



V Seminario de Coyuntura Económica

EAFIT Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno

Mauricio Villamizar-Villegas PhD
Co-Director, Banco de la República

Las opiniones contenidas en el presente documento son responsabilidad exclusiva del autor y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva



Contenido

CONFLICTO EUROPEO

CRECIMIENTO, INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA

RETOS A FUTURO

Invasión de Rusia a Ucrania

- No se tiene una buena idea ni de la magnitud ni del tiempo del conflicto
- Mercados Globales
 - Reducción en apetito de riesgo de inversionistas hacia EMEs (junto a aumentos en i^*). Flujo de K (*e.g. portafolio*) son los más afectados.
 - Altera los productos de exportación: Petróleo y gas, metales (acero), maquinaria y equipo, y productos químicos y agroquímicos.
 - Riesgos pueden impactar aún más la cadena global de suministros.
- Colombia
 - Si bien el % de X + M con Rusia es cerca del 1%, **importamos** el 21,8% de fertilizantes y **exportamos** carne (25%) y productos lácteos (17%).
 - Implica incrementos en costos de financiamiento y mayor inflación.

Invasión de Rusia a Ucrania

Paradójicamente Colombia también ha tenido un impacto “positivo” (moderado) inesperado por:

- Mejora de términos de intercambio (de forma diferencial a nuestros pares).
- Rebalanceo de GBI-EM Global de J.P. Morgan.
 - Rusia ya no cuenta con participación.
 - La mayoría de países de Europa presentaron una disminución en la participación.
 - Desde enero, Brasil (151pb) y Sudáfrica (122pb) fueron los que más aumentaron en la participación del índice.
 - Colombia aumentó en 48pb.
 - México y Tailandia alcanzaron el máximo de 10% en el índice.



Contenido

CONFLICTO EUROPEO

CRECIMIENTO, INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA

RETOS A FUTURO

Crecimiento

- En términos generales hay sorpresas positivas:
 - En Enero 2021 se esperaba un crecimiento de 4,5% y fue de 10,6%
 - Se esperaba un peor impacto de las 2 olas de pandemia + paro.
 - En 2021-T3 se sobrepasaron niveles pre-pandemia.
 - Se espera que la brecha del PIB se cierre a mediados de este año.
 - El pronóstico del staff para este año se revisó al alza a 4,7% (según IMF 5,8%, según WB 4,4%).
- La gran mayoría de indicadores son alentadores
 - El indicador de seguimiento económico (ISE) para febrero señaló un crecimiento anual del 8,1%.
 - La encuesta mensual de industria y comercio mostró crecimientos cercanos al 15%.
 - El Índice de Producción Industrial (IPI) registró en febrero una variación anual de 7,5%.
 - Frente a nuestros pares: 2020 → media, 2021 → top 3, 2022 → líderes (IMF, Focus). Socios comerciales crecieron cerca de 7% en 2021 y se espera que 3% este año.

Crecimiento

Las cifras agregadas esconden una alta heterogeneidad, por región y sector.

- Por ejemplo, la recuperación del 2021 fue liderada por la demanda, donde el consumo público y privado mostraron cifras muy fuertes.
- Pero algunos sectores aún presentan rezagos.
 - Minería registra una variación de -25% (el carbón de -37%) frente al 2019.
 - La formación bruta de capital fijo, cuyo crecimiento en 2021 fue del 11,2%, fue el segmento del gasto con mayor rezago frente a 2019.
 - La inversión en maquinaria y equipo fue de 3,1%, mayor al de pre-pandemia.
 - En cambio, la inversión en construcción mostró pocas señales de recuperación.
- Hay riesgos sobre el fenómeno del “*pent-up demand*”

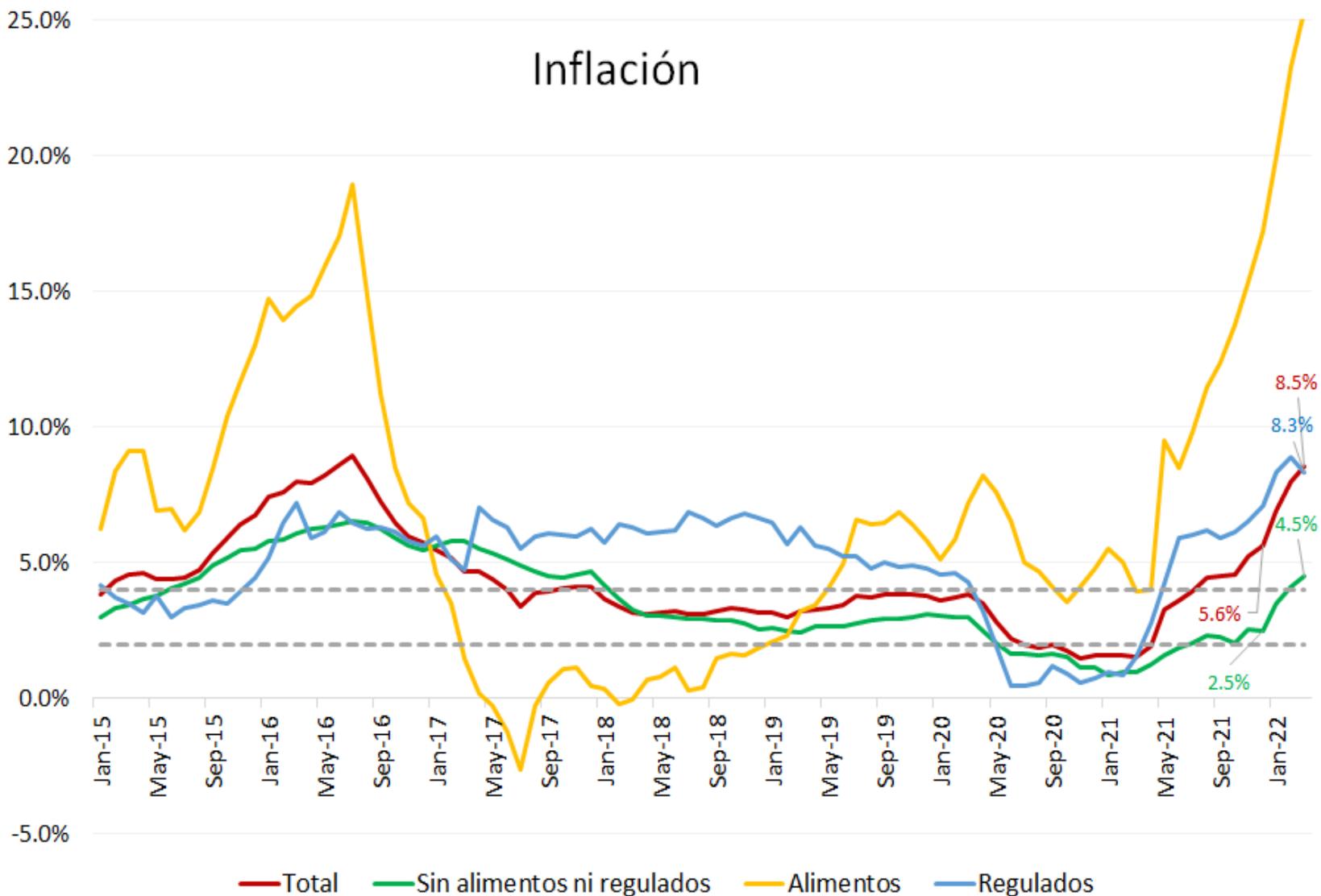
Inflación

- Se han visto efectos más persistentes por el lado de la oferta (internos y externos).
 - Factores de oferta contribuyen cerca del 50%, con el agravante de que estos factores, por indexación y expectativas, pueden permearse al resto de bienes de la economía.
 - “Efecto cascada” de la inflación que se importa de afuera hacia la demanda.
 - Otros factores: la demanda directa, que contribuye cerca del 30%, la reducción en programas de alivios de precios y efectos base.
- Los precios de la mayoría de commodities están altos: petróleo (Colombia), soya (Brasil), cobre (Chile), aluminio. Casi todos menos Oro, Bronce y hierro.

Inflación

- Disrupciones en cadenas globales de suministro, conflicto europeo, y eventos climáticos han causado un aumento grande en inflación de alimentos (25,4%).
- También, rezagos de los paros del 2021-T2, fallas que aún persisten entre centros de producción y abastecimiento, también por el ciclo de las cosechas que tienen mediano o tardío rendimiento.
- Riesgos adicionales este año: (i) mayor *pass-through* por tasa de cambio, (ii) aumentos en precio de la gasolina y (iii) efectos por aumento del salario mínimo.
- Ahora... Colombia no esta tan mal en términos relativos. Tiene cifras menores que el promedio de LAC, hoy iguales a EE. UU. y similares a Alemania y Canadá.

Inflación



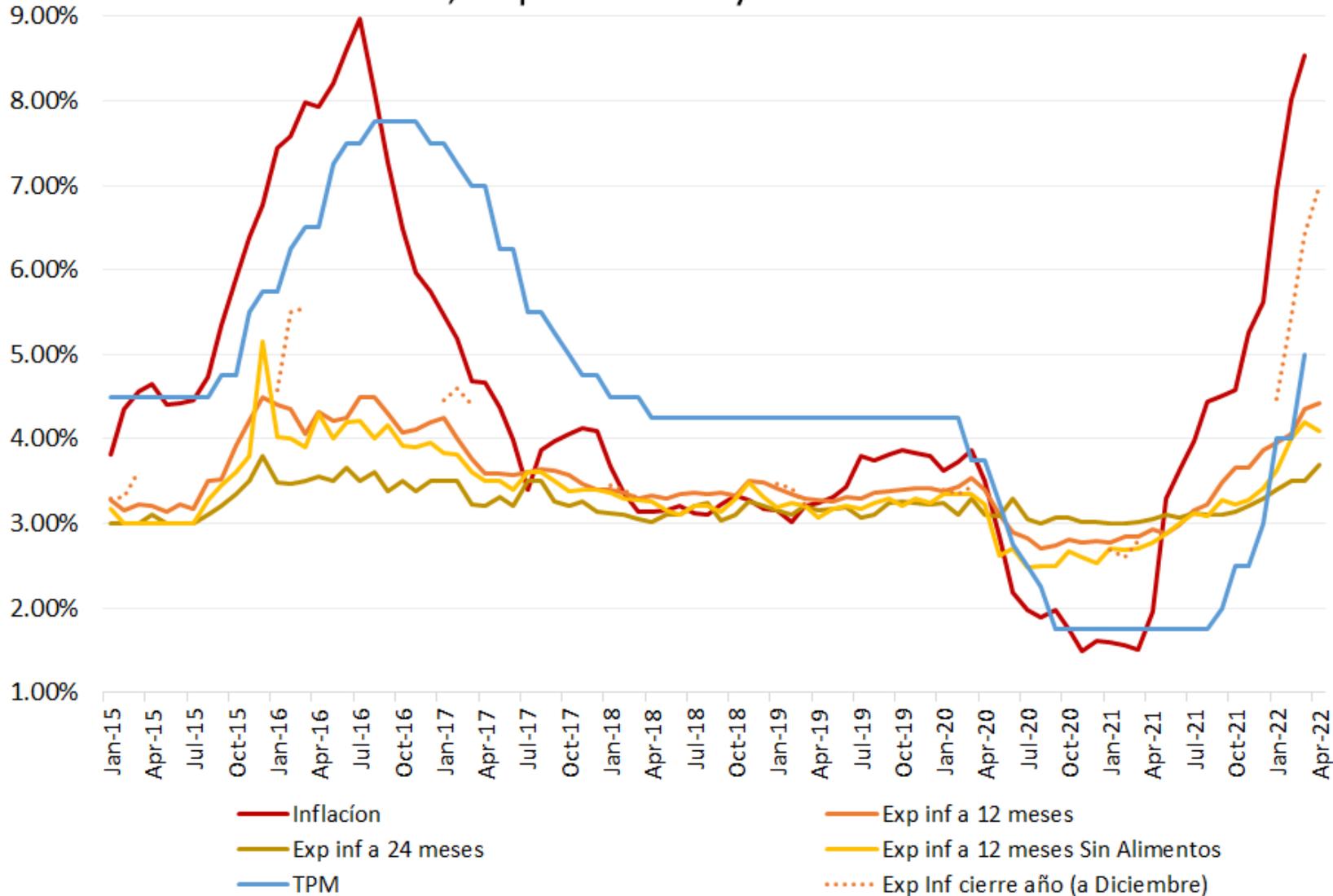
La inflación el año pasado cerró en 5,6% y la inflación básica SAR en 2,5%.

Pero, este trimestre ha subido más de lo esperado. La inflación de marzo pasó a 8,53% y la inflación básica a 4,51%.

Se espera que la inflación de Alimentos baje (ya cerca al pico).

En cambio, la inflación básica puede cerrar este año cerca a 6%.

Inflación, Expectativas y Tasa de Política



Expectativas de inflación han subido de forma moderada pero sostenida

Para fin de este año la mediana está en 7%, y para finales de 2023 cerca de 4%.

Medidas de mercado derivadas de los BEI y controlando por riesgo de liquidez (bajo) y prima inflacionaria (alto), dicen algo similar.

Por el lado optimista, expectativas de inflación sin alimentos han dejado de crecer y las de más largo plazo (a dos años) continúan por debajo de 4%.

Tasa de Política

- En 9/2021 se inició un ciclo alcista, que aún sigue siendo expansionista pero mucho menos.

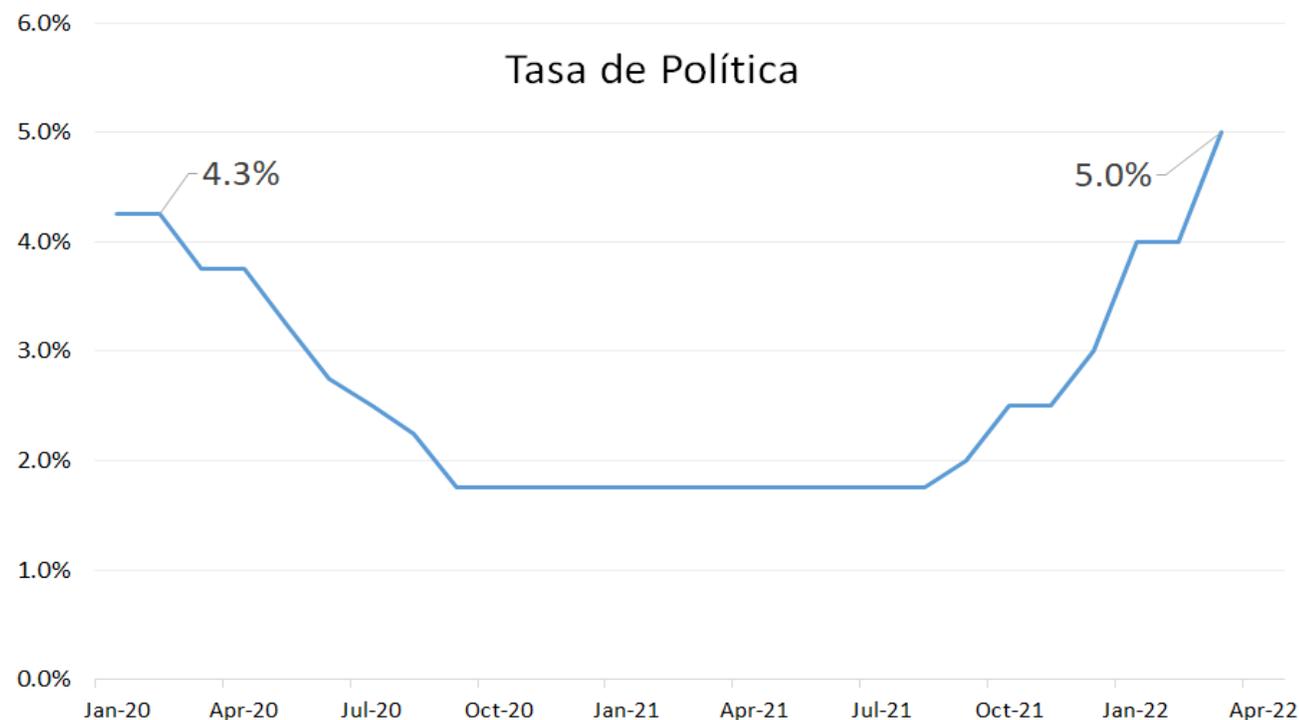
Muy Expansionista
 $0 > \text{TPM (real)}$

Expansionista Moderado
 $\text{Neutral} > \text{TPM} > 0$

Neutral

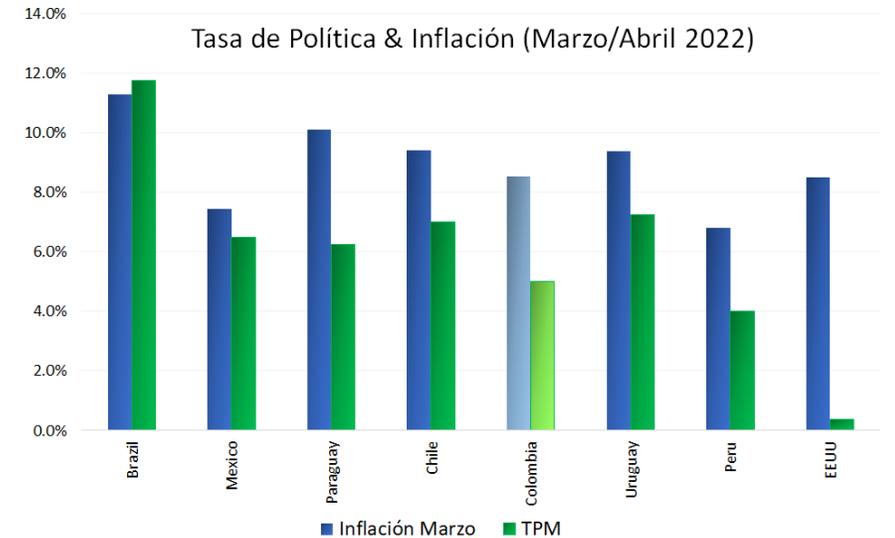
Contraccionista
 $\text{TPM} > \text{Neutral}$

- A la fecha (y desde septiembre 2021) ha subido 325pb, comparado con los 250pb que bajó en 2020.
- Pero, si bien los niveles son similares, antes estaba muy cerca a la tasa neutral, hoy no.



Tasa de Política: Como están los demás países?

- Globalmente ha habido diferencias en la velocidad en la que los países han ajustado tasas (gran parte explicado por sus niveles de inflación).
 - En 2021-S1 pocos países subieron: Turquía, Brasil, Rusia, Hungría, y Ucrania.
 - En 2021-S2 la mayoría de EMEs siguieron.
 - En cuanto a EEUU hoy se esperan aumentos en las próximas 9 reuniones de la FED. A fin de 2022 y 2023, la tasa de la FED pueda estar por arriba del 2% y 3%, respectivamente.



Tasa de Política

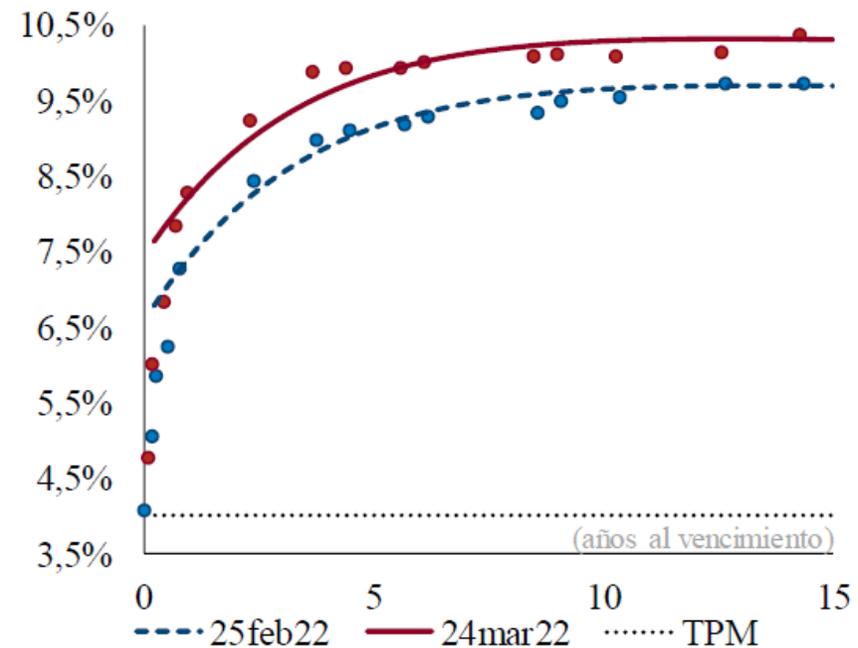
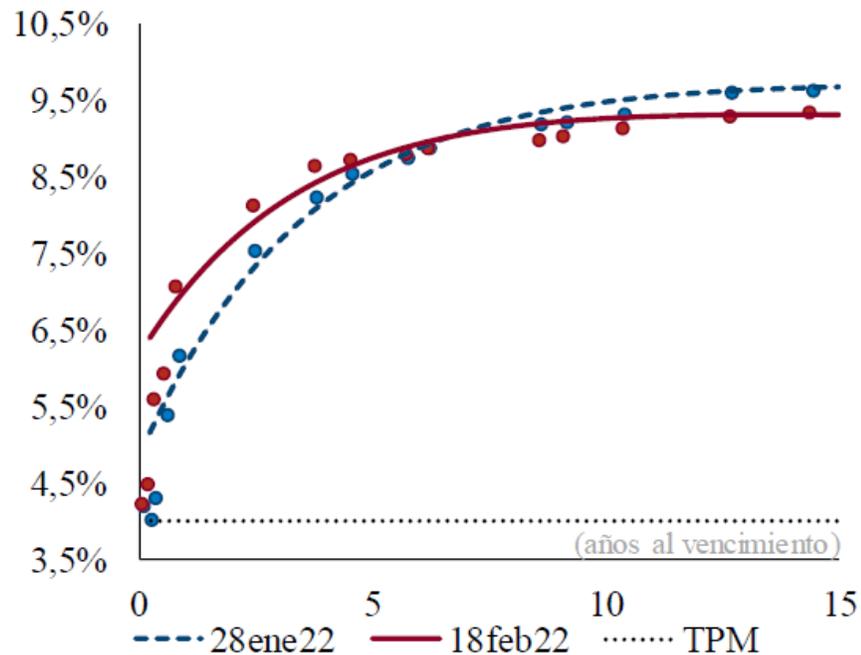
Ha habido consenso en la JDBR sobre la dirección y el *timing*, aunque con diferencias en la magnitud. En resumen, las diferencias tienen que ver con:

- *Front loading*:
 - Mayores dividendos estacionales a comienzos y a finales del año (se da mayor indexación, implícita o explícita).
 - Otro beneficio de actuar más rápido es el de potencialmente lograr tasas terminales menores.
- Gradualidad:
 - Ganancias de información, sobre todo en tiempos inciertos. No solo de riesgos que se materialicen sino también como la economía está respondiendo a lo que la JDBR está haciendo.
 - Señal de calma cuando el mercado se vuelve eufórico (e.g. Swaps-OIS).

Tasa de Política

- Paradójicamente, cuando hay aumentos en TPM con credibilidad en el Banco, se aplana la curva, al bajar las tasas de largo plazo.

Curva cero cupon (pesos)





Contenido

CONFLICTO EUROPEO

CRECIMIENTO, INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA

RETOS A FUTURO

Retos y Riesgos

- Mercado Laboral

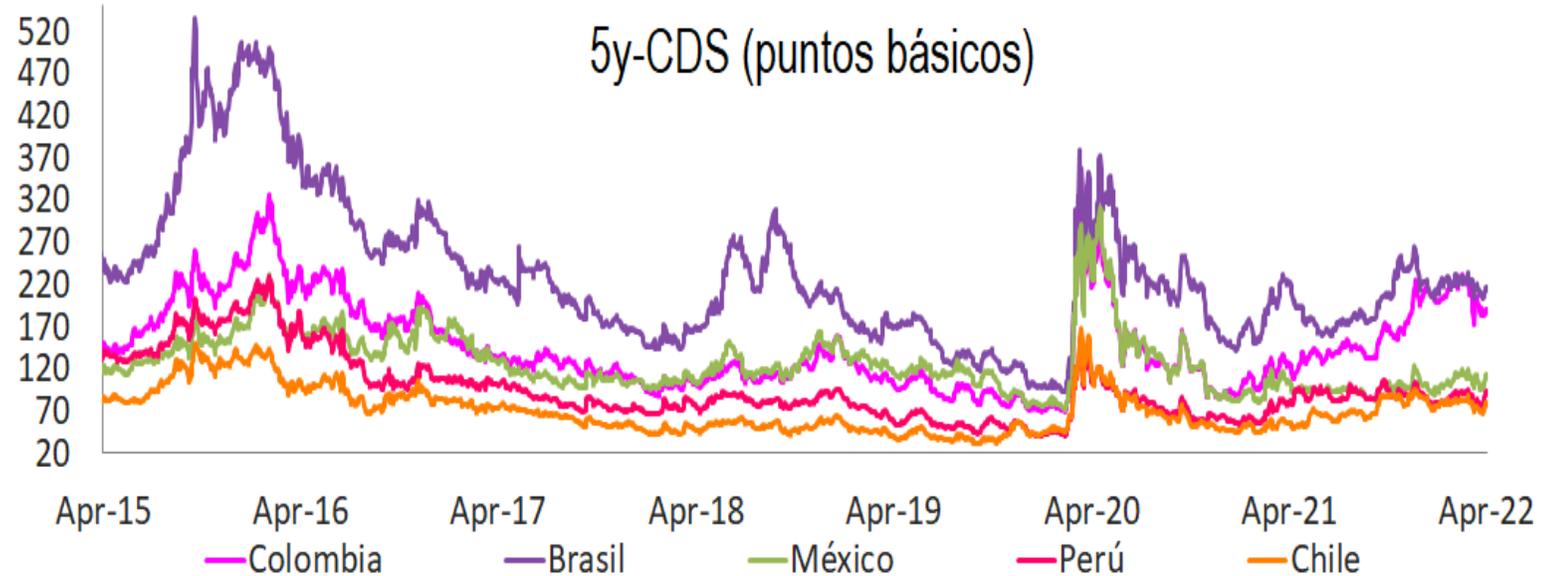
- Retornando a niveles pre-pandemia (aún muy altos)
- Grupos vulnerables más vulnerables (Efectos peores que la Crisis del 2008)
- Vacantes pero con cuellos de botella
- Dinámica entre formalidad-informalidad-inactividad

- Déficits Gemelos (Cuenta Corriente + Fiscal)

- No es nuevo ni para Colombia ni para la región
 - Nuevo: Menor ajuste fiscal post-pandemia. Nueva normalidad de deuda en los 60s%.
 - Nuevo: Incapacidad de tener $(X - M) > 0$, aun con TT altos. No se ha podido revertir la crisis del 2014.
- Déficit en CC
 - En 2021 fue 5,7% (más alto de la región). Se espera que en 2022 esté cerca del 4,5% (posible sorpresa +).
 - En términos de su financiación: IED, y en menor medida por flujos de portafolio y deuda en M/E.
- Déficit Fiscal
 - En 2021 fue 7,1% y se espera que sea del 6,2% y de 4,8% para el 2022 y 2023, respectivamente.
 - Riesgos por: salario mínimo (pensiones) + tasa de cambio (40% de la deuda está en M/E).

Retos y Riesgos

- Riesgo País



- Otros Riesgos

- Pandemia y nuevas variantes (BA.2.12, BA.2.12.1, BA.4, BA.5, XE, XD, XF)
- Mayores y más persistentes interrupciones de oferta (menor crecimiento global)
- Des-aceleramiento de la demanda
- Perspectiva y consolidación fiscal futura
- Mayores expectativas de inflación y probabilidad de des-anclaje

Resumen: Lo Feo, lo Malo y lo Bueno

- Lo Feo
 - Inflación global alta y persistente.
 - Múltiples (y más persistentes) choques: Pandemia, Guerra, Paros, Petróleo.
- Lo Malo
 - Menor liquidez internacional, menor apetito de riesgo (*aplica menos para Colombia*).
- Lo Bueno
 - Expectativas permanecen ancladas.
 - Inflación empezaría a ceder pronto.
 - Este es el mejor momento de la pandemia.
 - El crédito esta creciendo a niveles mayores a los de pre-pandemia.

FIN

!Gracias!