

Informe de Política Monetaria

Octubre de 2021



Gerencia Técnica
Noviembre 3 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 julio de 2021)

Principales características del pronóstico de julio:

1. Gran incertidumbre alrededor del pronóstico macroeconómico (efectos de la pandemia, contexto externo, perspectivas fiscales, tensiones sociales y bloqueos)
2. Economía con grandes excesos de capacidad e inflación básica por debajo de la meta
3. Inflación total por encima de la meta principalmente por aumento de precios de alimentos, producto de diversos choques de oferta internos y externos de variada duración
4. Expectativas y pronósticos de inflación cercanos a la meta a finales de 2022; persistencia de excesos de capacidad en los siguientes dos años
5. Política monetaria expansiva: tasas de interés en mínimos históricos, amplia liquidez

¿Qué HA cambiado? - Contexto externo

- Actividad económica mundial y de socios comerciales observada y esperada algo más dinámica, aunque con algunos retrocesos por aumento de contagios, cuellos de botella y/o choques internos (v.g. mercado inmobiliario en China)
- Mayores y más persistentes presiones de costos en materias primas y costos de transporte, y mayores precios de alimentos y de bienes (interrupciones en cadenas de suministro)
- Mayores precios de las exportaciones (v.g. petróleo, carbón y café) y de las importaciones (alimentos, materias primas, servicios), con efecto neto de aumento en nuestros términos de intercambio
- Condiciones financieras externas, aunque holgadas, más apretadas que en el segundo trimestre:
 - ✓ Aumento de primas de riesgo
 - ✓ Señales de una posible normalización de la PM en Estados Unidos antes de lo previsto por mejora en crecimiento y por un aumento más persistente de la inflación
 - ✓ Aumento de las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos

¿Qué HA cambiado? - Contexto interno

- **Datos de actividad económica:** recuperación de actividad económica ha sido sistemática y significativamente más vigorosa de lo esperado, especialmente la del consumo privado.
 - Crecimiento de 2021.T2 en línea (17%) con lo estimado en el informe anterior (17,3%)
 - Pese al paro y de la tercera ola de la pandemia, el consumo sorprendió al alza
 - Los indicadores de alta frecuencia para 2021.T3 sugieren una economía significativamente más dinámica.
 - ✓ ISE de julio sorprendió al alza y llegó a niveles significativamente superiores a los de la pre-pandemia
 - ✓ ISE de agosto mantuvo los niveles excepto por algunos sectores puntuales (seguros y obras civiles)
 - ✓ Importaciones continúan creciendo y se sitúan en niveles superiores a los de la pre-pandemia
 - ✓ Recuperación del empleo mejor que la esperada
- Consumo privado en todos los segmentos (servicios, durables, semi-durables y no durables) se encuentra en niveles superiores a los de la pre-pandemia
- Inversión y exportaciones continúan rezagadas
- Se aprobó la Ley de Inversión Social con miras a aumentar el recaudo (en la magnitud esperada) a través de medidas tributarias que recaen principalmente sobre las empresas
- Bajos niveles de contagio y mayor apertura de la economía

¿Qué HA cambiado? - Contexto interno

- **Datos de inflación:** La inflación en el trimestre sorprendió al alza en la mayoría de canastas. Las inflaciones total y básica muestran tendencias crecientes.
- Las altas variaciones de precios en alimentos siguen siendo el principal factor detrás de los aumentos de la inflación.
- No obstante, las sorpresas inflacionarias en septiembre se dieron en varios ítems en todas las canastas.
 - ✓ El porcentaje de rubros con variaciones superiores a la meta sigue en aumento
- Los choques más persistentes, relacionados con presiones externas de costos, estarían explicando en mayor medida los aumentos:
 - ✓ En alimentos procesados, que son el principal factor detrás de los incrementos en la inflación de alimentos y de comidas fuera del hogar
 - ✓ En bienes
- En servicios, la variación de los precios de arriendos y comidas fuera del hogar aumentó. Sin la gratuidad en parte de la educación pública, esta canasta habría presentado una sorpresa al alza con respecto al pronóstico de septiembre.
- Las expectativas de inflación de mediano plazo han aumentado, aunque permanecen cerca de la meta

¿Qué NO ha cambiado?

- **Enorme incertidumbre: especialmente sobre el tamaño de los excesos de capacidad, las condiciones financieras externas, la evolución de la pandemia etc.**
- Persisten excesos de capacidad, el mercado laboral se ha recuperado, pero sigue débil, se mantiene el bajo traspaso de la depreciación a los precios internos y continúan los impactos de las medidas regulatorias transitorias sobre los precios y la inflación
- Acceso al financiamiento externo
- Política fiscal contracíclica en 2021 y ajuste que comienza en 2022

Estado inicial de la economía

▪ Interpretación de los datos:

- ✓ Se han materializado algunos riesgos al alza en inflación y crecimiento
- ✓ Menores excesos de capacidad productiva y menos persistentes de lo previsto
- ✓ Choques externos y presiones de costos durarían más de lo esperado, aumentando la inflación y los riesgos de desanclaje de las expectativas y de mayor indexación a niveles más altos de inflación

▪ Diagnóstico de la economía se mantiene en líneas generales, pero con cambios en inflación total y riesgos:

- ✓ Excesos de capacidad persisten, pero menores en magnitud y duración esperada
- ✓ Inflación básica por debajo de la meta y expectativas de inflación de mediano plazo en general cercanas a la meta
- ✓ Inflación total por encima de la meta, debido principalmente a choques de oferta y costos de duración incierta
- ✓ Política monetaria expansiva (tasa de interés real neutral de 1.5% en 2021)
- ✓ Mayores riesgos por inflación, condiciones financieras externas e incertidumbre política y fiscal

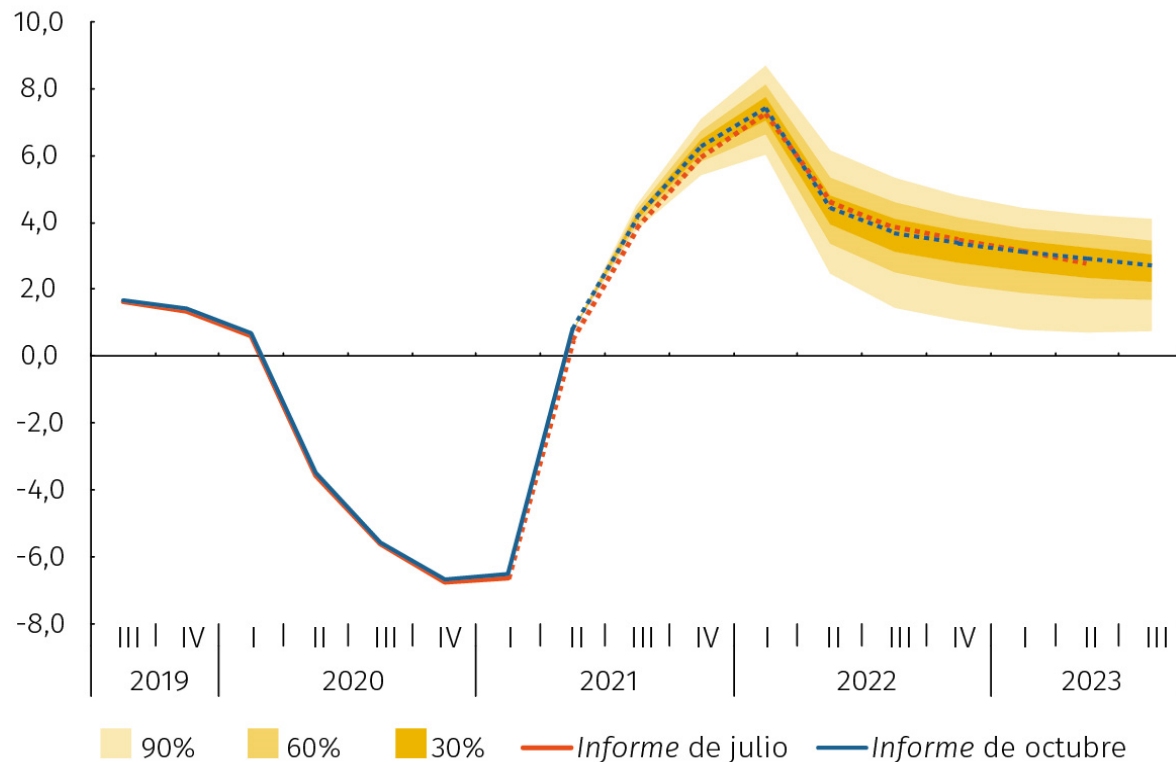
Pronóstico IPoM julio 2021

Contexto Internacional

En 2021 la demanda externa se estaría recuperando a un ritmo similar al proyectado en julio. Múltiples choques, principalmente de oferta, estarían restando dinámica a la recuperación

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

(variación anual)

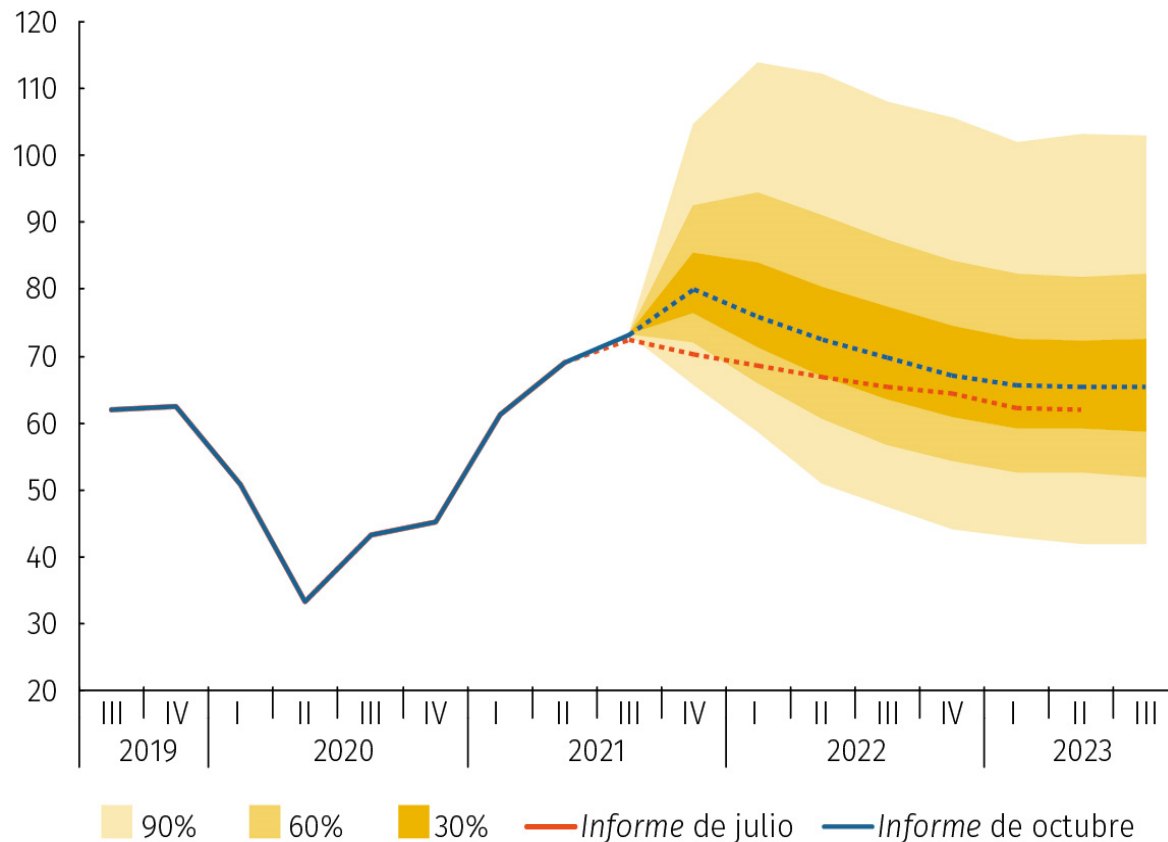


- En el tercer trimestre, mientras los países desarrollados enfrentaron nuevos picos, los países de la región continuaron su apertura con menos contagios.
- EEUU sufrió algunos retrocesos en ventas minoristas y confianza de los hogares. También sufrió choques de oferta por interrupciones de cadenas de suministro. Se revisó su crecimiento a la baja (5,8%, antes 6,7%) para 2021.
- La Zona Euro tendría una recuperación algo mejor de lo previsto anteriormente, con buena dinámica de consumo y mejor control de la pandemia, pero afectada por altos precios de energía.
- China crecería 8,2% en 2021 (antes 8,5%), reducción explicada por nuevas medidas para controlar el virus, inundaciones y problemas en el sector inmobiliario.
- Latinoamérica: precios de *commodities* por encima de niveles pre-pandemia soportan mejores proyecciones, aunque hay riesgo a la baja sobre la demanda externa. Reducción del estímulo monetario.
- En 2021: 6,3% (4,5% - 7,2%). En 2022 3,4% (1,7% - 5,1%)

El supuesto del precio internacional del petróleo (Brent) se revisó al alza para 2021 y 2022 (71 USD bl en promedio), en parte por escasez de gas natural y carbón

Supuesto trimestral del precio del petróleo

(dólares por barril)

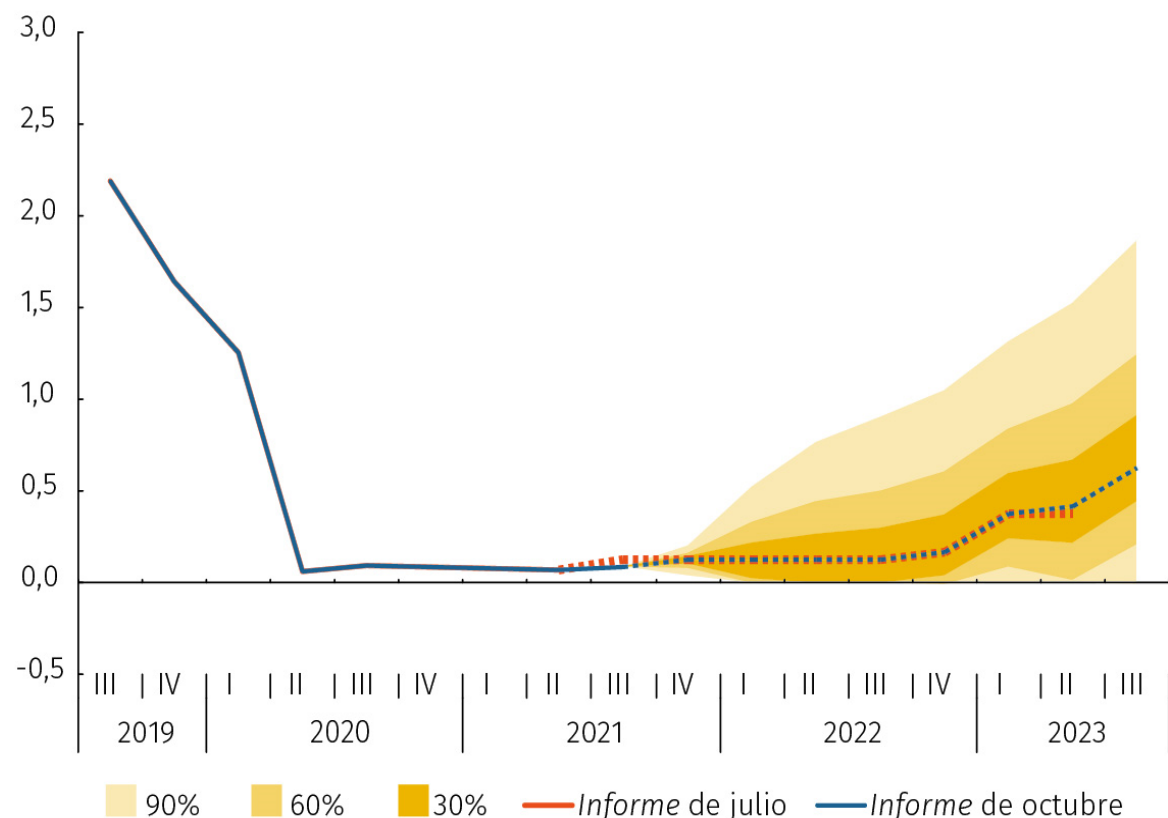


- Los precios han seguido subiendo y son los más altos de los últimos 3 años.
- A corto plazo se espera un mercado relativamente apretado, con reducciones de inventarios.
- Demanda: aumento de demanda para sustituir gas natural (Europa) y carbón (India y China), dada la escasez de estos productos. Reapertura de las economías y mayor crecimiento
- Oferta: cumplimiento de acuerdos OPEP+, efectos huracán Ida, lenta recuperación en la producción de EEUU y Canadá, baja inversión en el sector.
- Se supone que el aumento de precios sería transitorio. A mediano plazo, se espera que la oferta aumente por mayor producción de la OPEP+ y otros países como los EEUU.
- Se espera un aumento de los términos de intercambio en 2021 respecto a 2020, especialmente por petróleo, carbón y café, a pesar de los mayores precios de las importaciones por interrupciones de cadenas de valor, entre otras razones

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 a finales de 2022

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

(porcentaje)

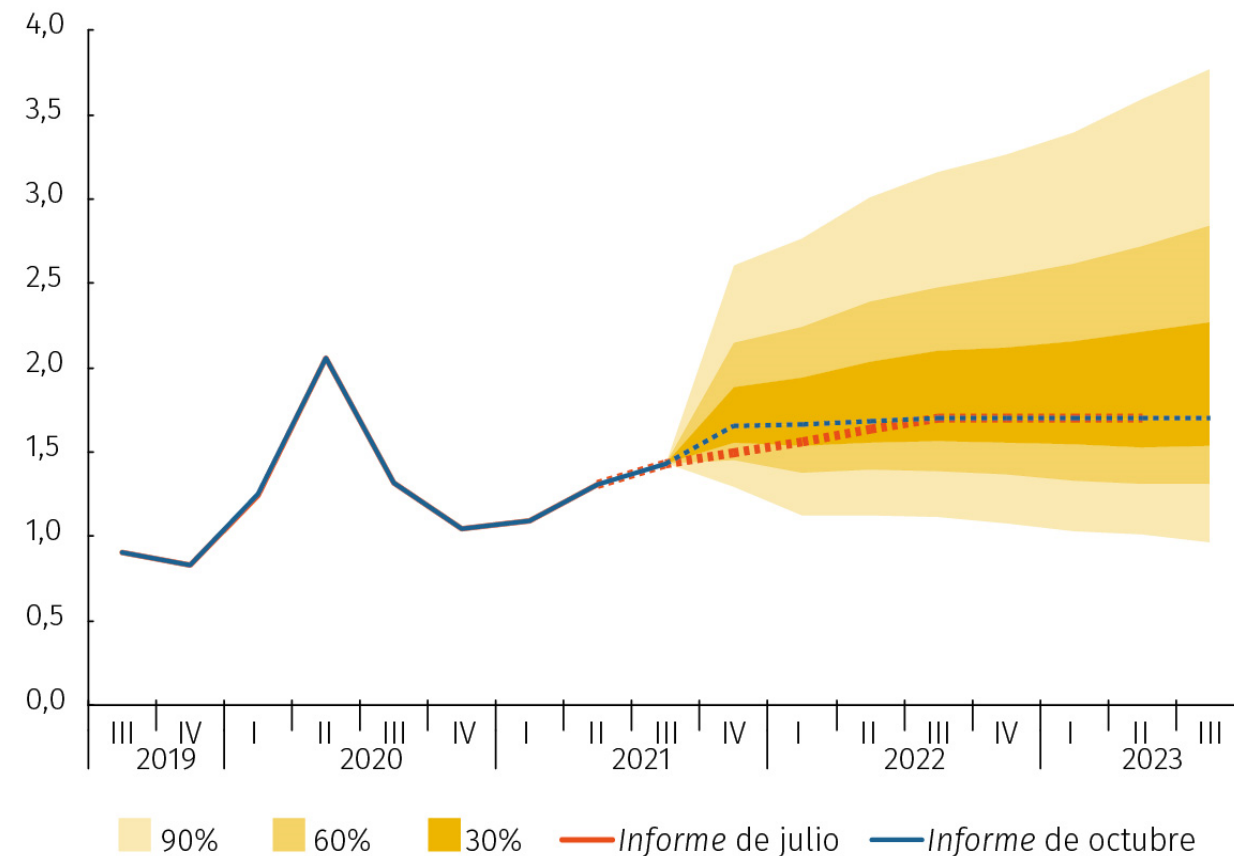


- Tasa de interés cercana al límite técnico (0%-0.25% para la FED) en 2021 y 2022. Subiría a finales de 2022 y en 2023.
- Amplia liquidez y medidas no convencionales
- Estados Unidos:
 - ✓ Inflación básica y total por encima de la meta en 2021 y 2022. FED juzga estos aumentos como transitorios, pero más persistentes que antes. Efectos de base y presiones por cadenas de suministro y costos laborales.
 - ✓ Objetivo de empleo no se ha cumplido
 - ✓ Reducción de hoja de balance empezaría a finales de 2021 e iría hasta mediados de 2022.
 - ✓ No empezaría incrementos de tasas hasta terminar *tapering*
- Europa:
 - ✓ Inflación básica al alza y cerca de la meta
 - ✓ Excesos de capacidad
 - ✓ Mantiene programa de compra de activos
- Riesgos: sesgados al alza por una normalización más temprana de la PM en EEUU

Las condiciones financieras externas se mantienen favorables, aunque menos holgadas que en el pasado, en un contexto de mayor percepción de riesgo del país

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

(puntos base)



- Aumento reciente de las tasas de interés de largo plazo en los EEUU
- Expectativa de condiciones financieras internacionales menos favorables
- Menores flujos de capitales hacia mercados emergentes
- CDS de Colombia vienen aumentando desde enero, separándose de las de otros países de la región (v.g. México):
 - ✓ Aumento de la percepción de riesgo soberano
 - ✓ Deterioro esperado de las finanzas públicas
 - ✓ Incertidumbre política
 - ✓ Riesgos financieros en China...
- ...A pesar de:
 - ✓ Aumento de los precios del petróleo y de los términos de intercambio
 - ✓ Amplia liquidez internacional
- 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.
- Los factores de riesgo sesgan las primas al alza

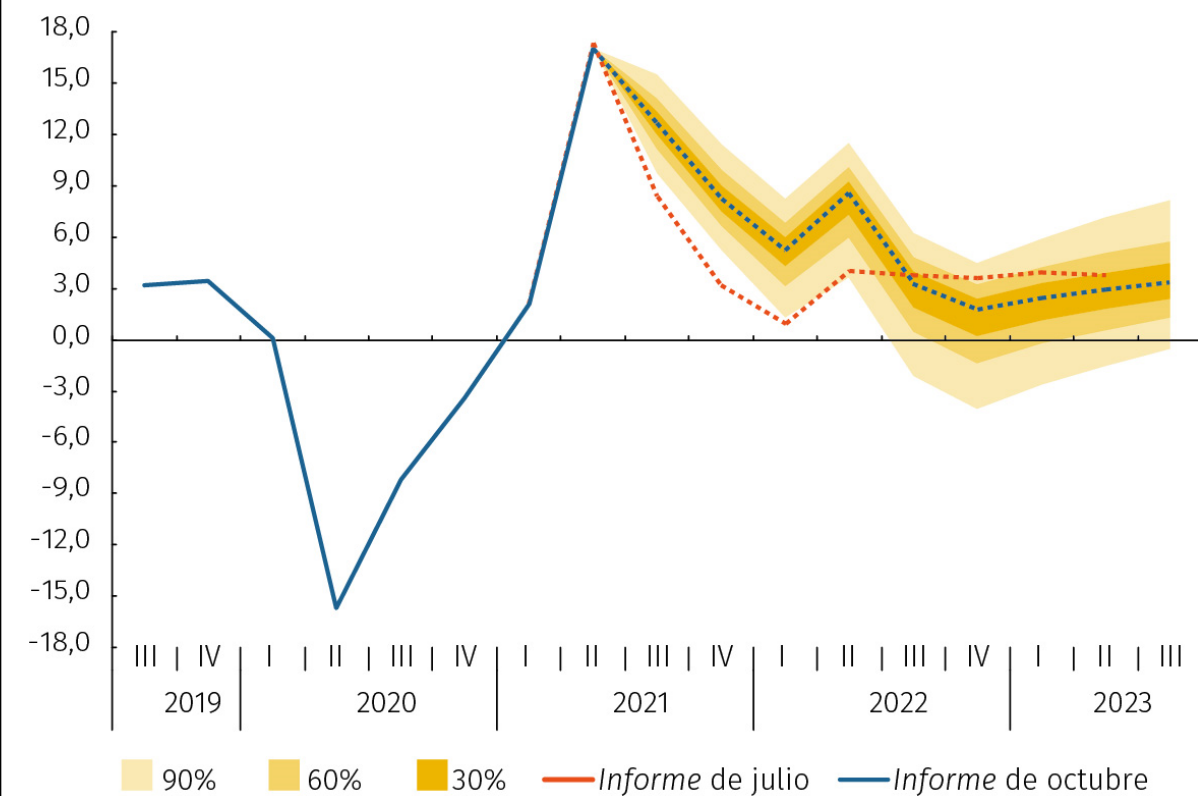
Pronóstico IPoM octubre de 2021

Pronósticos de actividad económica e inflación

El crecimiento de 2021 sería 9,8%, en un rango entre 8,4% y 11,2% y en 2022 sería de 4,7%, en un rango amplio entre 0,7% y 6,5%.

PIB trimestral (variación anual)

(porcentaje)

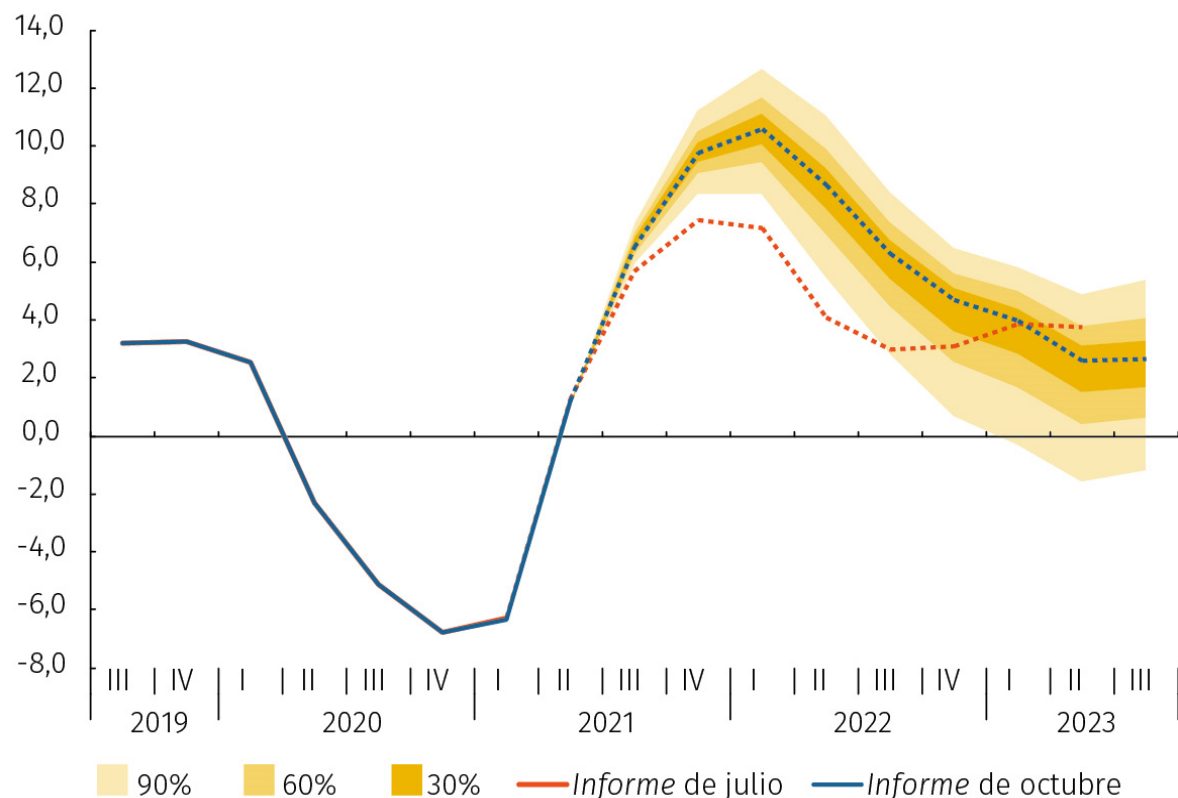


- La revisión al alza se explica en gran parte por la mejor dinámica de la economía en el tercer trimestre (estimado 12,7% vs 8,4% pronosticado en julio).
- La economía ha mostrado mayor capacidad de recuperación: sorpresas sistemáticas en el crecimiento
- El efecto de los choques negativos de oferta y demanda agregada sería menor y algo menos persistente.
- Resultado de condiciones financieras externas favorables, mejores términos de intercambio, política fiscal contracíclica y política monetaria fuertemente expansiva, y "demanda represada"
- Se supone que parte de la recuperación observada sería transitoria por cuenta del efecto de "demanda represada" apoyada en el ahorro de los hogares
- El escenario central no incorpora cierres por nuevas olas de contagio, ni nuevos paros.

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

PIB, acumulado 4 trimestres (variación anual)

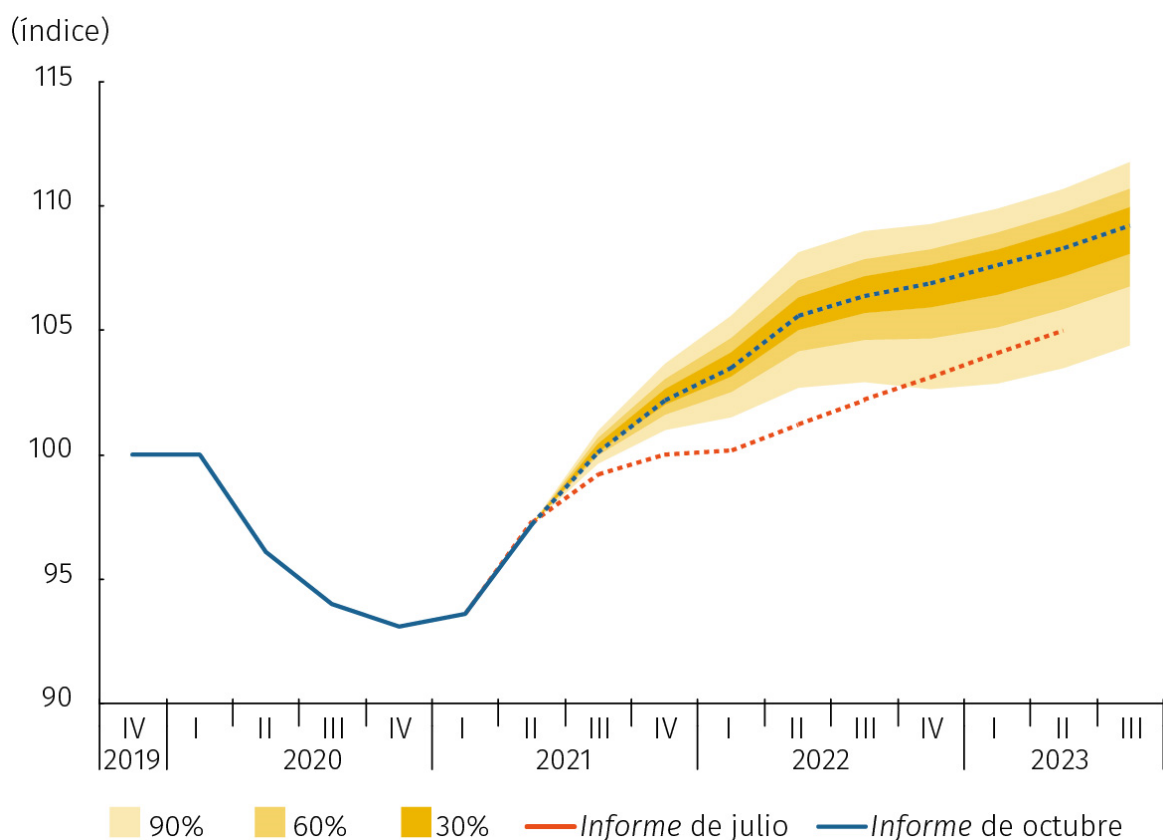
(porcentaje)



- Para 2021, el pronóstico de todos los componentes del gasto fue revisado al alza.
 - ✓ El consumo privado ha liderado la recuperación y todos sus componentes (servicios, bienes durables, semi-durables y no durables) están en niveles superiores a los de la pre-pandemia.
 - ✓ La inversión ha mejorado en la mayoría de sus componentes, pero todavía no recupera los niveles pre-pandemia.
- En 2022 la inversión 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
- En 2022 las exportaciones de servicios (turismo) se recuperarían y las de bienes mejorarían como resultado en parte de los aumentos de precios internacionales ya observados y por la recuperación de los socios comerciales.

El PIB ya habría alcanzado sus niveles de 2019, un trimestre antes de lo proyectado en julio. Sin embargo, seguiría por debajo de su nivel potencial en 2022

PIB, acumulado 4 trimestres (índice, IV trimestre de 2019 = 100)

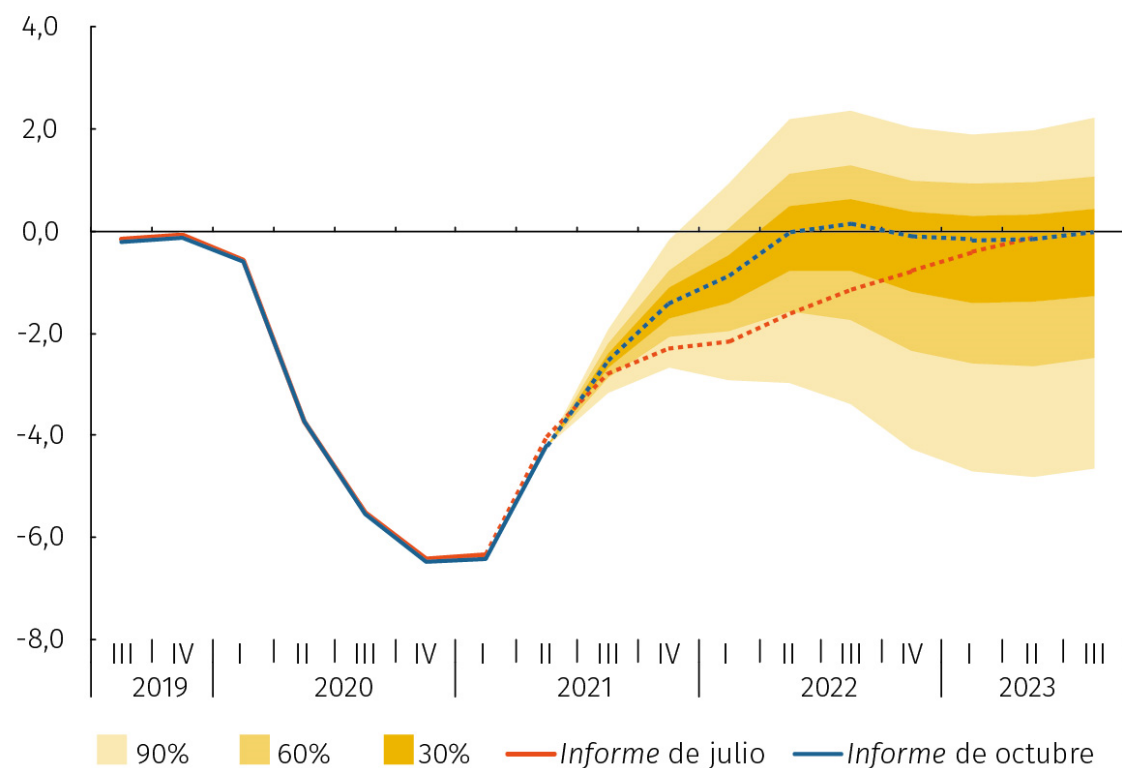


- La proyección de 2022 tiene en cuenta los siguientes elementos:
 - ✓ Base baja de comparación en el primer semestre de 2021
 - ✓ El ingreso de los hogares continuaría recuperándose con las mejoras en el empleo
 - ✓ Se supone que parte de la recuperación en la demanda interna es transitoria y que el consumo se desacelera, presentando crecimientos intertrimestrales bajos el próximo año
 - ✓ El ajuste fiscal de 2022 tendría efecto transitorio sobre demanda interna.
- El crecimiento promedio entre 2020 y 2022 sería 2,3%, cifra inferior al crecimiento de largo plazo estimado antes de la pandemia (3,3%)
- El crecimiento está sesgado a la baja en el futuro por
 - ✓ Los efectos de la incertidumbre política/fiscal sobre la confianza de consumidores e inversionistas
 - ✓ Los riesgos relacionados con el Covid-19
 - ✓ Las condiciones financieras externas que podrían tornarse menos favorables

La brecha de producto sigue siendo negativa, aunque menos de lo estimado en julio. Se cerraría más rápido de lo esperado, aunque los excesos de capacidad persistirían hasta 2022

Brecha del producto (acumulado 4 trimestres)

(porcentaje)

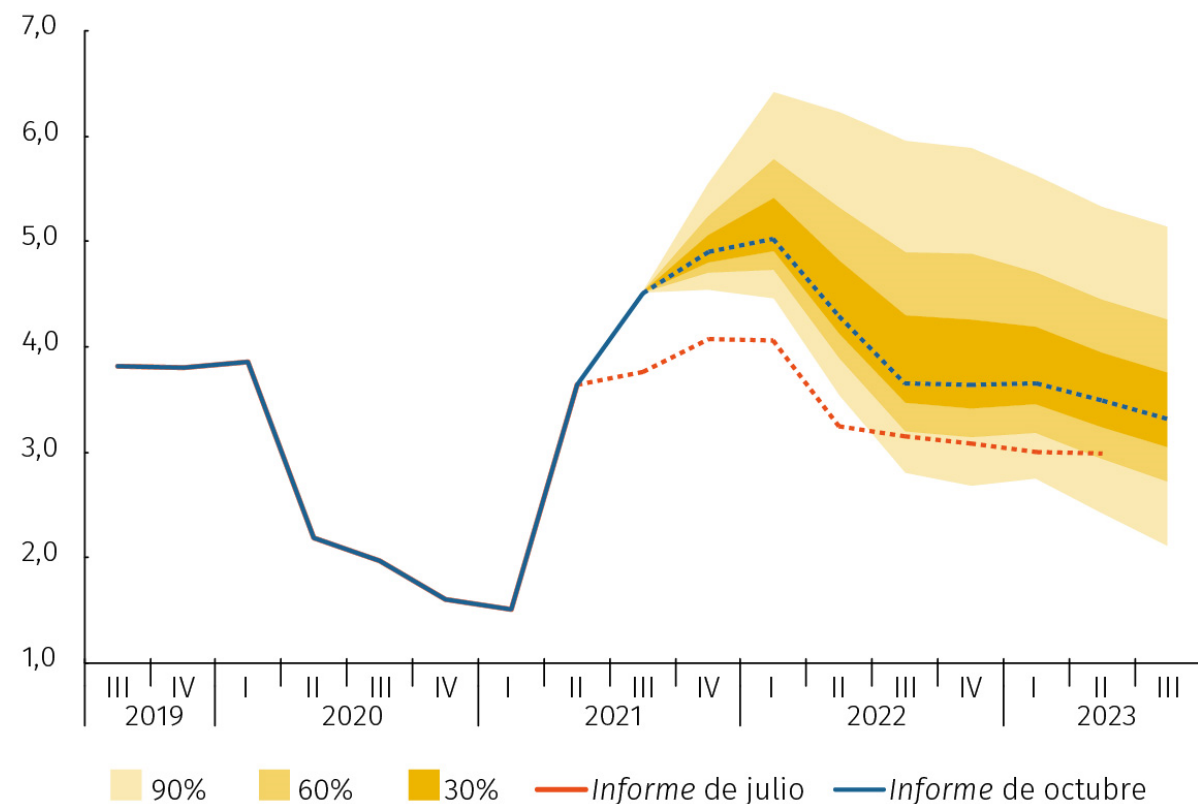


- Observación simultánea de repunte del crecimiento e inflación básica aún baja sugiere la persistencia de una brecha de producto negativa
- Aumento de inflación básica mayor del esperado (descontando efectos de gratuidad en educación superior) indica que los excesos de capacidad se estarían cerrando más rápidamente
- Mercado laboral confirma el diagnóstico: proyección de desempleo nacional (RML) de 13,6% en promedio con un rango entre 13,3% y 14% en 2021 → Excesos de capacidad
 - ✓ Recuperación del empleo sorprendió positivamente → Excesos se cierran más rápido
 - ✓ Proyección: TD de 12,2% hacia final del año y 11,5% para el promedio en 2022
- Gran incertidumbre sobre el tamaño de los excesos de capacidad productiva y sesgo a la baja (efectos de la incertidumbre, pandemia y condiciones financieras externas)

Para 2021 se espera que la inflación termine en 4,9% y que se acerque a la meta durante 2022 y 2023
El rango de pronóstico se revisó al alza (4,6% - 5,6%) para 2021 y para 2022 se proyecta (2,7% – 5,9%)

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

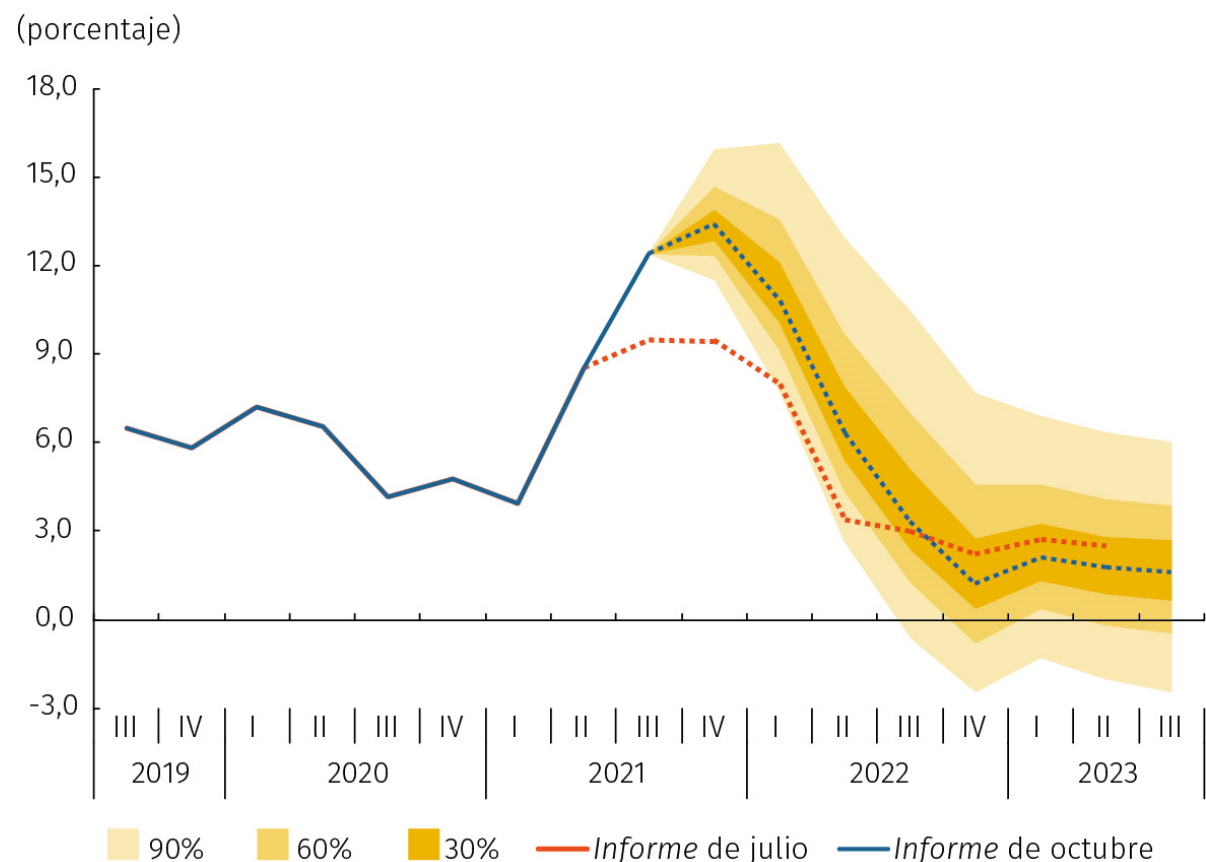
(porcentaje)



- La inflación ha sido mayor de lo esperado. Todas las canastas se aceleraron por cuenta de:
 - ✓ Choques de oferta (precios internacionales, costos logísticos y disrupción de cadenas de valor) más persistentes de lo proyectado anteriormente y que afectan a bienes y alimentos principalmente
 - ✓ Aumentos esperados por reversión de alivios
 - ✓ Una recuperación más vigorosa de la demanda interna privada, especialmente del consumo
- 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
 - ✓ Días sin IVA en 2022 (efecto depende de cuándo ocurran)
 - ✓ Fin de alivios de imptoconsumo a comienzos de 2023
- Se espera alta volatilidad en la inflación por cuenta de estos factores

El aumento proyectado de la inflación en 2021 se explica principalmente por los precios de los alimentos (su pronóstico sube de 9.5% a 13% para finales de 2021)

IPC de alimentos (variación anual, fin de período)



- El IPC de alimentos continuaría acelerándose en el cuarto trimestre, pero las presiones deberían empezar a ceder en 2022 y resultar en variaciones relativamente bajas (2%):
 - ✓ Mayores precios internacionales, precios de insumos y costos de transporte tendrían mayor duración
 - ✓ Algunos problemas de oferta en perecederos por lluvias
 - ✓ Ciclos productivos y aumento de la demanda externa de ciertos productos locales (v.g. carne)

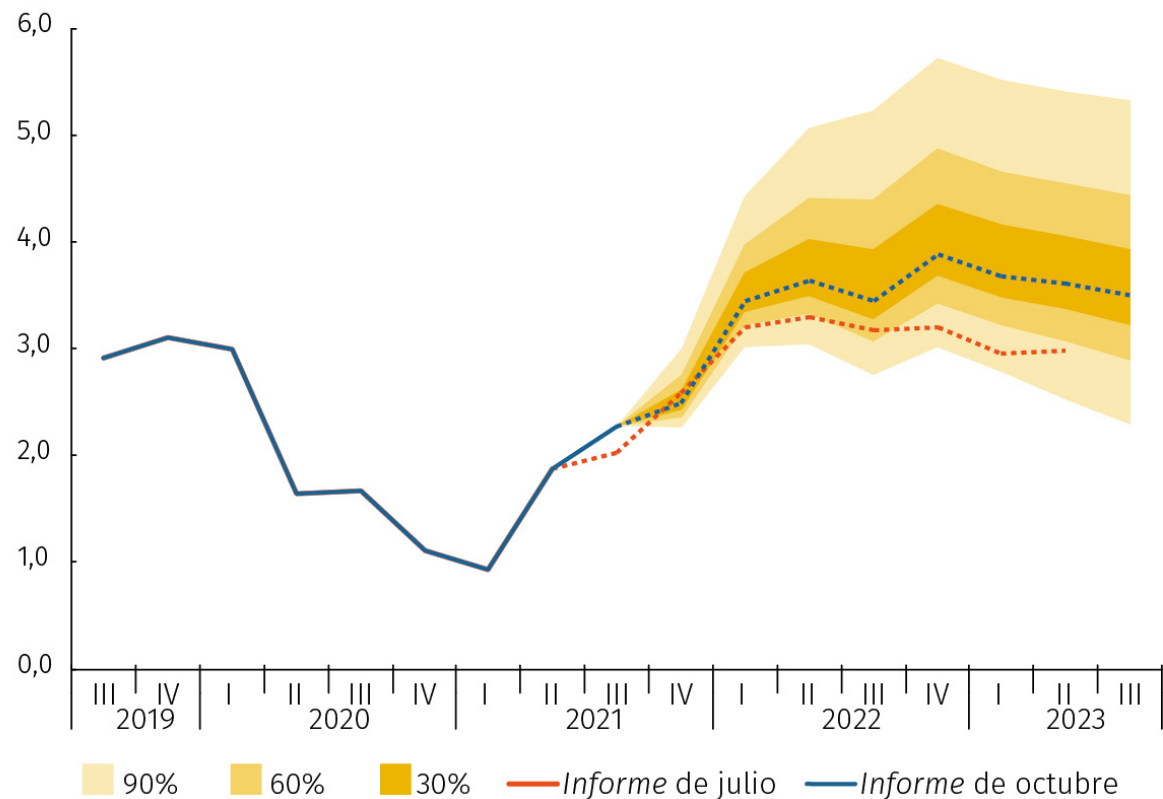
- El IPC de regulados tuvo una variación alta por efectos de base, reversión de alivios y transmisión de costos de inversiones. Se espera siga alta en los próximos trimestres por indexación a una inflación más alta y aumentos de precios de combustibles.

- El pronóstico considera un aumento moderado de precios internos de los combustibles, en un entorno de mayores precios internacionales de petróleo y con una brecha amplia entre ambos (riesgo)

La inflación básica cerró septiembre en 2,3%, por encima de lo esperado, aunque en un nivel bajo, indicativo de excesos de capacidad. En 2021 se situaría entre 2,3% y 3,0%, y en 2022 entre 3% y 5,7%

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

(porcentaje)

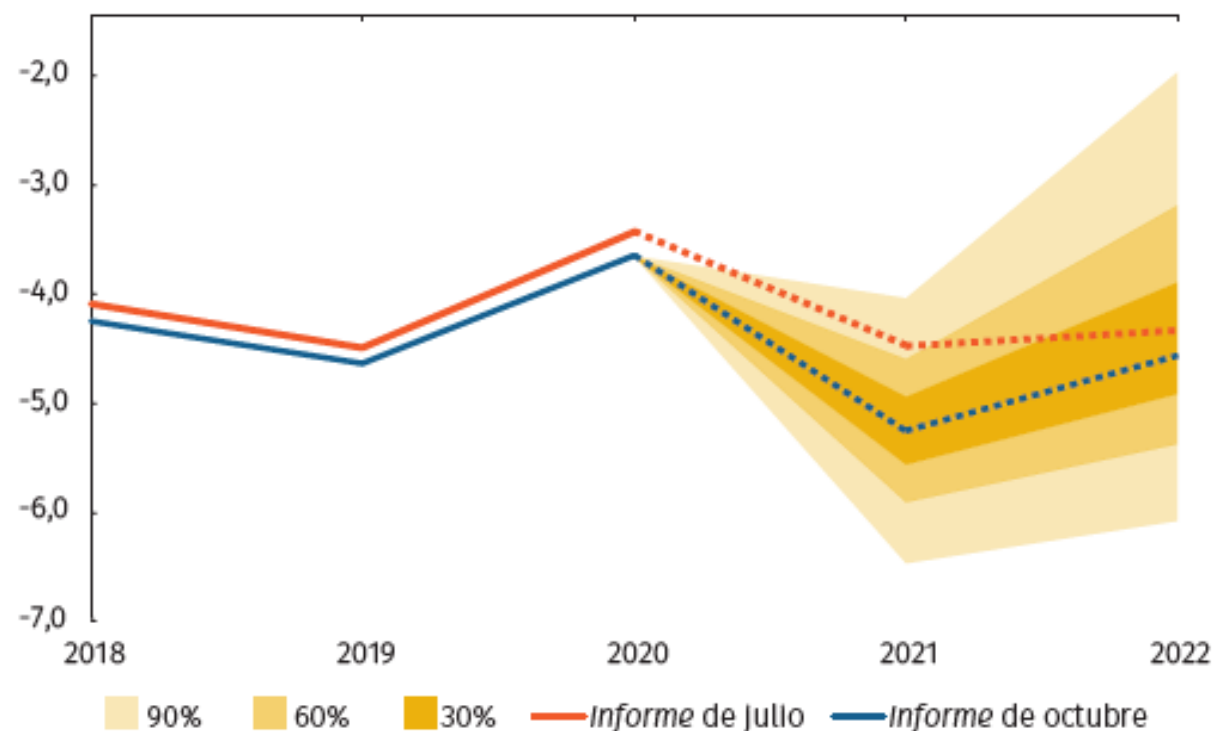


- El aumento sorpresivo en 2021.T3 del IPC sinAR hubiera sido mayor sin gratuidad de educación pública.
- Respecto a IPoM de julio, el pronóstico pasó de 2,6% a 2,5% para 2021 y de 3,2% a 3,9% para 2022
- Este cambio en el pronóstico se debe principalmente a:
 - ✓ Aumentos de costos por choques de origen externo que afectan la canasta de bienes y que serían más persistentes
 - ✓ Efectos de días sin IVA que reducirían inflación de bienes en 2021 y podrían aumentarla en 2022 (efecto mecánico)
 - ✓ Aumento de precios de alimentos que afectan a los de los servicios vía comidas fuera del hogar
 - ✓ Menores excesos de capacidad en el pronóstico
- Riesgos en bienes: persistencia de choques externos y grado de traspaso de mayores costos
- Riesgos en servicios: mayor indexación a niveles más altos de inflación

El déficit de la cuenta corriente se ampliaría en 2021 a 5,3% del PIB y a 4,6% en 2022 desde 3,6% en 2020, reflejo principalmente de la recuperación en la demanda interna

Cuenta corriente anual

(porcentaje del PIB)



- Así como en 2020 el déficit de la cuenta corriente (como % del PIB) se redujo principalmente por la contracción de la demanda interna, la recuperación más rápida de ésta resulta ahora en un mayor déficit en 2021 y 2022.
- En 2021 y 2022 el déficit esperado es mayor como reflejo de la recuperación de la economía:
 - ✓ Mejores demanda interna y viajes al exterior resultan en 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 y de precios de materias primas y bienes importados
- Algunos factores compensarían estos efectos:
 - ✓ Aumentos de precios de petróleo, café y carbón
 - ✓ Mayores exportaciones por la recuperación de los socios comerciales
 - ✓ Entrado 2022: recuperación de exportaciones de turismo y disolución de choques de costos de transporte y bienes importados

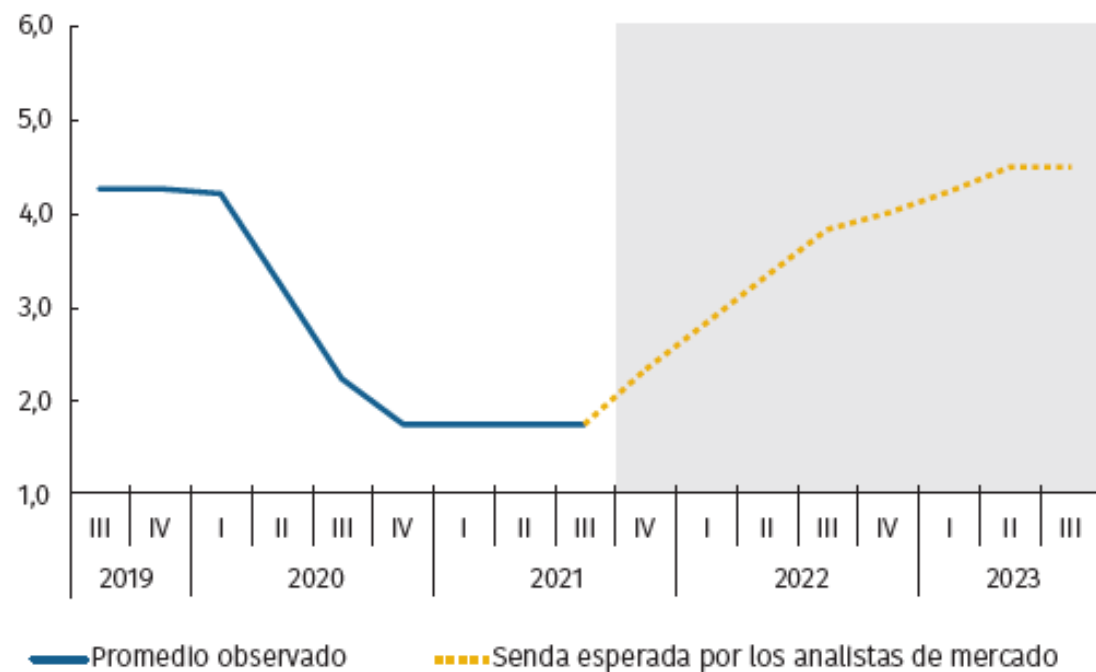
Pronóstico IPoM julio 2021

Política monetaria

La materialización de un escenario de demanda más fuerte y de riesgos sobre la meta de inflación requiere un estímulo monetario menor que el actual. No obstante, incluso con el aumento de la tasa de interés, la postura de la política sigue siendo expansiva, coherente con la persistencia de excesos de capacidad

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 es creciente y aumentó respecto al Informe anterior
- Como resultado de menores excesos de capacidad y aumentos proyectados en la inflación, la senda de tasa de interés del equipo técnico es en promedio algo mayor que la del Informe pasado y que la de los analistas en el horizonte de pronóstico
- Senda creciente...
 - ✓ Compatible con pronóstico de menores excesos de capacidad en el futuro
 - ✓ Compatible con una tasa de interés real neutral con tendencia creciente por mayor endeudamiento y primas de riesgo
- Riesgos a la baja en crecimiento y al alza en inflación implican posibles disyuntivas complicadas para la política monetaria
- 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 con disyuntivas más complicadas para la política monetaria.

- **Duración y persistencia de los choques de oferta y costos**
 - ✓ De la duración y persistencia depende traspaso a precios internos y a las expectativas de inflación
 - ✓ Posible indexación a tasas de inflación más altas
- **Evolución de las condiciones financieras externas y su efecto sobre la tasa de cambio**
 - ✓ Riesgos sobre el momento y la magnitud del ajuste de la política monetaria en las economías avanzadas
 - ✓ Esto en un contexto local de déficit fiscales y externos amplios y persistentes, y mayor endeudamiento público
- **Naturaleza de los choques y sus efectos sobre el PIB potencial y la brecha de producto**
 - ✓ Recuperación de la demanda interna privada, especialmente del consumo, indica menores excesos de capacidad. ¿Qué tan transitoria es esta recuperación?
 - ✓ ¿Qué tanto del mayor PIB observado y proyectado refleja una recuperación del PIB potencial más rápida versus una recuperación sostenible de la demanda?
 - ✓ Fenómenos sectoriales y de recomposición de gasto así como holgura en el mercado laboral dificultan la interpretación de nueva información
- **Evolución de la pandemia y las medidas que se 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

Recuadros del IPoM de Octubre de 2021 y Reporte de Mercado Laboral

- **Recuadro 1:** El papel de las presiones externas en el comportamiento reciente de la inflación en Colombia
- **Recuadro 2:** El comportamiento del crédito comercial en moneda nacional (febrero 2020-septiembre 2021)
- **Reporte del Mercado Laboral:** Análisis de coyuntura
Informe especial: Efectos heterogéneos de la pandemia en las empresas de Colombia

Informe de Política Monetaria

Octubre de 2021



Gerencia Técnica
Noviembre 3 de 2021