduciría en 2022 a 4,9% del PIB

Cuenta corriente anual ^{a/,b/}

(porcentaje del PIB)



- En 2021 el déficit habría sido mayor que en 2020 como reflejo de la recuperación de la economía:
 - ✓ Fuerte crecimiento de la demanda interna que resultó en aumento de importaciones de bienes y servicios
 - ✓ Mayores egresos por utilidades de empresas de capital extranjero.
 - ✓ Incremento del costo del transporte de mercancías y de los precios de las importaciones. Compra de vacunas contra el Covid-19 e importación de servicios asociados al turismo.

- En 2022 se espera una reducción del déficit favorecida por:
 - ✓ Mayores precios del petróleo, carbón y café, y dilución parcial de los choques que afectaron la producción de estos bienes.
 - ✓ Recuperación de la demanda externa, repunte de las exportaciones de servicios de turismo y altas transferencias corrientes.
 - ✓ Moderación en el crecimiento de la demanda interna y de las importaciones de bienes y servicios. Dilución paulatina de los choques que afectaron los costos de los bienes importados

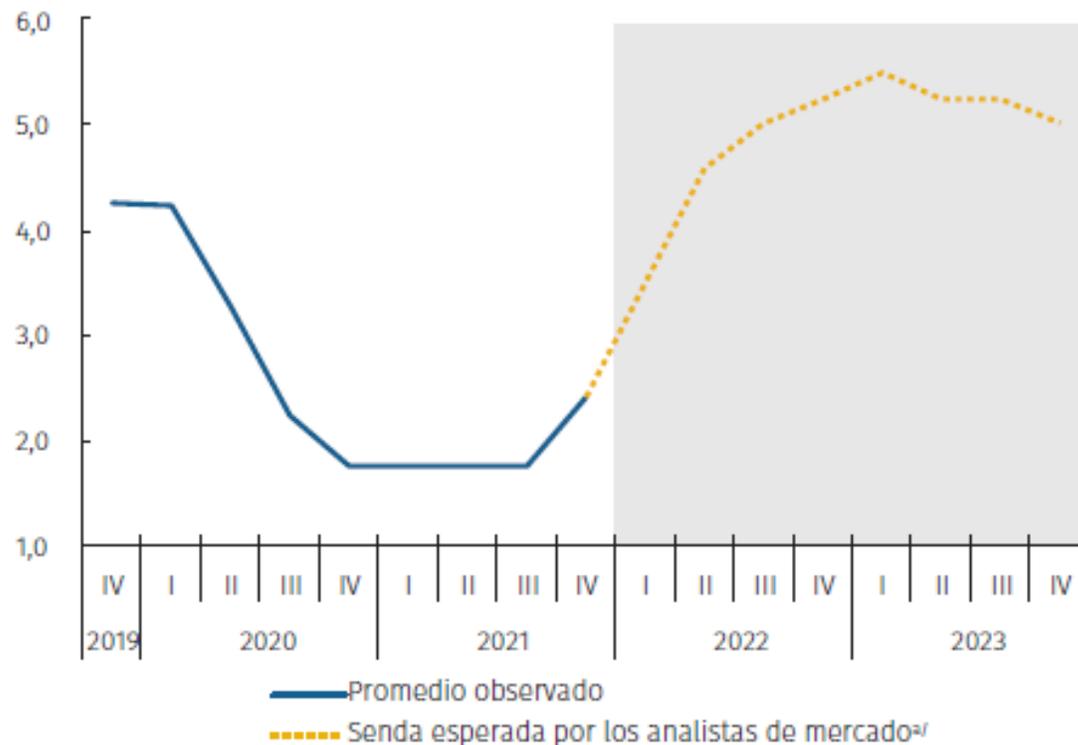
Pronóstico IPoM enero 2022

Política monetaria

El cambio del escenario macroeconómico hacia uno de mayor inflación, riesgo de desanclaje de sus expectativas, condiciones financieras externas menos favorables y bajos excesos de capacidad implica que el espacio y la necesidad del estímulo monetario se reduzcan

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

(porcentaje)



- La mediana de la senda de tasa de interés de política esperada por los analistas aumentó respecto al Informe anterior: 5,25% a finales de 2022 (antes 4%) y 5% a finales de 2023.
- La senda de tasa de interés del pronóstico del equipo técnico es en promedio algo mayor que la de los analistas en los primeros 3 trimestres de 2022 y similar de ahí en adelante: Aumentos en las expectativas y pronósticos de inflación, bajos excesos de capacidad y condiciones financieras externas menos favorables,
- Senda creciente...
 - ✓ Normalización: la economía no requiere el mismo estímulo monetario de meses anteriores
 - ✓ Tasa de interés real neutral con tendencia creciente por mayor endeudamiento y primas de riesgo
- Presiones y riesgos al alza en inflación implican riesgos de desanclaje de expectativas de inflación y altos costos futuros de re-anclarlas
- Esta **NO** es la proyección del equipo técnico sobre lo que la Junta Directiva decidirá en el futuro; es la senda de tasas de interés resultante de las "reglas de política" incluidas en nuestros modelos, que no necesariamente reflejan la visión de la Junta o de sus miembros individuales.

Principales riesgos del pronóstico: el balance de riesgos resulta en un pronóstico que presenta sesgos al alza en inflación y a la baja en crecimiento y brecha de producto. Elevada incertidumbre.

- **Persistencia de los choques de oferta e indexación**
 - ✓ Confluencia de choques aumenta el riesgo de desviaciones de la inflación de la meta más persistentes
 - ✓ La persistencia de los choques puede afectar las expectativas de inflación
 - ✓ Posible mayor indexación a niveles de inflación más altos
- **Evolución de las condiciones financieras externas y su efecto sobre la tasa de cambio o la tasa de interés neutral**
 - ✓ Riesgos sobre la magnitud y velocidad del ajuste de la política monetaria en las economías avanzadas
 - ✓ Esto en un contexto de déficit fiscal y externo amplios y persistentes, e incertidumbre política y fiscal
- **Naturaleza de los choques y sus efectos sobre el PIB potencial y la brecha de producto**
 - ✓ Dada la composición observada del crecimiento (consumo más dinámico que la inversión), ¿cuán transitoria es la recuperación de la demanda interna privada?
 - ✓ Efectos de los choques de oferta y de una inversión persistentemente baja sobre la capacidad productiva
 - ✓ ¿Impacto en excesos de capacidad?
- **Evolución de la pandemia**

Recuadros del IPoM de enero de 2022 y Reporte de Mercado Laboral

- **Recuadro 1:** Indicador común de expectativas de inflación para Colombia
- **Recuadro 2:** Medición de las expectativas de inflación y su efecto sobre la dinámica inflacionaria en Colombia
- **Recuadro 3:** El precio de la carne en Colombia
- **Reporte del Mercado Laboral:** Análisis de coyuntura

Informe de Política Monetaria Enero de 2022



Gerencia Técnica
Febrero 2 de 2022