Informe de Política Monetaria - Julio de 2021

Descargar Principales variables del pronóstico macroeconómico Tenga en cuenta
Los análisis y pronósticos incluidos en este informe son producidos por el equipo técnico del Banco. Es la base principal sobre la cual se realiza la recomendación de política monetaria a la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) y por estas razones no refleja necesariamente la opinión de sus miembros.

Autor o Editor Gerencia Técnica Subgerencia de Política Monetaria e Información Económica Departamento de Programación e Inflación Sección de Inflación Sección de Programación Macroeconómica Sección de Gestión del Proceso de Pronóstico Departamento de Modelos Macroeconómicos Sección de Pronóstico Sección de Desarrollo de Modelos y Capacidades Autores y/o editores Gerencia Técnica Subgerencia de Política Monetaria e Información Económica Departamento de Programación e Inflación Sección de Inflación Sección de Programación Macroeconómica Departamento de Modelos Macroeconómicos Sección de Pronóstico Sección de Desarrollo de Modelos y Capacidades
A partir de octubre de 2019, el *Informe sobre Inflación* que produce el equipo técnico una vez al trimestre cambió de nombre y ahora se titula *Informe de Política Monetaria*. Este informe, sobre el cual el equipo técnico realiza su recomendación de política monetaria, se publicará el día hábil siguiente a la reunión de la Junta Directiva de los meses de enero, abril, julio y octubre.

Fecha de publicación Lunes, 2 de agosto 2021 Resumen macroeconómico
En el segundo trimestre la economía enfrentó varios choques, principalmente de oferta y de costos, la mayoría de los cuales no fueron anticipados, o los previstos fueron más persistentes de lo esperado, y que en conjunto interrumpieron la recuperación de la actividad económica observada a comienzos de año y llevaron la inflación total a niveles superiores a la meta. La inflación básica (sin alimentos ni regulados: SAR) aumentó, pero se mantuvo baja y acorde con lo esperado por el equipo técnico. A comienzos de abril se inició una tercera ola de pandemia, más acentuada y prolongada que la anterior, con un elevado costo en vidas humanas y algún impacto negativo en la recuperación económica. Entre mayo y mediados de junio los bloqueos de las carreteras y los problemas de orden público tuvieron un fuerte efecto negativo sobre la actividad económica y la inflación. Se estima que la magnitud de estos dos choques combinados habría generado una caída en niveles en el producto interno bruto (PIB) con respecto al primer trimestre del año. Adicionalmente, los bloqueos causaron un aumento significativo de los precios de los alimentos. A estos choques se sumaron los efectos acumulados de la disrupción global en algunas cadenas de valor y el incremento en los fletes internacionales que desde finales de 2020 vienen generando restricciones de oferta y aumentos de costos. Todos estos factores, que afectaron principalmente el índice de precios al consumidor (IPC) de bienes y de alimentos, explicaron la mayor parte del error de pronóstico del equipo técnico y el aumento de la inflación total a niveles superiores a la meta del 3 %. El incremento en la inflación básica y de los precios de los regulados fue acorde con lo esperado por el equipo técnico, y se explica principalmente por la eliminación de varios alivios de precios otorgados un año atrás. A todo esto se suma la mayor percepción de riesgo soberano y las presiones al alza que esto implica sobre el costo de financiamiento externo y la tasa de cambio.

A pesar de los fuertes choques negativos, el crecimiento económico esperado para la primera mitad del año (9,1%), es significativamente mayor que lo proyectado en el informe de abril (7,1%), signo de una economía más dinámica que se recuperaría más rápido de lo previsto. Desde finales de 2020 las diferentes cifras de actividad económica han mostrado un crecimiento mayor que el esperado. Esto sugiere que los efectos negativos sobre el producto de las recurrentes olas de contagio estarían siendo cada vez menos fuertes y duraderos. No obstante, la tercera ola de contagio del Covid-19, y en mayor medida los bloqueos a las vías y los

problemas de orden público, habrían generado una caída del PIB durante el segundo trimestre, frente al primero. Pese a lo anterior, los datos del índice de seguimiento a la economía (ISE) de abril y mayo han resultado mayores que lo esperado, y las nuevas cifras de actividad económica sectoriales sugieren que el impacto negativo de la pandemia sobre el producto se sigue moderando, en un entorno de menores restricciones a la movilidad y de mayor avance en el ritmo de vacunación. Los registros de transporte de carga (junio) y la demanda de energía no regulada (julio), entre otros, indican una recuperación importante después de los bloqueos en mayo. Con todo lo anterior, el incremento anual del PIB del segundo trimestre se habría situado alrededor del 17,3 % (antes 15,8 %), explicado en gran parte por una base baja de comparación.

Para todo 2021 el equipo técnico incrementó su proyección de crecimiento desde un 6 % hasta el 7,5 %. Este pronóstico, que está rodeado de una incertidumbre inusualmente elevada, supone que no se presentarán problemas de orden público y que posibles nuevas olas de contagio del Covid-19 no tendrán efectos negativos adicionales sobre la actividad económica. Frente al pronóstico del informe pasado, la recuperación de la demanda externa, los niveles de precios de algunos bienes básicos que exporta el país y la dinámica de las remesas de trabajadores han sido mejores que las esperadas y seguirían impulsando la recuperación del ingreso nacional en lo que resta del año. A esto se sumaría la aún amplia liquidez internacional, la aceleración en el proceso de vacunación y las bajas tasas de interés, factores que continuarían favoreciendo la actividad económica. La mejor dinámica del primer semestre, que llevó a una revisión al alza en el crecimiento de todos los componentes del gasto, continuaría hacia adelante y, antes de lo esperado en abril, la economía recuperaría los niveles de producción de 2019 a finales de 2021. El pronóstico continúa incluyendo efectos de corto plazo sobre la demanda agregada de una reforma tributaria de magnitud similar a la proyectada por el Gobierno. Con todo eso, en el escenario central de este informe, el pronóstico de crecimiento para 2021 es del 7,5 % y para 2022 del 3,1 %. A pesar de esto, el nivel de la actividad económica seguiría siendo inferior a su potencial. La mejora en estas proyecciones, sin embargo, está rodeada de una alta incertidumbre.

En junio la inflación anual (3,63 %) aumentó más de lo esperado debido al comportamiento del grupo de alimentos, mientras que la inflación básica (1,87 %) fue similar a la proyectada.

En lo que resta del año el mayor nivel del IPC de alimentos persistiría y contribuiría a mantener la inflación por encima de la meta. A finales de 2022 la inflación total y básica retornarían a tasas cercanas al 3 %, en un entorno de desaceleración del IPC de alimentos y de menores excesos de capacidad productiva. En los meses recientes el aumento en los precios internacionales de los fletes y de los bienes agrícolas, y las mayores exportaciones de carne y el ciclo ganadero han ejercido presiones al alza sobre el precio de los alimentos, principalmente de los procesados. A estas fuerzas persistentes se sumaron los bloqueos de las vías nacionales y los problemas de orden público en varias ciudades registrados en mayo y parte de junio, los cuales se reflejaron en una fuerte restricción en la oferta y en un aumento anual no esperado del IPC de alimentos (8,52 %). El grupo de regulados (5,93 %) también se aceleró, debido a la baja base de comparación en los precios de la gasolina y a la disolución de parte de los alivios a las tarifas de servicios públicos otorgados en 2020. Como se proyectaba, la inflación SAR repuntó al 1,87 %, debido a la reactivación de los impuestos indirectos de algunos bienes y servicios eliminados un año atrás, y por las presiones al alza que ejercieron los alimentos sobre las comidas fuera del hogar (CFH), entre otros. En lo que resta del año se espera que el aumento en los alimentos perecederos se revierta, siempre y cuando no se registren nuevos bloqueos duraderos a las vías nacionales. El mayor nivel de precios de los alimentos procesados persistiría y contribuiría a mantener la inflación por encima de la meta a finales de año. La inflación SAR continuaría con una tendencia creciente, en la medida en que los excesos de capacidad productiva se sigan cerrando y registraría un aumento transitorio en marzo de 2022, debido principalmente al restablecimiento del impuesto al consumo en las CFH. Con todo esto, para finales de 2021 y 2022 se estima una inflación total del 4,1 % y 3,1 %, y una inflación básica del 2,6 % y 3,2 %, respectivamente.

El comportamiento conjunto de los precios del IPC SAR, junto con continuas sorpresas al alza en la actividad económica, son interpretados por el equipo técnico como señales de amplios excesos de capacidad productiva de la economía. Estos persistirían en los siguientes dos años, al final de los cuales la brecha del producto se cerraría. El mayor crecimiento económico sugiere una brecha del producto menos negativa que la estimada hace un trimestre. Sin embargo, el comportamiento de la inflación básica, especialmente en servicios, indica que el PIB potencial se ha recuperado de forma sorpresiva y que los excesos de capacidad siguen siendo amplios, con una demanda agregada afectada de forma persistente. Esta interpretación encuentra soporte en el mercado laboral, en donde persiste un desempleo alto y la recuperación de los empleos perdidos se estancó. Adicionalmente, los aumentos en la inflación en buena medida están explicados por choques de oferta y de costos y por la disolución de algunos alivios de precios otorgados un año atrás. Los pronósticos de crecimiento y de inflación descritos son coherentes con una brecha del producto que se cierra más rápido y es menos negativa en todo el horizonte de pronóstico con respecto al informe de abril. No obstante, la incertidumbre sobre los excesos de capacidad es muy alta y es un riesgo sobre el pronóstico.

Las perspectivas de las cuentas fiscales de Colombia se deterioraron, Standard & Poor's Global Ratings (S&P) y Fitch Ratings (Fitch) redujeron su calificación crediticia, los bloqueos y problemas de orden público afectaron el producto y el país enfrentó una nueva ola de contagios de Covid-19 más acentuada y prolongada que las pasadas. Todo lo anterior se ha reflejado en un aumento de las primas de riesgo y en una depreciación del peso frente al dólar. Esto ha ocurrido en un entorno favorable de ingresos externos. Los precios internacionales del petróleo, del café y de otros bienes básicos que exporta el país aumentaron y han contribuido a la recuperación de los términos de intercambio y del ingreso nacional, y han mitigado las presiones al alza sobre las primas de riesgo y la tasa de cambio. En el presente informe se incrementó el precio esperado del petróleo para 2021 a USD 68 por barril (antes USD 61 bl) y para 2022 a USD 66 bl (antes USD 60 bl). Esta mayor senda presenta una convergencia hacia precios menores que los observados recientemente, como resultado de una mayor oferta mundial esperada de petróleo, la cual más que compensaría el incremento en la demanda de este bien básico. Por ende, se supone que el aumento reciente de los precios tiene un carácter transitorio.

En el escenario macroeconómico actual se espera que las condiciones financieras internacionales sean algo menos favorables, a pesar de la mejora en los ingresos externos por cuenta de una mayor demanda y unos precios del petróleo y de otros productos de exportación más altos. Frente al informe de abril el crecimiento de la demanda externa fue mejor que el esperado, y las proyecciones para 2021 y 2022 aumentaron del 5,2 % al 6,0 % y del 3,4 % al 3,5 %, respectivamente. En lo corrido del año las cifras de actividad económica muestran una demanda externa más dinámica de la esperada. En los Estados Unidos y China la recuperación del producto ha sido más rápida que la registrada en los países de la región. En estos últimos la reactivación económica ha estado limitada por los rebrotes del Covid-19, las limitaciones en la oferta de vacunas y el poco espacio fiscal para enfrentar la pandemia, entre otros factores. La buena dinámica en el comercio externo de bienes se ha dado en un entorno de deterioro en las cadenas de valor y de un aumento importante en los precios de las materias primas y en el costo de los fletes. En los Estados Unidos la inflación sorprendió al alza y su valor observado y esperado se mantiene por encima de la meta, al tiempo que se incrementó la proyección de crecimiento económico. Con esto, el inicio de la normalización de la política monetaria en ese país se daría antes de lo proyectado. En este informe se estima que el primer incremento en la tasa de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos se dé a finales de 2022 (antes del primer trimestre de 2023). Para Colombia se supone una mayor prima de riesgo frente al informe de abril y se sigue esperando que presente una tendencia creciente, dada la acumulación de deuda pública y externa del país. Todo esto contribuiría a un incremento en el costo del financiamiento externo en el horizonte de pronóstico.

La postura expansiva de la política monetaria sigue soportando unas condiciones financieras internas favorables. En el segundo trimestre la tasa de interés interbancaria y el índice bancario de referencia (IBR) se han mantenido acordes con la tasa de interés de política. Las tasas de interés promedio de captación y crédito

continuaron históricamente bajas, a pesar de algunos incrementos observados a finales de junio. La cartera en moneda nacional detuvo su desaceleración anual y, entre marzo y junio, el crédito a los hogares se aceleró, principalmente para compra de vivienda. La recuperación de la cartera comercial y de los desembolsos a ese sector fue importante, y se alcanzó de nuevo el elevado saldo observado un año atrás, cuando las empresas requirieron niveles significativos de liquidez para enfrentar los efectos económicos de la pandemia. El riesgo de crédito aumentó, las provisiones se mantienes altas y algunos bancos han retirado de su balance una parte de su cartera vencida. No obstante, las utilidades del sistema financiero se han recuperado y sus niveles de liquidez y solvencia se mantienen por encima del mínimo regulatorio.

A partir de este informe se implementará una nueva metodología para cuantificar y comunicar la incertidumbre que rodea los pronósticos del escenario macroeconómico central, en un entorno de política monetaria activa. Esta metodología se conoce como *densidades predictivas* (DP) y se explica en detalle en el Recuadro 1. Partiendo del balance de riesgos que contiene los principales factores que, de acuerdo con el juicio del equipo técnico, podrían afectar a la economía en el horizonte de pronóstico, la metodología DP produce distribuciones de probabilidad sobre el pronóstico de las principales variables (*v. g.*: crecimiento, inflación). Estas distribuciones reflejan el resultado de los posibles choques (a variables externas, precios y actividad económica) que podría recibir la economía y su transmisión, considerando la estructura económica y la respuesta de política monetaria en el futuro. En este sentido, permiten cuantificar la incertidumbre alrededor del pronóstico y su sesgo.

El ejercicio DP muestra un sesgo a la baja en el crecimiento económico y en la brecha del producto, y al alza en la inflación. El balance de riesgos indica que las disyuntivas para la política monetaria serán potencialmente más complejas que lo contemplado en el pasado. Por el lado de las condiciones de financiamiento externo, se considera que el mayor riesgo es que se tornen un poco menos favorables, en un escenario en el cual la Reserva Federal de los Estados Unidos incremente con mayor prontitud su tasa de interés. Esto último, ante un crecimiento económico y del empleo mayor que el esperado en los Estados Unidos que genere presiones significativas sobre la inflación de ese país. A esto se suma la incertidumbre sobre el panorama fiscal en Colombia y sus efectos sobre la prima de riesgo y el costo del financiamiento externo. En el caso del crecimiento, la mayoría de los riesgos son a la baja, destacándose los efectos de la incertidumbre política y fiscal sobre las decisiones de consumo e inversión, la aparición de nuevas olas de contagio de la pandemia del Covid-19 y sus impactos sobre la actividad económica. En el caso de la inflación, se incorporó el riesgo de una mayor persistencia de los choques asociados con la disrupción de las cadenas de valor, mayores precios internacionales de las materias primas y de los alimentos, y una recuperación más lenta que la esperada de la cadena agrícola nacional afectada por los pasados bloqueos a las vías. Estos riesgos presionarían al alza principalmente los precios de los alimentos y de los bienes. Como principal riesgo a la baja se incluyó un alza de los arriendos menor que el esperado en el escenario central, explicada por una demanda débil y por una mayor oferta en 2022 dadas las altas ventas de vivienda observadas en el presente año. Con todo, el crecimiento económico presenta un sesgo a la baja y, con el 90 % de confianza, se encontraría entre un 6,1 % y 9,1 % para 2021 y entre el 0,5 % y 4,1 % para 2022. La brecha del producto tendría un sesgo a la baja, principalmente en 2022. El sesgo de la inflación es al alza, y se encontraría entre el 3,7 % y 4,9 % en 2021, y el 2,2 % y 4,7 % en 2022, con un 90 % de probabilidad.

Decisión de política monetaria
En las reuniones de junio y julio la JDBR decidió mantener la tasa de política monetaria inalterada en 1,75 %.

Índice de recuadros del informe

- Recuadro 1: Caracterización y comunicación del balance de riesgos del pronóstico macroeconómico: un enfoque de densidades predictivas para Colombia
- Recuadro 2: Análisis de las perturbaciones recientes en las cadenas logísticas globales y su impacto en los mercados de las importaciones colombianas

- Recuadro 3: La dinámica alcista de los precios de los alimentos

Presentación del informe

- Contenidos de la presentación del Informe de Política Monetaria a cargo de Hernando Vargas, gerente técnico del Banco de la República

#AEstaHora Transmisión en directo del Informe de Política Monetaria - julio 2021 from Banco de la República - Colombia on Vimeo.

Presentación del Informe de Política Monetaria a cargo del gerente general, Leonardo Villar, y de Hernando Vargas, gerente técnico del Banco de la República.

Fuente: https://www.banrep.gov.co/es/publicaciones-investigaciones/informe-politica-monetaria/julio-2021