

Informe de Política Monetaria Octubre 2019



Gerencia Técnica
Noviembre 6 de 2019

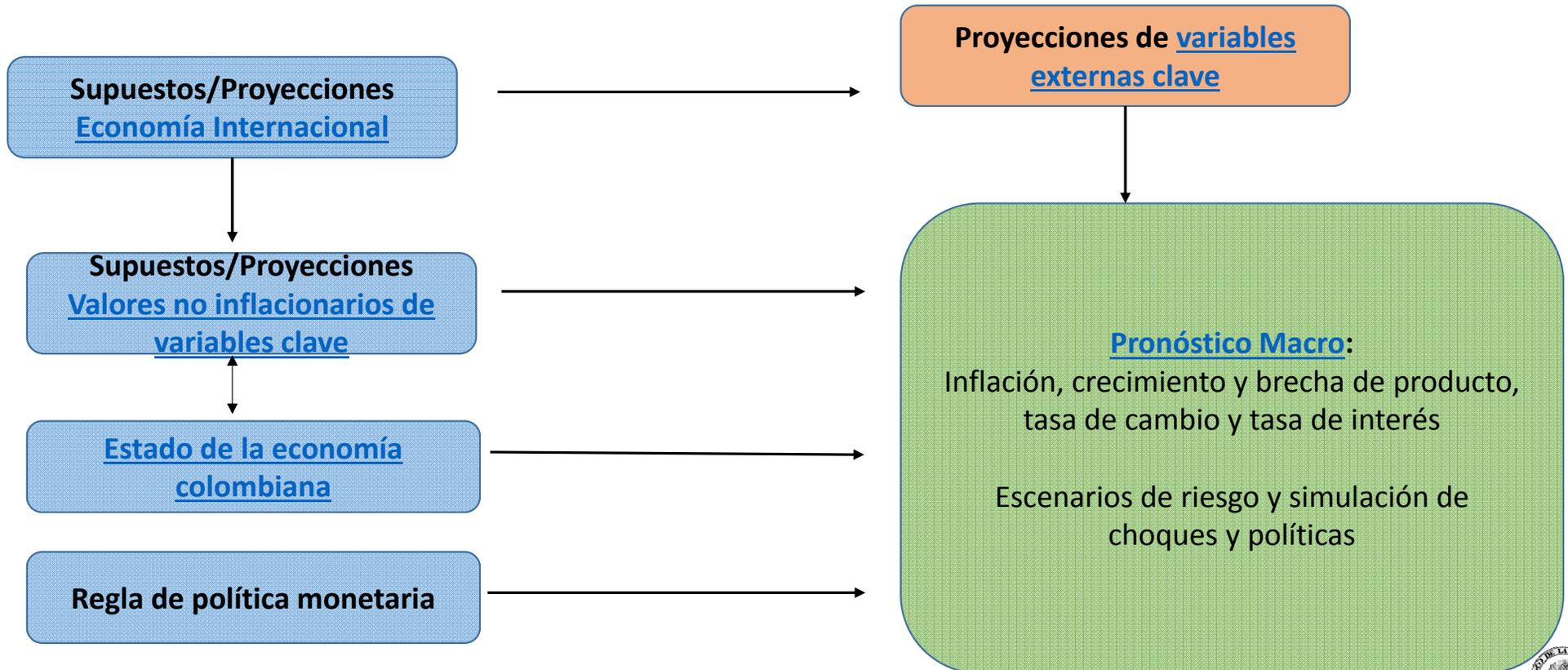
El pronóstico macroeconómico

- ¿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?



El pronóstico macroeconómico

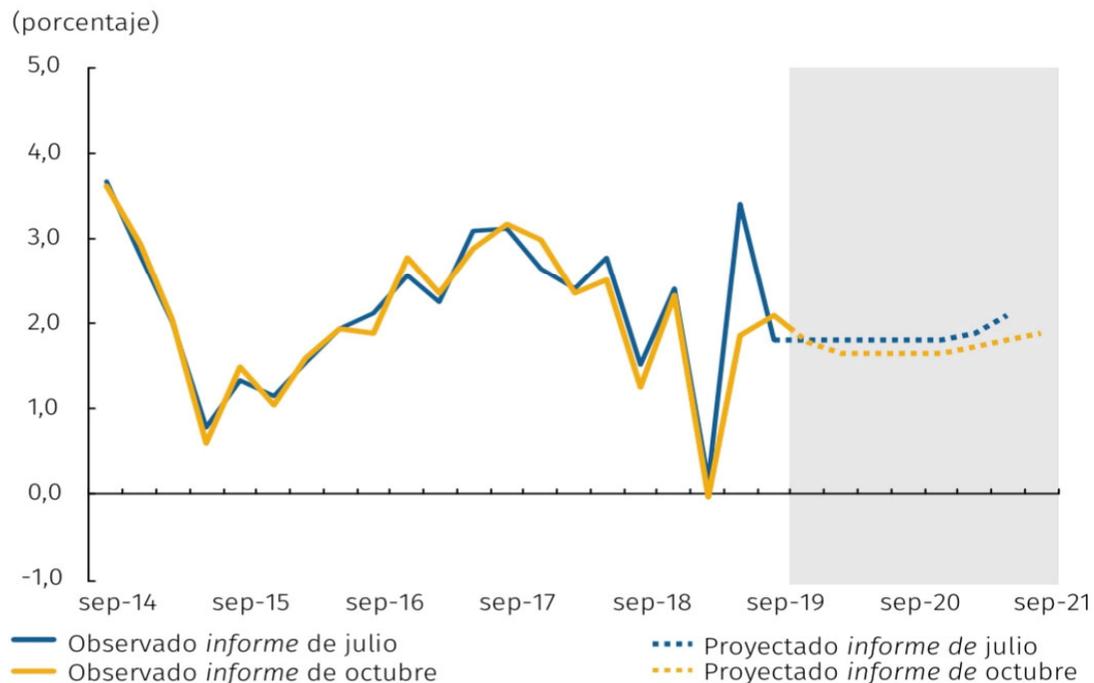
- Características fundamentales
 - ✓ El pronóstico macroeconómico en todas sus fases se alimenta del juicio y la interpretación del equipo técnico del Banco...
 - ✓ ... Por lo cual no puede ser entendido como un producto de “los modelos” del Banco, sino como la mejor proyección del equipo técnico, sujeta a los supuestos e interpretaciones de sus miembros
 - ✓ “Los modelos” del Banco son herramientas para producir pronósticos basados en los datos y coherentes en “equilibrio general”
 - ✓ Al depender de supuestos, estimaciones imprecisas de parámetros de los modelos e interpretaciones de datos aleatorios, el pronóstico es INCIERTO...
 - ✓ Si la nueva información implica cambios en los supuestos, los parámetros o en la interpretación de los hechos, el pronóstico cambiará también

Informe de Política Monetaria

Contexto Internacional

Reducción del pronóstico de crecimiento de socios comerciales respecto al Informe de julio: Desaceleración en EEUU, Europa, y China, ... además de un entorno político y comercial adverso en América Latina

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



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

Principales socios	2018 (pr)	2019 (proy)	2020 (proy)	2021 (proy)
Estados Unidos	2,9	2,2	1,6	1,6
Zona del euro	1,9	1,0	1,0	1,1
Ecuador	1,1	-0,6	0,2	0,8
China	6,6	6,2	5,9	5,8
Brasil	1,1	0,9	1,8	2,3
Perú	4,0	2,6	3,3	3,5
México	2,0	0,5	1,5	1,8
Chile	4,0	2,5	3,0	3,0
Total socios comerciales ^{a/}	2,5	1,5	1,7	1,8

(pr): preliminar.

(proy): proyectado.

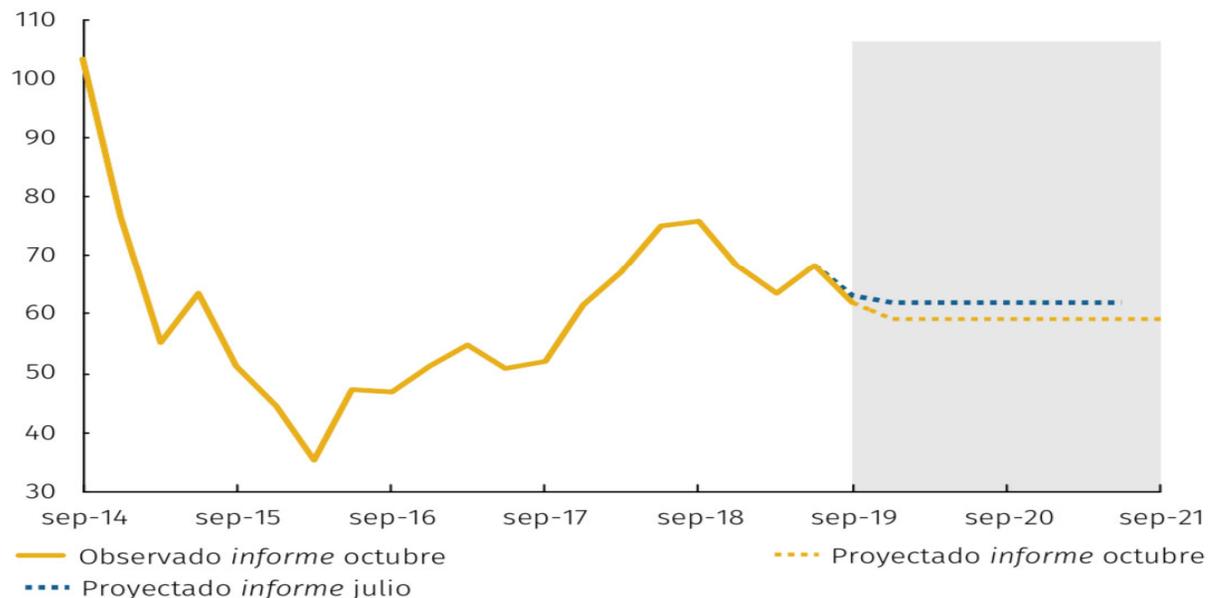
a/ Estas cifras corresponden a los socios comerciales sin Venezuela. Para el cálculo de las ponderaciones se hace uso del volumen de comercio no tradicional.

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

Se supone un precio del petróleo un poco menor que en el Informe de julio, compatible con la proyección de menor crecimiento mundial

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

(dólares por barril, referencia Brent)

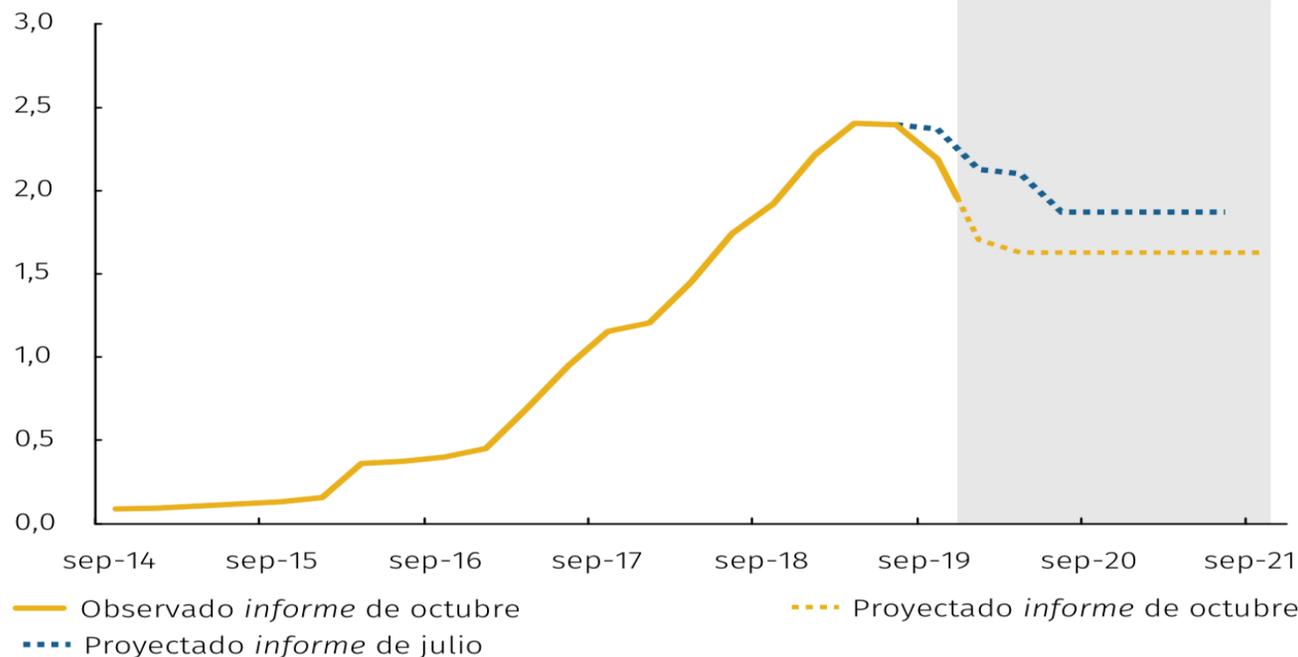


Fuente: Bloomberg; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Con menor crecimiento esperado y sin presiones inflacionarias en los EEUU, el escenario central incluye una senda de la tasa de interés de la FED menor que la del Informe de julio

Supuesto trimestral de la tasa de interés de la Fed

(porcentaje)

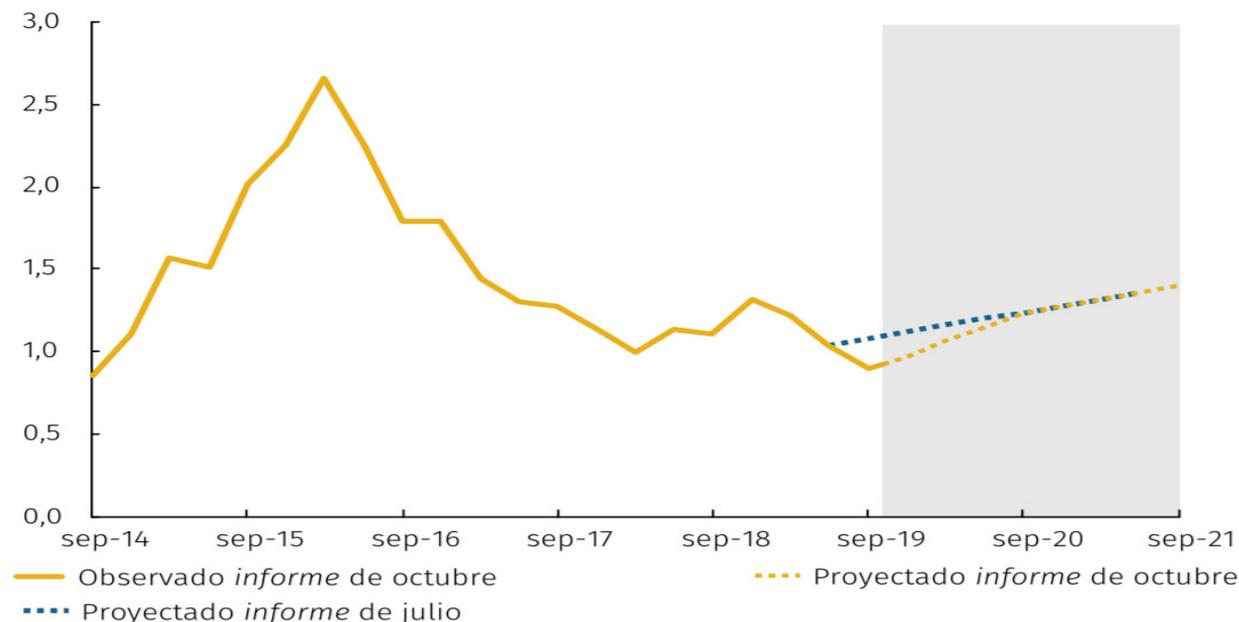


Fuente: Reserva Federal; cálculos del Banco de la República.

Las primas de riesgo han caído de la mano de mayor liquidez externa. Se supone que estas primas retornarán lentamente a niveles promedio

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

(puntos porcentuales)



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

Reducción en 20pb de nuestra estimación de la tasa de interés real neutral : Menor tasa de interés real neutral externa (EEUU) y estimaciones econométricas

- Tasa de interés real neutral promedio de 1.2% y 1.4% en 2019 y 2020
- Reducción frente al supuesto del Informe de julio principalmente por ajuste del supuesto de la tasa neutral en los EEUU
- Pese a este cambio, la postura actual de la política monetaria sigue siendo moderadamente expansiva, dados los valores de la inflación observada y las expectativas de inflación a distintos plazos

Persiste la presencia de excesos de capacidad en la economía, si bien son un poco menores que los estimados en el Informe de julio

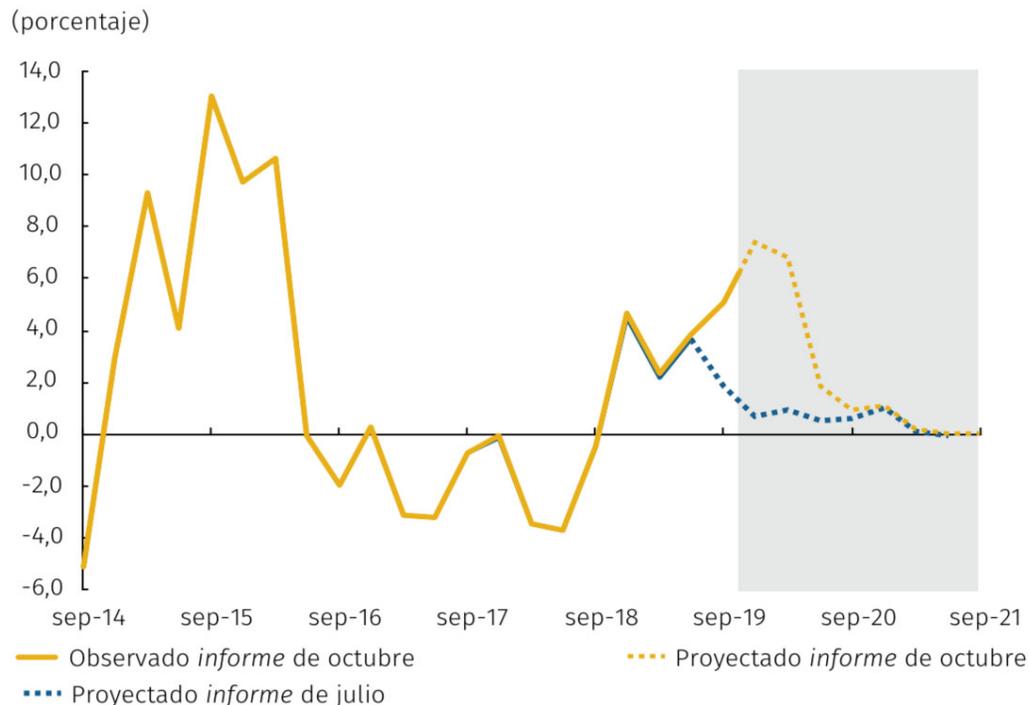
- Crecimiento del PIB potencial (tendencial) de 2.9% y 3.0% en 2019 y 2020
- Estas estimaciones no incluyen explícitamente posibles efectos de la inmigración desde Venezuela ni el impacto de las medidas sustitutivas de la Ley de Financiamiento sobre el acervo de capital
- Brecha de producto de -1.0% en 2019 (vs. -1.2% en el Informe de julio)
- La mayor fortaleza de la demanda interna explica este cambio

El pronóstico incluye una medida de las presiones inflacionarias derivadas de la tasa de cambio

- Así como la brecha de producto mide las presiones de demanda agregada y la brecha de tasa de interés recoge el impulso de la política monetaria,...
- ... Se estima una “brecha de tasa de cambio real” que captura las presiones inflacionarias derivadas de la tasa de cambio
- Dichas presiones incluyen el efecto de la tasa de cambio en la demanda agregada, vía exportaciones netas (“curva IS”), y su impacto en los costos (“curva de Phillips”)
- La brecha se calcula como la deferencia entre la tasa de cambio real y un nivel (tendencial) de la misma relacionado con la tendencia del precio del petróleo

Las presiones inflacionarias transitorias derivadas de la tasa de cambio serían más persistentes que lo anticipado en el Informe de julio

Brecha inflacionaria de la TCR trimestral



Fuente: Banco de la República.

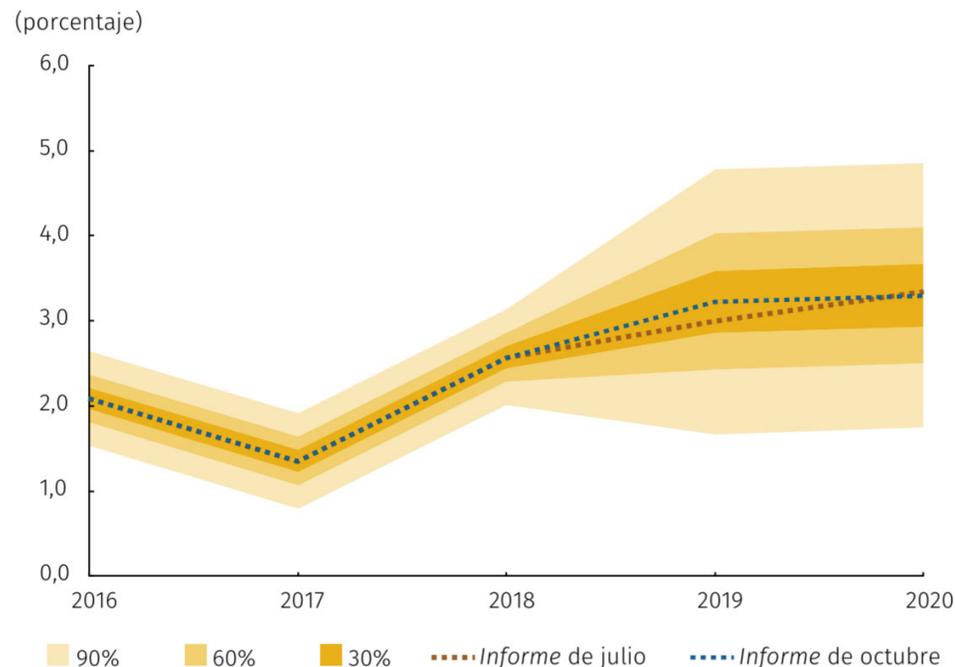
- Aparente desconexión entre la tasa de cambio y tendencia de sus determinantes tradicionales
- Depreciación mayor y posiblemente más persistente que lo esperado en julio
- De todas formas, la desviación es transitoria y sus efectos en la inflación se diluirán

Informe de Política Monetaria

Pronósticos de actividad económica e inflación

El crecimiento económico esperado para 2019 aumentó de 3,0% (Informe de julio) a 3,2% y se mantuvo en 3,3% para 2020, impulsado por la demanda interna

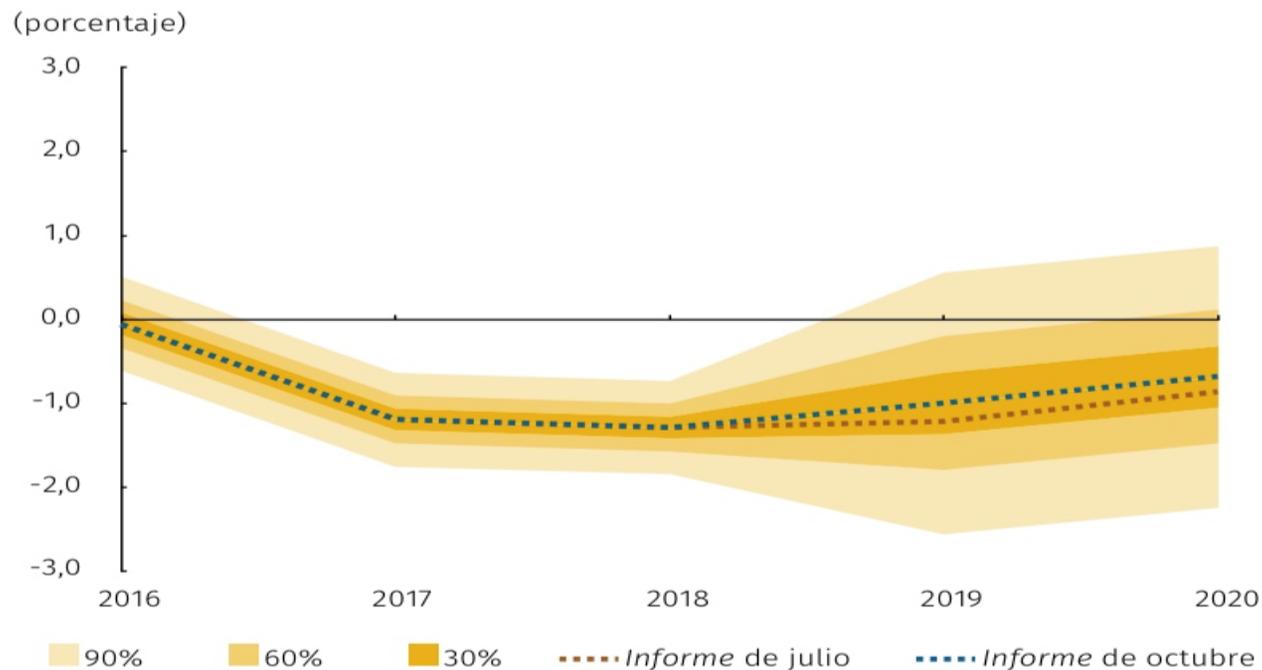
Producto interno bruto (PIB) anual^{a/, b/, c/}
(fan chart de la variación porcentual anual)



- Recuperación tras el ajuste al choque adverso de términos de intercambio
- Política monetaria expansiva
- Otros factores impulsan el consumo:
 - ✓ Amplia oferta de crédito de consumo
 - ✓ Crecimiento real de las remesas del exterior
 - ✓ Inmigración desde Venezuela
- Otros factores impulsan la inversión:
 - ✓ Mayor ejecución obras 4G
 - ✓ Posibles efectos de la Ley de Financiamiento
- Bajo aporte de las exportaciones y del consumo público al crecimiento

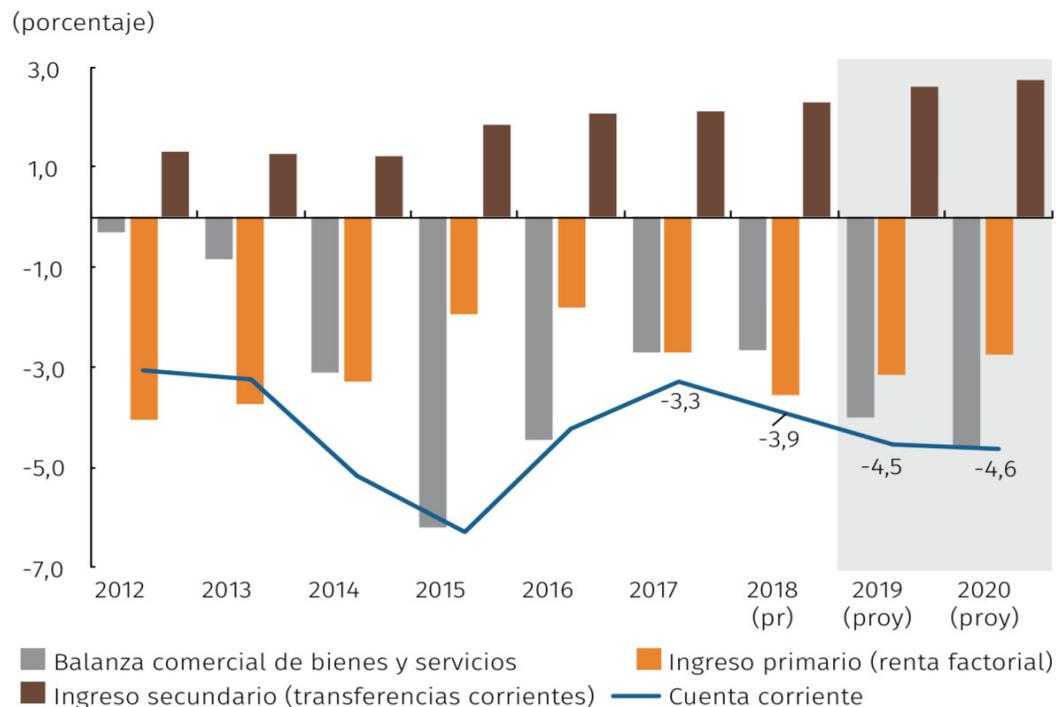
La mayor senda esperada de crecimiento implica una trayectoria de la brecha de producto un poco menos negativa que en el Informe de julio, que se cierra gradualmente

Brecha del producto anual^{a/, b/}
(fan chart de la variación porcentual anual)



Para 2020 se espera un consumo privado un poco menos dinámico que en 2019, una inversión que mantiene su dinamismo, pero con un mayor componente no transable, y una leve ampliación del déficit en cuenta corriente

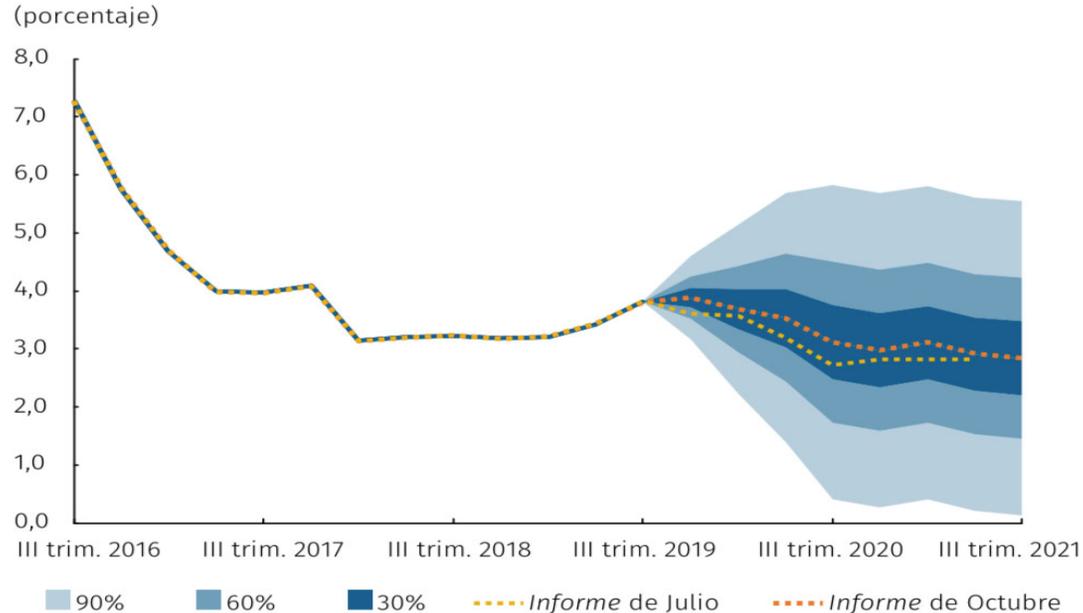
Cuenta corriente anual y sus componentes como porcentaje del PIB



- Se supone que persiste el efecto positivo sobre la inversión (del sustituto de) la Ley de Financiamiento
- El consumo público se desaceleraría por el cambio de las administraciones locales y por el compromiso con la meta fiscal del Gobierno Nacional
- La lenta recuperación del crecimiento de socios comerciales implica un bajo aporte de las exportaciones al crecimiento

A finales de 2019 la inflación se situaría cerca del nivel actual de 3,8% y a comienzos de 2020 retomaría su convergencia a la meta del 3%, como consecuencia de la disolución de los choques de oferta transitorios que la afectaron

Gráfico 1.3
Índice de precios al consumidor (IPC)^{a/, b/}
(fan chart de la variación porcentual anual)



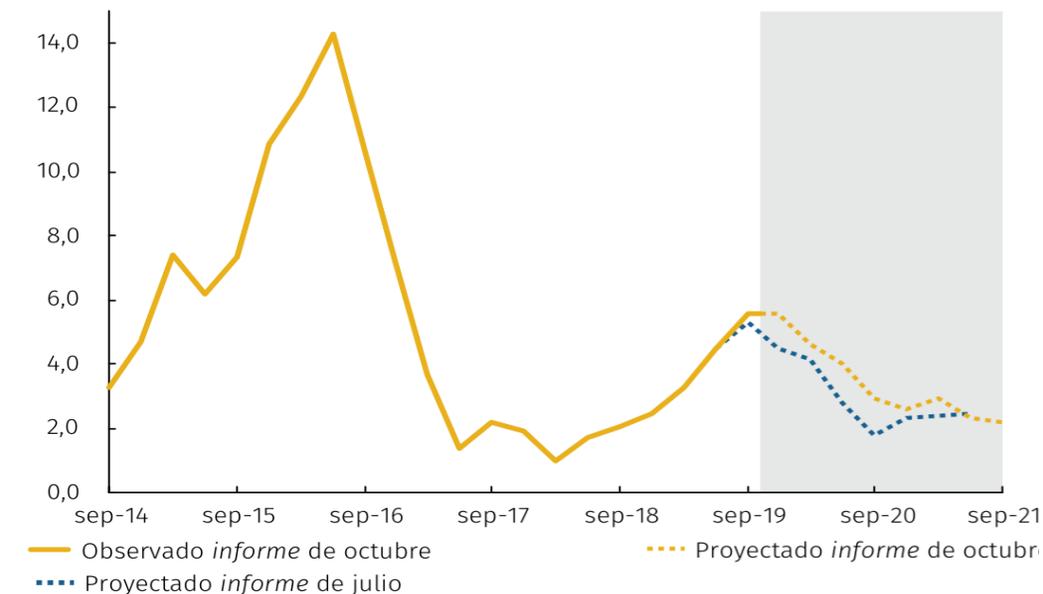
- La inflación de alimentos ha sorprendido al alza por cuenta de:
 - ✓ Efecto de factores climáticos mayor que el anticipado
 - ✓ Una depreciación mayor que la esperada y un traspaso un poco más rápido, si bien aún bajo, a los precios de los alimentos procesados

- Lo anterior ha sido parcialmente compensado por incrementos menores de lo anticipado en los precios regulados (especialmente energía)

Con estas "sorpresas" y dado el pronóstico de una corrección más lenta de las presiones inflacionarias de la tasa de cambio, se espera una dilución de los choques a los precios de los alimentos más lenta que en el Informe de julio

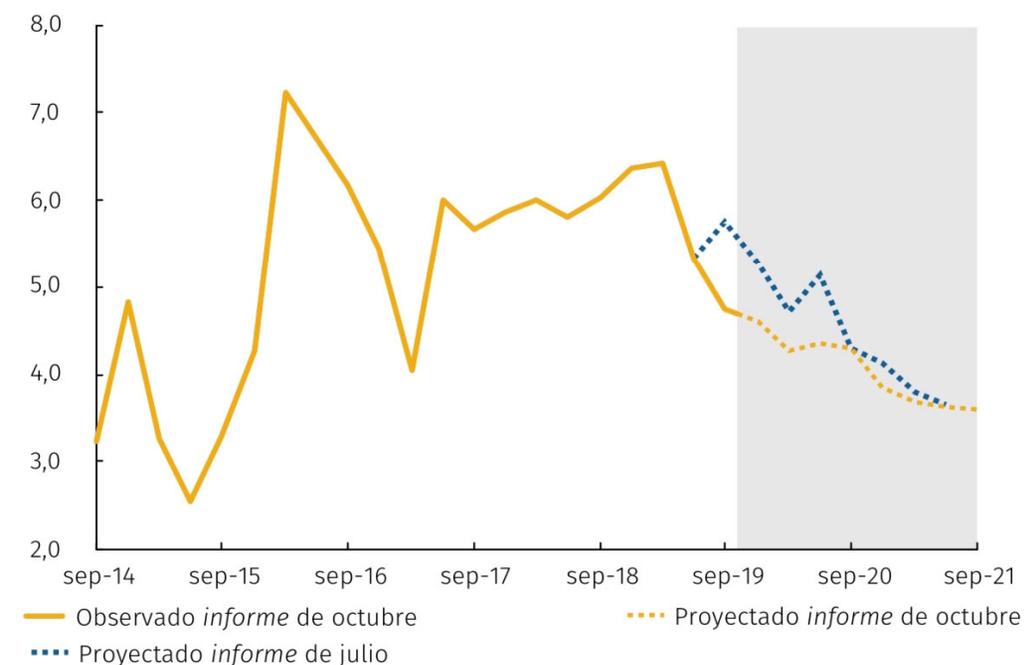
IPC de alimentos^{a/} (variación anual)

(porcentaje)



IPC de regulados (variación anual)

(porcentaje)



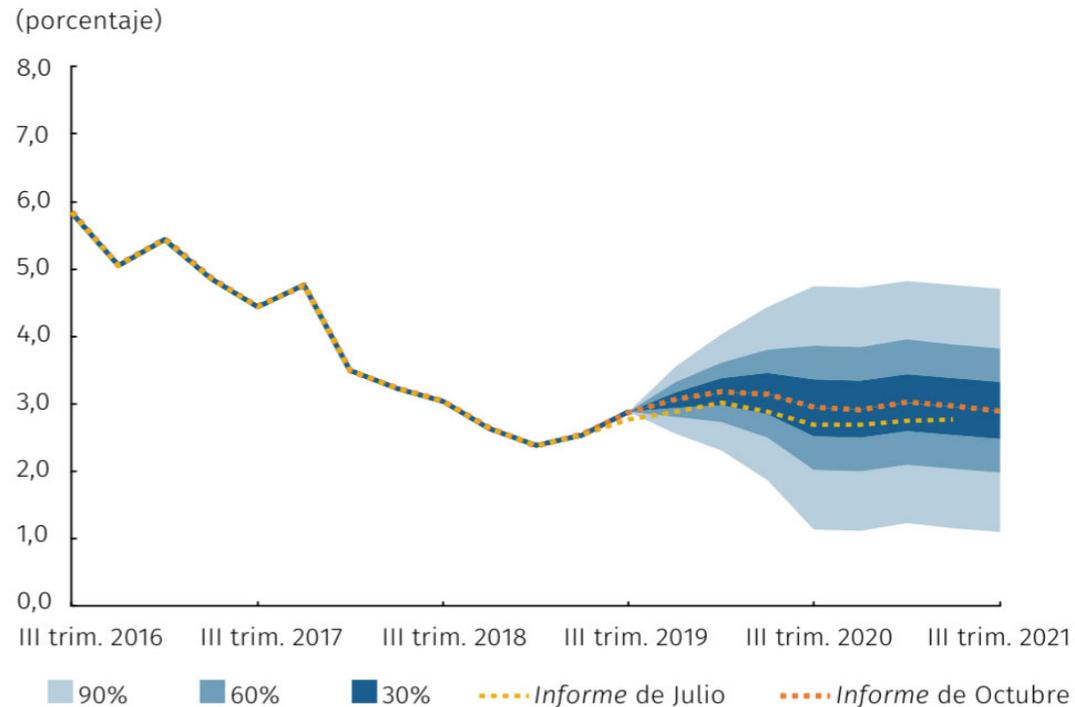
a/ Incluye comidas fuera del hogar.

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



El pronóstico de la inflación básica (sin alimentos ni regulados) es ligeramente más alto que el publicado un trimestre atrás, pero nuevamente converge a la meta en el segundo semestre de 2020

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



- El ligero aumento en el pronóstico se explica por:
 - ✓ Una depreciación acumulada del peso más alta y persistente, si bien su traspaso a los precios internos es bajo
 - ✓ Una brecha de producto un poco menos negativa
- 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

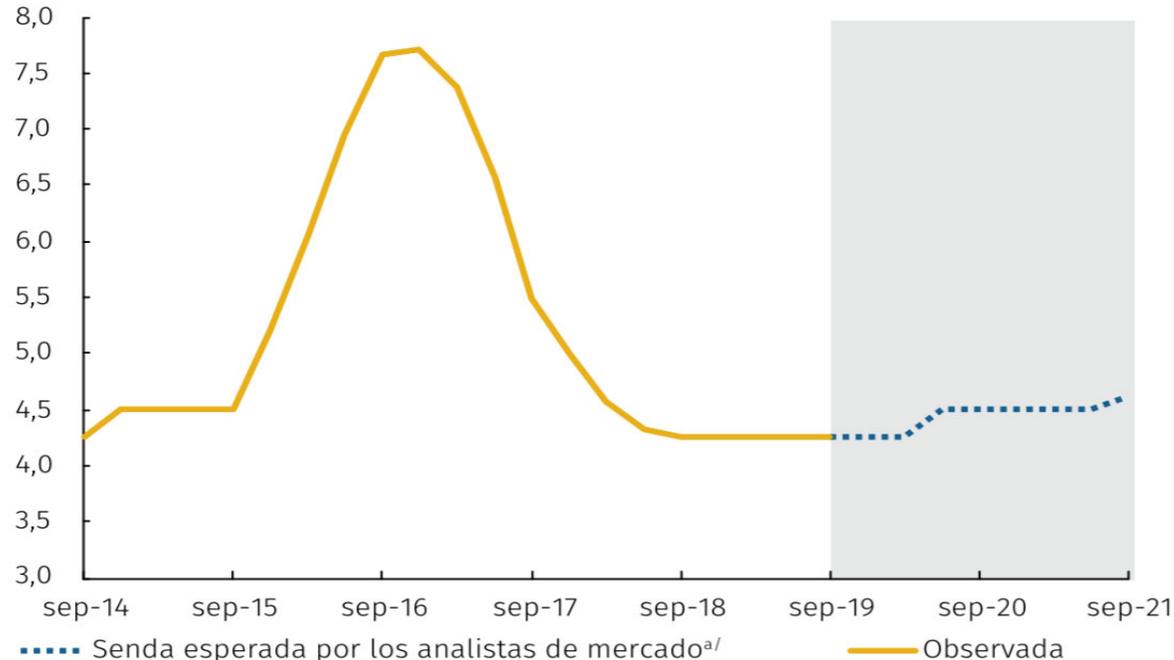
Informe de Política Monetaria

Política monetaria

La tasa de interés de política esperada por los analistas para 2019 es coherente con el escenario central de pronóstico del equipo técnico y un poco menos expansiva en el horizonte de pronóstico más allá de 2019

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

(porcentaje)



- La senda de tasa de interés del pronóstico del equipo técnico del Banco incorpora:
 - ✓ Una tasa de interés neutral más baja que lo previsto en el Informe de julio
 - ✓ La existencia de excesos de capacidad productiva en la economía algo menores que lo estimado en el Informe de julio y que se reducen gradualmente
 - ✓ 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 meses: ¿Persistencia de la brecha inflacionaria de la tasa de cambio real?
- Efectos de las medidas fiscales sustitutivas de la Ley de financiamiento: ¿Demanda interna y PIB potencial?
- Efectos de la migración venezolana: ¿Demanda interna y PIB potencial?

Informe de Política Monetaria Octubre 2019



Gerencia Técnica
Noviembre 6 de 2019

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 JDBR 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](#)

