

Informe de Política Monetaria

Abril 2020



Gerencia Técnica
Mayo 6 de 2020

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

Este informe es diferente

- La economía enfrenta dos choques simultáneos:
 1. Covid-19: choque sin precedentes con consecuencias fuertes a nivel externo e interno
 2. Precios de petróleo: relacionado con Covid 19 (demanda) pero exacerbado por el sobre abastecimiento del mercado (acuerdos / desacuerdos OPEP+)
- Características de los choques:
 - Choque COVID-19 es diferente: parálisis y cierre de mercados
 - Gran magnitud y alcance global
 - Requiere múltiples respuestas de política pública: sanitaria, fiscal, monetaria
 - Sin precedentes: **altísima incertidumbre**

La incertidumbre sobre la evolución de la economía es excepcionalmente alta y tiene múltiples dimensiones

Emergencia Sanitaria

- Evolución de la epidemia actualmente y en el futuro en Colombia y en el mundo (posibles re-infecciones)
- Aparición de tratamientos o vacunas
- Respuesta de política sanitaria (ej. Duración de cuarentenas o posibles múltiples cuarentenas)

Incertidumbre sobre impacto en la producción, comportamiento de la demanda y duración de las consecuencias del choque

Condiciones externas

- Duración del choque de precios de petróleo y reacción de la oferta a las condiciones actuales
- Evolución de las condiciones financieras externas (liquidez y primas de riesgo)
- Acceso a los mercados de capitales

Incertidumbre sobre ingreso nacional, acceso a financiamiento externo, comportamiento de la tasa de cambio y posibles efectos sobre la inflación



La incertidumbre sobre la evolución de la economía es excepcionalmente alta y tiene múltiples dimensiones

Efectos sobre la actividad económica

- Persistencia del grado de afectación de los diferentes sectores de la economía y su estado de salud financiera hacia adelante
- El choque implica cierre de sectores y ausencia de transacciones. ¿Qué tanto del choque es de “oferta” y qué tanto de “demanda” y a qué velocidad se recuperarán estos componentes?
- Efectos más duraderos sobre la inversión

Incetidumbre sobre tamaño de los excesos de capacidad (brecha de producto) y sobre el nivel y crecimiento del PIB potencial

Transmisión de la política monetaria

- Potencia de su efecto sobre decisiones de consumo y de inversión en el corto plazo
- Evolución de las condiciones crediticias locales

Efectos de la política monetaria no son los mismos de condiciones normales. Sujetos a gran incertidumbre y a variabilidad en el tiempo



La incertidumbre sobre la evolución de la economía es excepcionalmente alta y tiene múltiples dimensiones

Medición e interpretación de variables clave

- Dificultades en la medición de variables como la inflación en un escenario en que hay mercados cerrados y las transacciones no ocurren
- Dificultad de interpretación de los datos (producción: ¿oferta o demanda?; inflación: ¿datos no transaccionales recogen efectos económicos?)

Efectos de mediano y largo plazo

- Los efectos sobre el endeudamiento público y las consecuencias fiscales a corto y mediano plazo
- Posibles consecuencias persistentes sobre empleo, comportamiento de consumidores, capacidad de pago de hogares y empresas
- Recuperación del ingreso nacional: precios de petróleo, remesas

Consecuencia: Análisis de política monetaria se basa en el estudio de distintos escenarios para la economía, más que en el ejercicio de pronóstico tradicional

- Los modelos de pronóstico no están diseñados para capturar apropiadamente las características de un choque de parálisis producto de una epidemia y del comportamiento de la economía en esas condiciones



- Enorme incertidumbre “Knightiana” que impide elaboración de un pronóstico central (no conocemos la distribución de probabilidades- la historia reciente no ayuda)



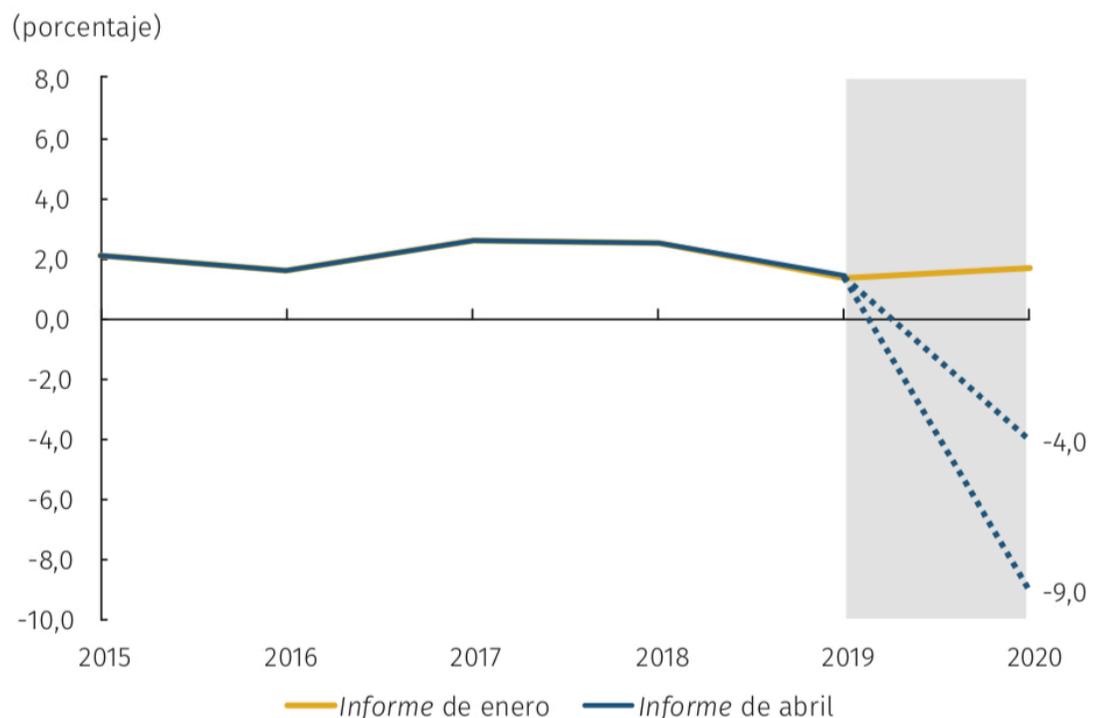
1. No tenemos un pronóstico “fino” sobre la evolución trimestral de la economía en el horizonte típico
2. Estimamos artesanalmente impacto sobre actividad económica y producimos únicamente intervalos de pronóstico anual para las principales variables en 2020
3. Utilizamos los modelos para estudiar cómo podría evolucionar la economía colombiana e ilustrar las diferencias en la respuesta de política en distintos escenarios por los que podría transitar la economía en el futuro.

Informe de Política Monetaria

Contexto Internacional

Fuerte revisión a la baja del crecimiento de los socios comerciales en 2020 debido a la pandemia, se situaría entre -4% y -9%. En 2021 la demanda externa se recuperaría, aunque no a niveles pre-crisis

Gráfico 2.7
Supuesto anual de crecimiento de los socios comerciales

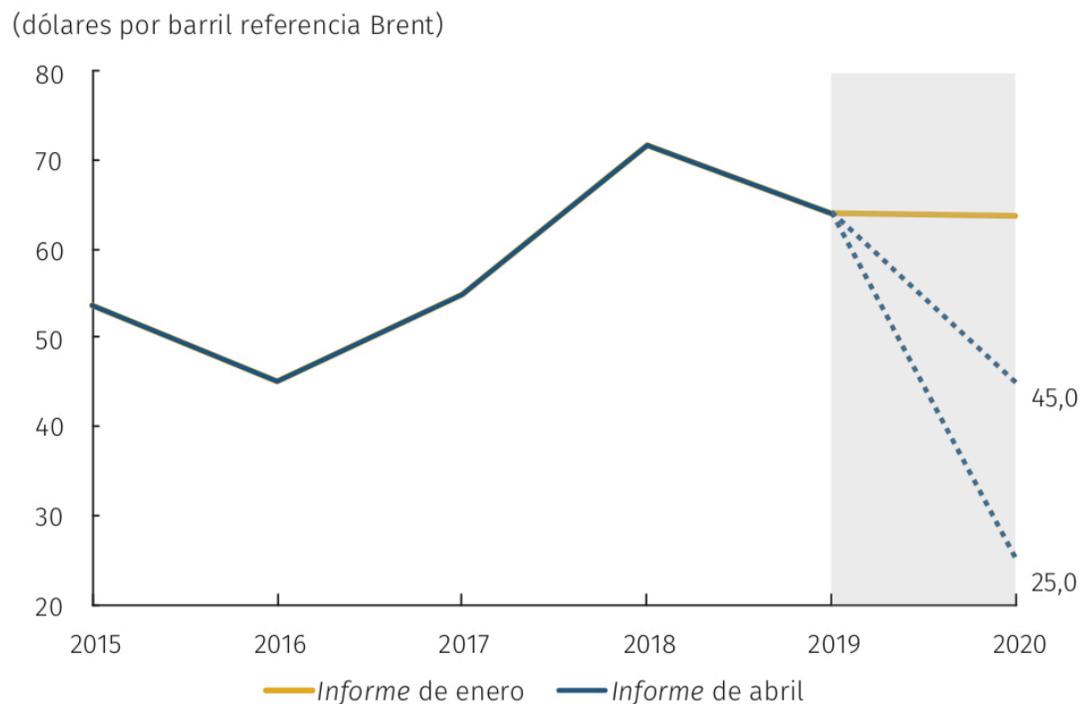


Fuentes: oficinas de estadística, Bancos Centrales y Bloomberg; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

- Crecimiento negativo significativo en economías avanzadas en el segundo trimestre de 2020
- China: Después de fuerte contracción en 2020.T1, recuperación pero no a niveles pre-crisis
- Socios comerciales de la región también enfrentan caídas en precios de bienes básicos exportados, menores remesas, y contracción del turismo

El supuesto del precio internacional del petróleo (Brent) se revisó a la baja para 2020 (USD 25 – 45 bl) y para 2021 se espera una recuperación

Gráfico 2.10
Supuesto anual del precio del petróleo

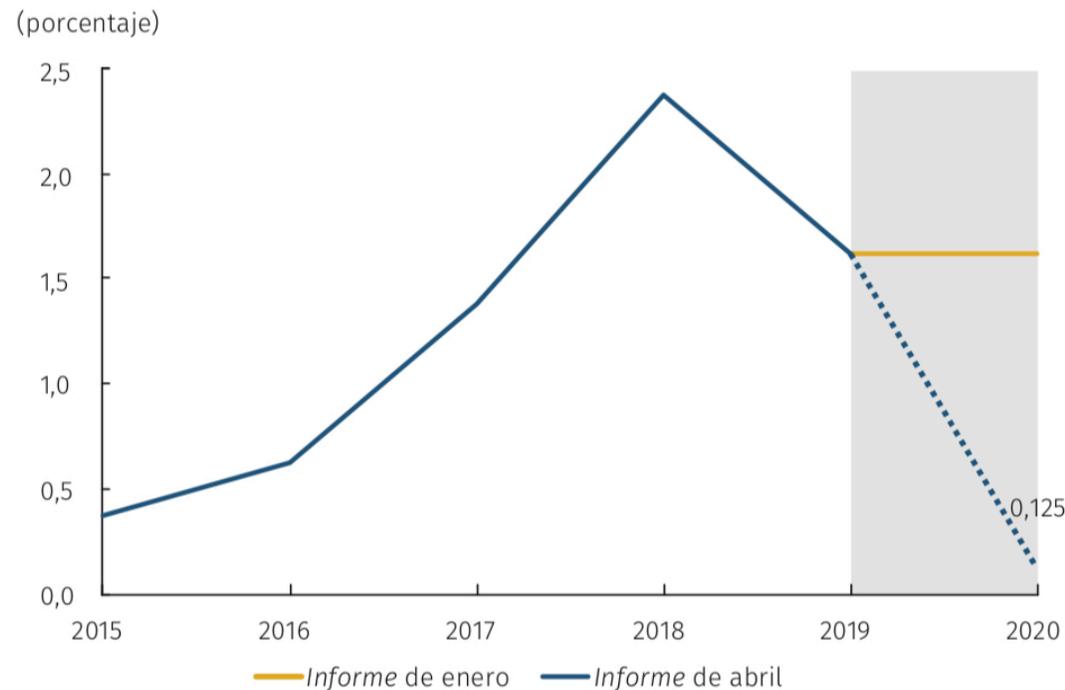


Fuente: Bloomberg; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

- Enorme volatilidad
- Baja demanda por restricciones a movilidad y desacuerdos de OPEP han reducido el precio
- Abundante oferta y restricciones de almacenamiento produjeron precios negativos (WTI)
- Esperamos deterioro de términos de intercambio en 2020, especialmente por bienes de origen minero a pesar de posibles caídas en precios de importaciones

Se espera que las economías avanzadas mantengan una política monetaria expansiva en 2020 y 2021

Gráfico 2.12
Supuesto anual de la tasa de interés de la Fed^{a/}



a/ Corresponde al supuesto anual del punto medio del rango de la tasa de interés de la Fed para final de año.

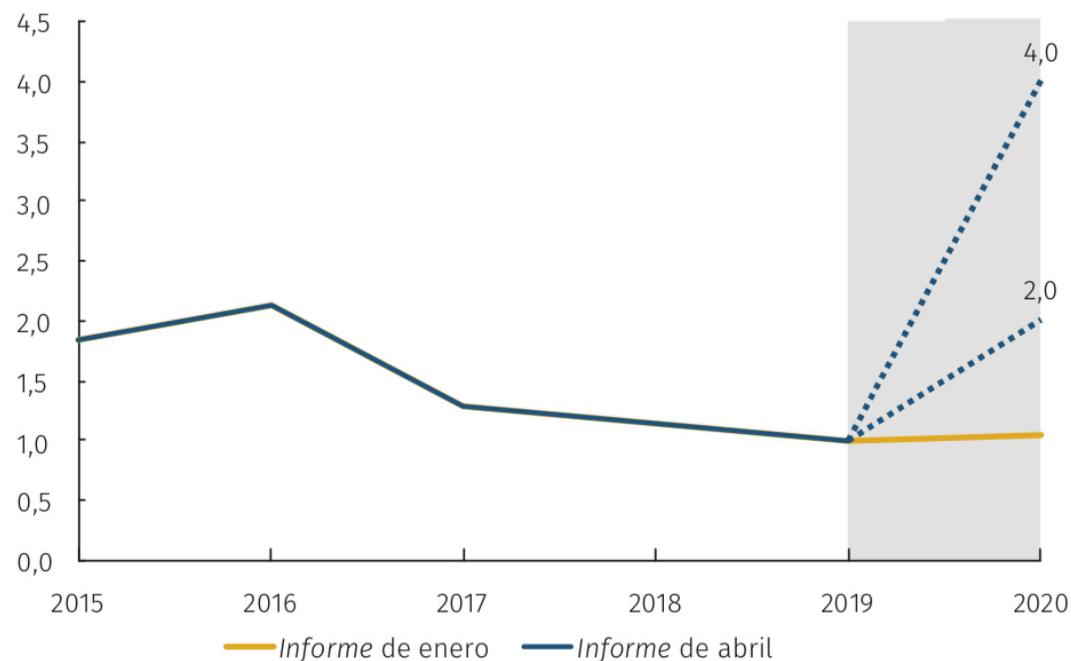
Fuente: Reserva Federal de San Luis; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

- Tasa de interés cercana al límite técnico (0%-0.25% para la FED)
- Amplia liquidez
- Contexto de inflación por debajo de la meta y con expectativas de reducción...
- ... Bajos precios de petróleo y otros bienes básicos y ausencia de presiones del mercado laboral profundamente deteriorado

Suponemos que la prima de riesgo se situaría en niveles superiores a los del promedio histórico

Gráfico 2.14
Supuesto anual de la prima de riesgo para Colombia^{a/}

(puntos porcentuales)



a/ Corresponde al promedio anual de los *credit default swaps* a cinco años.
Fuente: Bloomberg; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

- Desde mínimos históricos en enero, CDS 5 años de Colombia llegó hasta 350pb
- Incertidumbre global, demanda de activos seguros y salidas de capitales
- Menores precios del petróleo
- Expectativa de mayores niveles de endeudamiento como resultado de las medidas necesarias para enfrentar los choques
- No obstante, se mantiene acceso a mercados financieros (a mayor costo)

Los choques producen un deterioro profundo del contexto externo para Colombia

- Suponemos que los choques son principalmente transitorios, pero su duración y efectos de mediano plazo son inciertos
- Deterioro del entorno internacional:
 - Demanda de bienes y servicios de Colombia se reduce
 - Precios de petróleo caen por menor demanda (covid) y mayor oferta (OPEP)
 - Remesas se reducen
 - Flujos de capitales se encarecen, financiamiento puede ser escaso
- Esto se traduce en presiones negativas sobre ingresos externos y fiscales del país, mayores primas de riesgo y menores flujos de capital



Fuerte depreciación (presiones sobre los precios de los bienes transables)
Alzas de tasas de interés de largo plazo
Impacto negativo en la demanda agregada

Comparación con otras economías emergentes

- **Similitudes**

- A. El choque del COVID-19 deprime la actividad económica en todas las economías
- B. Al contraer la actividad económica global reduce la demanda de exportaciones y los precios de los bienes básicos exportados
- C. Con el aumento de la aversión al riesgo aumentan las primas de riesgo y se reducen los flujos de capitales

- **Diferencias: En Colombia...**

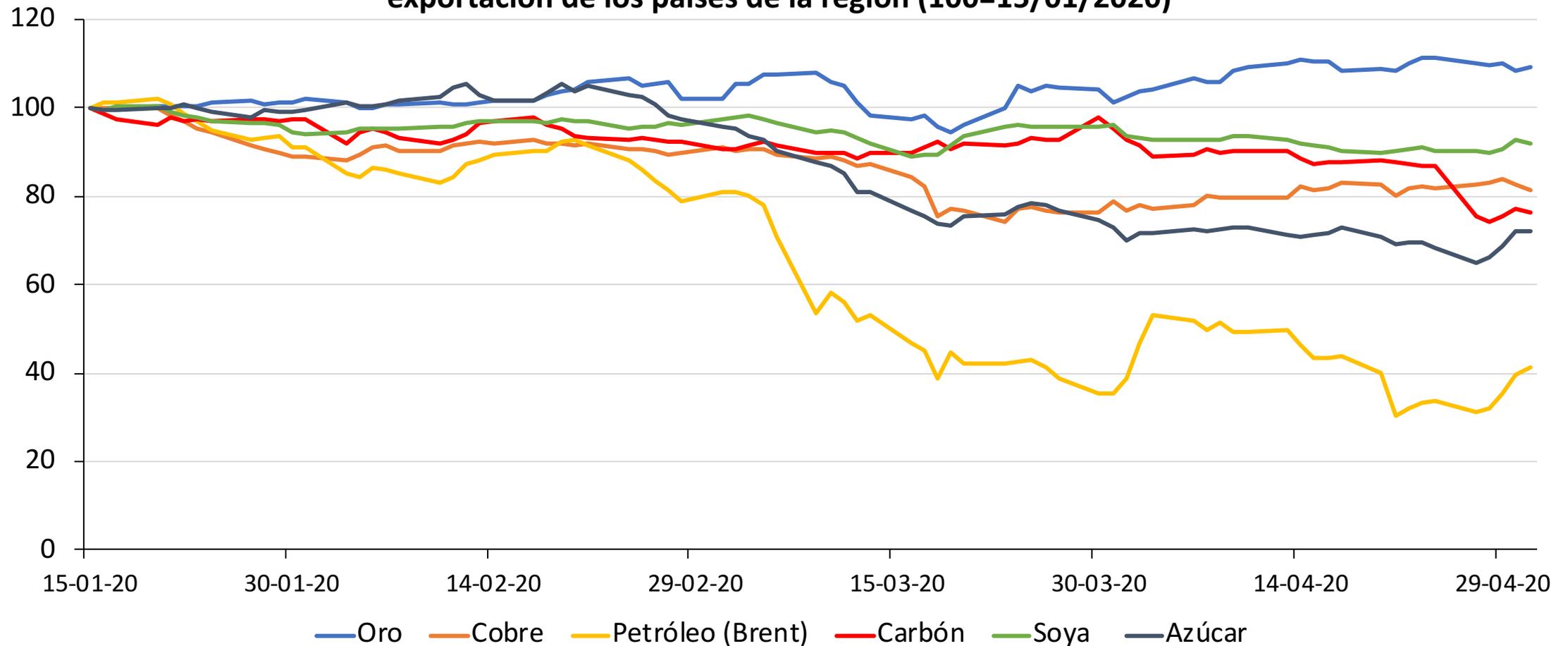
1. Recibimos dos choques en una economía con mejor dinámica inicial
2. Inflación y expectativas de inflación por encima de la meta
3. Nivel de endeudamiento externo o público mayor que en otros países
4. Déficit relativamente alto en la cuenta corriente
5. Otras economías pueden estar más integradas en las cadenas de valor
6. No todas las economías son afectadas negativamente por el petróleo
7. Los precios de los productos básicos exportados por otras economías no han sido tan afectados

- **Diferencia clave:** el choque de oferta de petróleo afecta el ingreso nacional y acentúa la presión cambiaria y su impacto sobre la inflación.
- **Estos elementos implican diferencias en la magnitud y los tiempos de las respuestas de política monetaria en distintos países (los dilemas de política pueden diferir)**

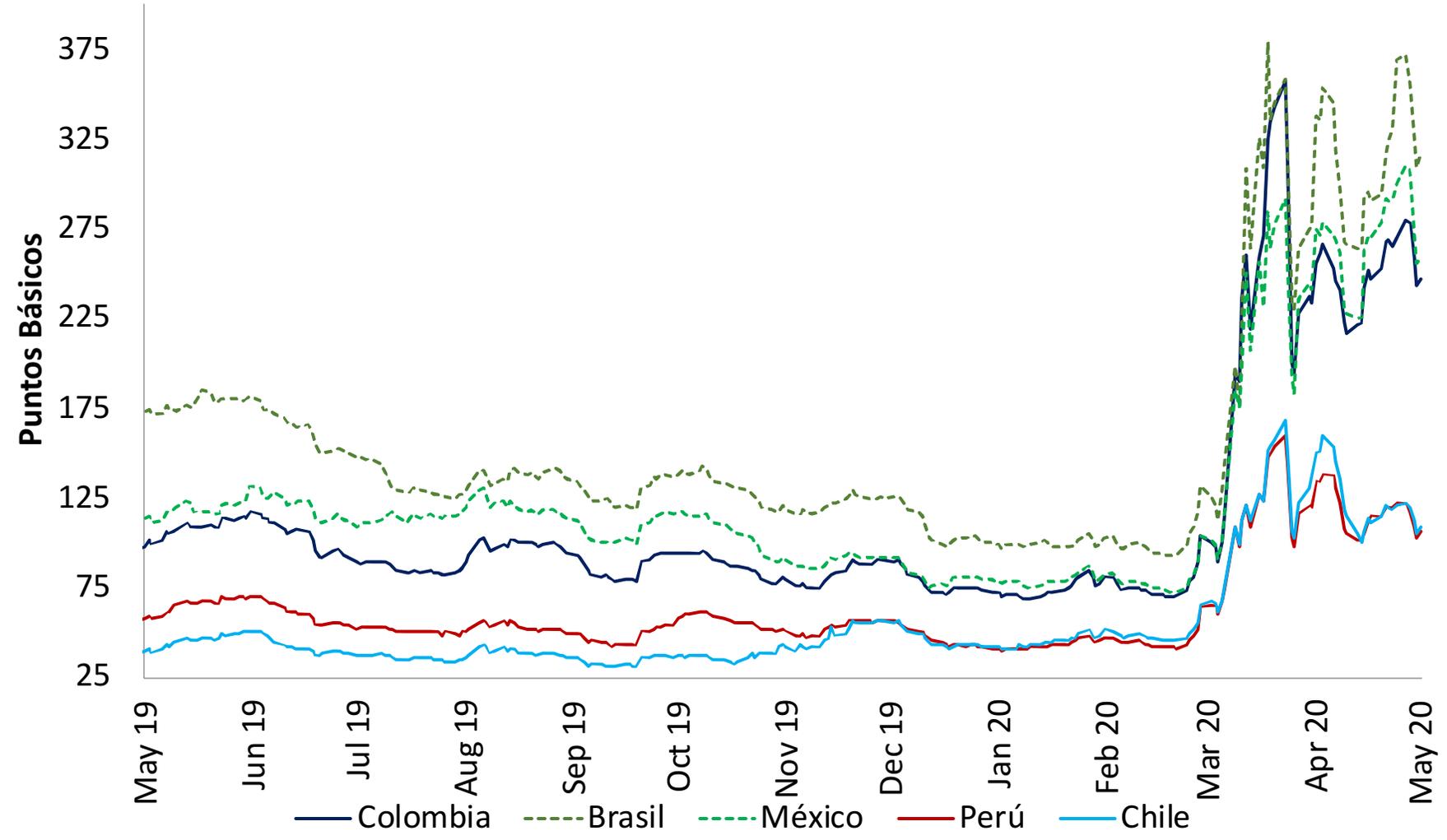


Precios de *commodities* exportados por Colombia, Chile, Perú y Brasil

Índice de Precios Internacionales de algunos de los principales productos de exportación de los países de la región (100=15/01/2020)



CDS a 5 años



Informe de Política Monetaria

Estado inicial de la economía

Situación inicial de la economía

- La economía colombiana creció 3,3% en 2019 y se esperaba algo similar en 2020.
 - Buena dinámica del consumo e inversión privados, en parte por estímulos fiscales
 - Se esperaba un repunte de la inversión en construcción
- Se esperaba cierre de la brecha a partir de -0,7%, con incertidumbre sobre efectos de la migración
- La inflación (3.8%) terminó por encima de la meta en 2019, principalmente por choques de oferta transitorios y algún efecto de la depreciación. Se esperaba convergencia hacia la meta en 2020.
- La buena dinámica de la demanda interna privada se reflejaban en un déficit externo superior al 4% del PIB, financiado principalmente por IED.
- Saldo de la deuda externa (42,7% en 2019, 26,7% en 2014, 19,1% en 2008) y pública (SPNF 58,8% en 2019, 46,2% en 2014, 43% en 2008,) son mayores que en otros episodios de fuertes choques externos

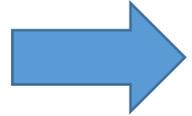


Informe de Política Monetaria

Pronósticos de actividad económica e inflación

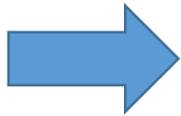
Los choques: efecto interno de corto plazo

- Caída generalizada de la actividad económica (con efectos mayores sobre sectores como turismo, transporte entretenimiento y otros servicios).
- Los choques afectan tanto la producción de bienes y servicios como la demanda de los mismos a corto plazo.



Altísima incertidumbre sobre magnitud y evolución de excesos de capacidad

- A corto plazo.
 - Firms and households face cash flow problems: difficulty to fulfill obligations and maintain employment.
 - Large liquidity needs



**Respuesta inmediata del Banco de la República para proveer liquidez amplia y garantizar el buen funcionamiento del sistema de pagos, de los mercados de deuda, monetario, cambiario y de crédito...
... Esencial para que la economía absorba los choques y para preservar el mecanismo de transmisión de la política monetaria**

Estimación de efectos sobre el crecimiento en en segundo trimestre y en el año completo 2020

- Ejercicio con la matriz-insumo producto con estructura de cuentas nacionales de 2015 → Captura efectos directos e indirectos
- Tres parámetros:
 1. Magnitud de impactos sectoriales:
 - A. Cierre de algunos sectores: Alojamiento y Actividades Artísticas y Recreación
 - B. Grado de afectación de la demanda final de todos los sectores respecto al nivel sin choques de abril (3 posibles valores por sector)

Ejemplo

Sector/Subsector	Nivel de demanda sectorial		
	Más probable	Mínimo	Máximo
Comercio y reparación	35%	25%	35%
Edificaciones	40%	30%	50%
Alojamiento	Cerrado		

2. Duración del aislamiento:

- Caso 1: Todo abril hasta el 11 de mayo
- Caso 2: Todo abril y todo mayo

3. Velocidad de recuperación:

- A. Recuperación de la demanda en junio expresada como porcentaje del choque del supuesto 1 (20%, 33% y 60%)
- B. Número de meses para retomar niveles de actividad económica previos al choque (6, 9 y 24 meses)

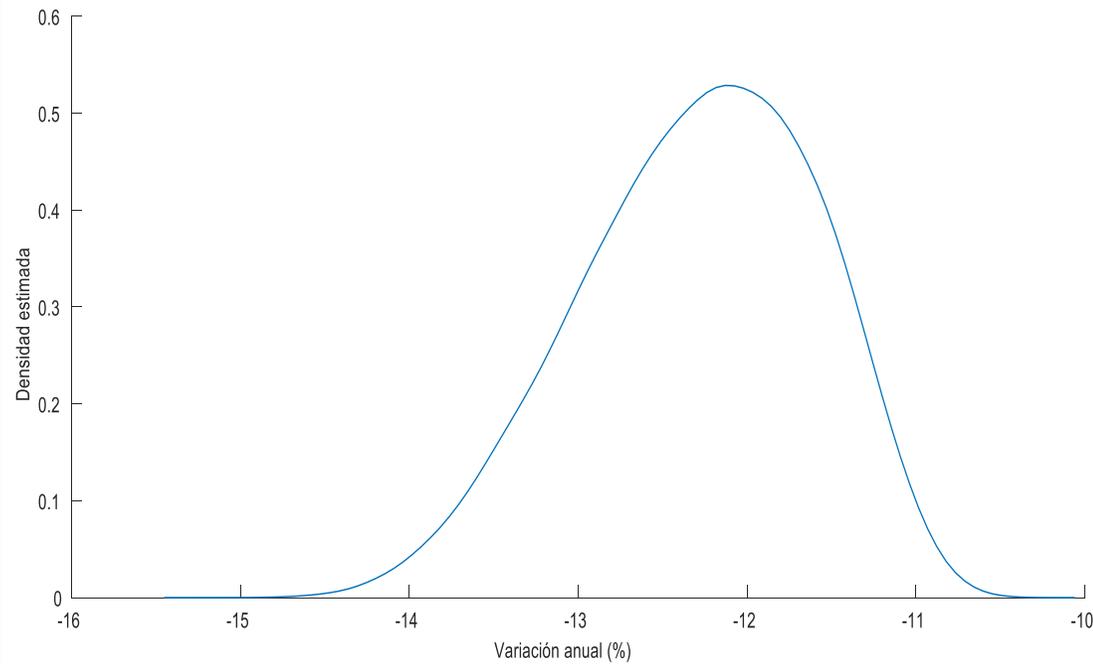
- Se hacen 300 mil simulaciones combinando los supuestos de forma aleatoria (ejercicio de Montecarlo)

Estimación artesanal del crecimiento PIB trimestral

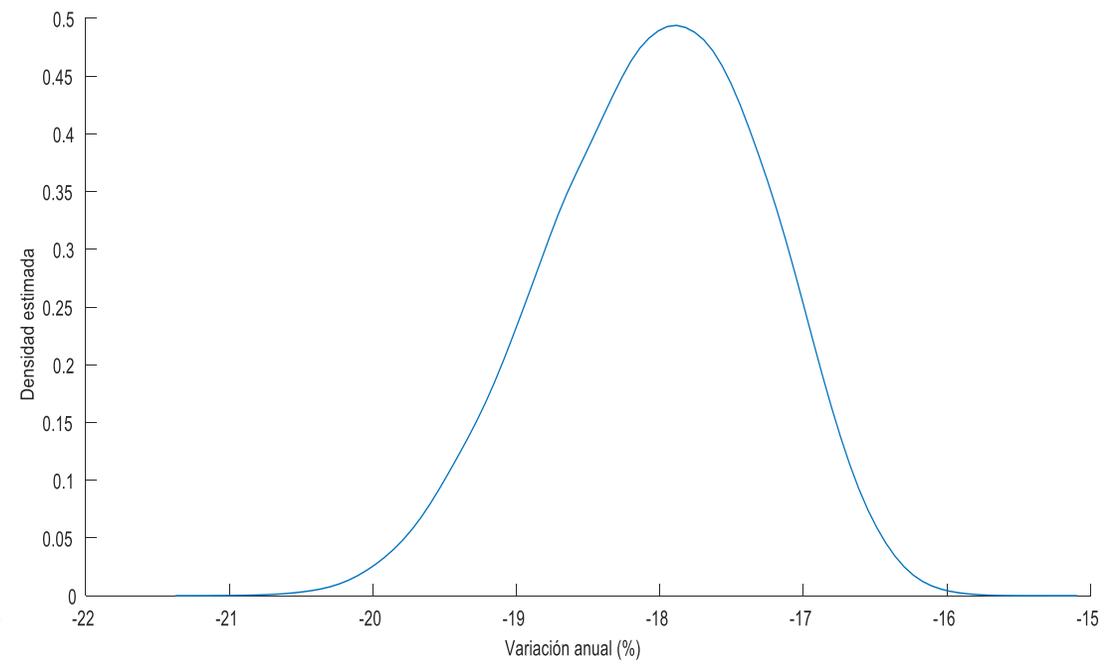
Gráfico 2

Densidades para la variación anual del PIB, segundo trimestre 2020

Panel A: caso 1



Panel B: caso 2



Fuente: cálculos de los autores

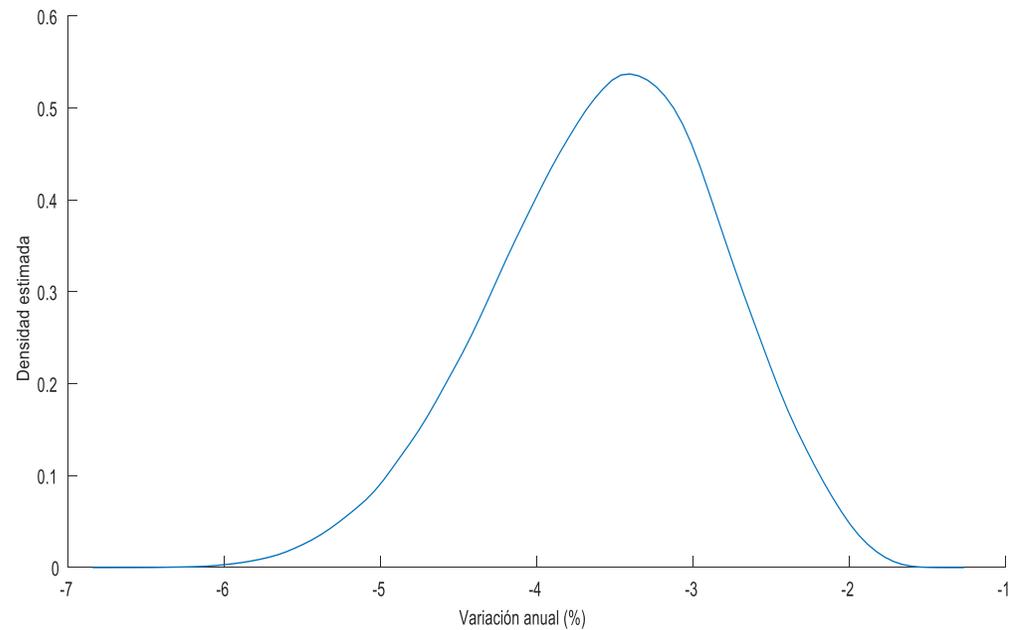


Estimación artesanal del crecimiento PIB anual para 2020

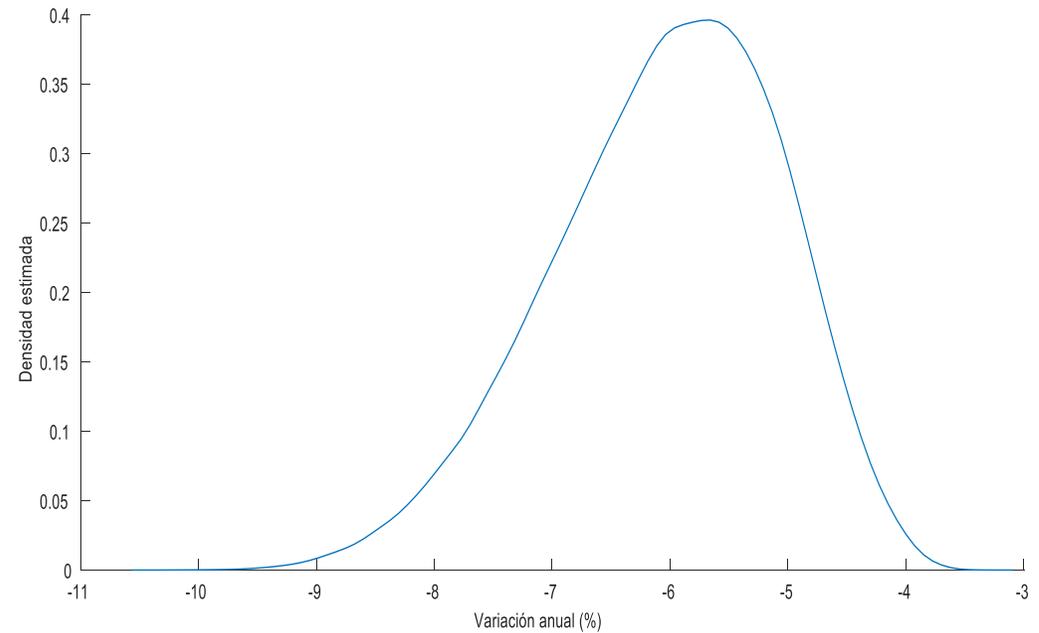
Gráfico 3

Densidades para la variación anual del PIB, 2020

Panel A: caso 1



Panel B: caso 2



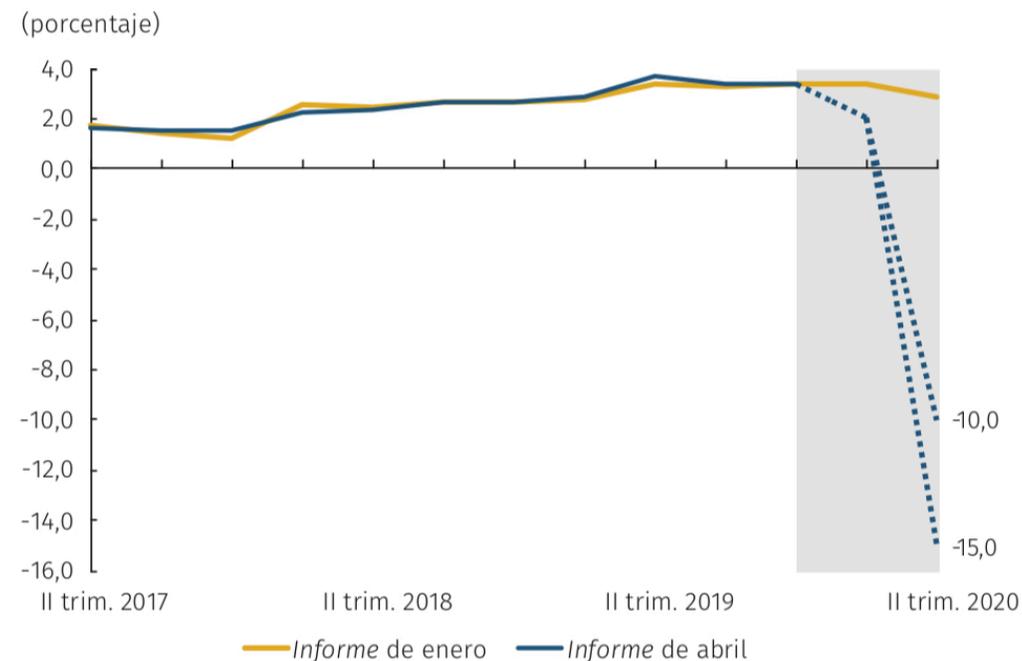
Fuente: cálculos de los autores

Mensajes generales de los ejercicios de simulación con nuestros modelos macroeconómicos (2020)

- Los supuestos externos (caída de demanda externa, aumento en primas de riesgo, caída de precio de petróleo) implican:
 1. Fuerte depreciación
 2. Caída del ingreso nacional vía menores exportaciones, remesas y términos de intercambio
- La inflación de regulados cae debido al menor precio del petróleo y las medidas sobre servicios públicos
- Se supone buen comportamiento de la inflación de alimentos por disolución de choques de oferta anteriores y de los efectos de corto plazo causado por comportamiento de agentes ante el confinamiento
- En escenarios de crecimiento económico similar al del ejercicio artesanal:
 - La inflación sinAR y la inflación total alcanzan valores menores o iguales que 3%
 - La brecha de producto se amplía
 - La respuesta de política implica una reducción de tasas
- El comportamiento de la inflación, el tamaño de la respuesta de política y la evolución de las tasas varía considerablemente **dependiendo del grado de afectación del PIB potencial y de la oferta, así como de la importancia relativa de las restricciones de financiamiento externo e interno**
- **Todo esto suponiendo acceso al financiamiento externo (aunque más costoso) y un traspaso bajo de la depreciación a la inflación**

El crecimiento económico en 2020 estaría entre -2% y -7%. El crecimiento de 2021 dependerá de la magnitud del choque en 2020 y de qué tan duraderos sean sus efectos

Gráfico 2.18
Producto interno bruto^{a/}
(variación anual porcentual de cifras trimestrales)

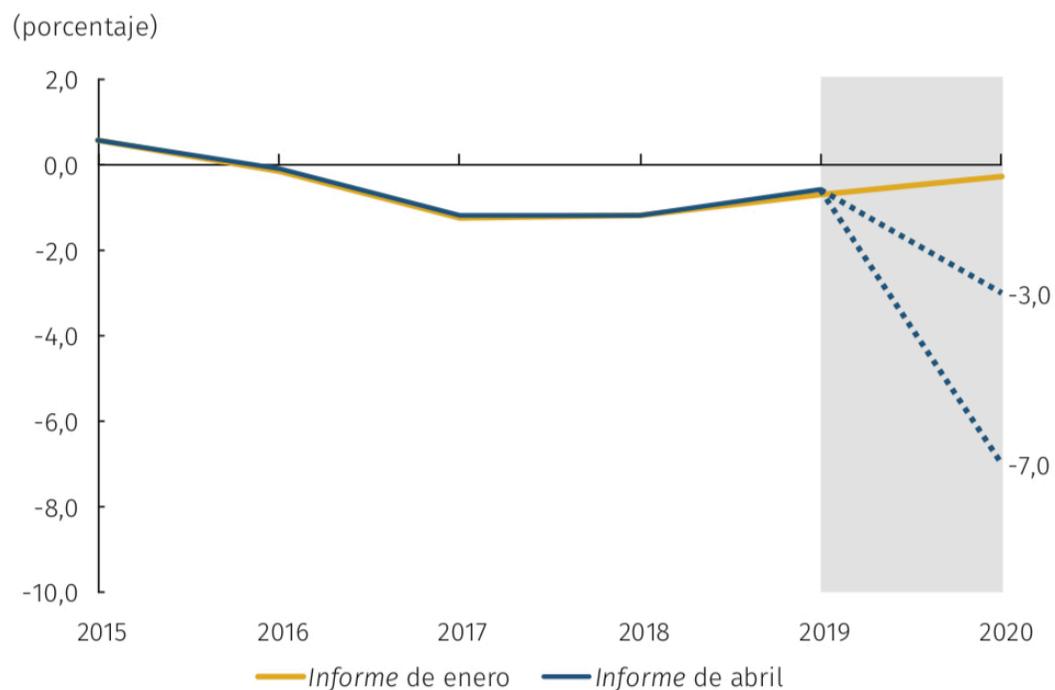


a/ Series desestacionalizadas y ajustadas por efectos calendario.
Fuente: Banco de la República.

- Crecimiento en 2020-I estimado en 2,0% por efectos del choque en marzo (vs 3,4% esperado en IPM de enero)
- Crecimiento para 2020-II estimado entre -10% y -15% anualizado (ejercicio de insumo producto)
- Crecimiento anual supone un retorno gradual a la normalidad.
- La economía solo alcanzaría los niveles de producción anual de 2019 al final de 2021
- Alta incertidumbre por evolución de la epidemia y la respuesta de política necesaria para su contención.

Una brecha de producto inicial ligeramente negativa se ampliaría en 2020

Gráfico 2.21
Brecha del producto anual^{a/}
(variación porcentual)



a/ Esta brecha se calcula como la diferencia entre el PIB observado y el PIB potencial (tendencial) que resulta del modelo 4GM.

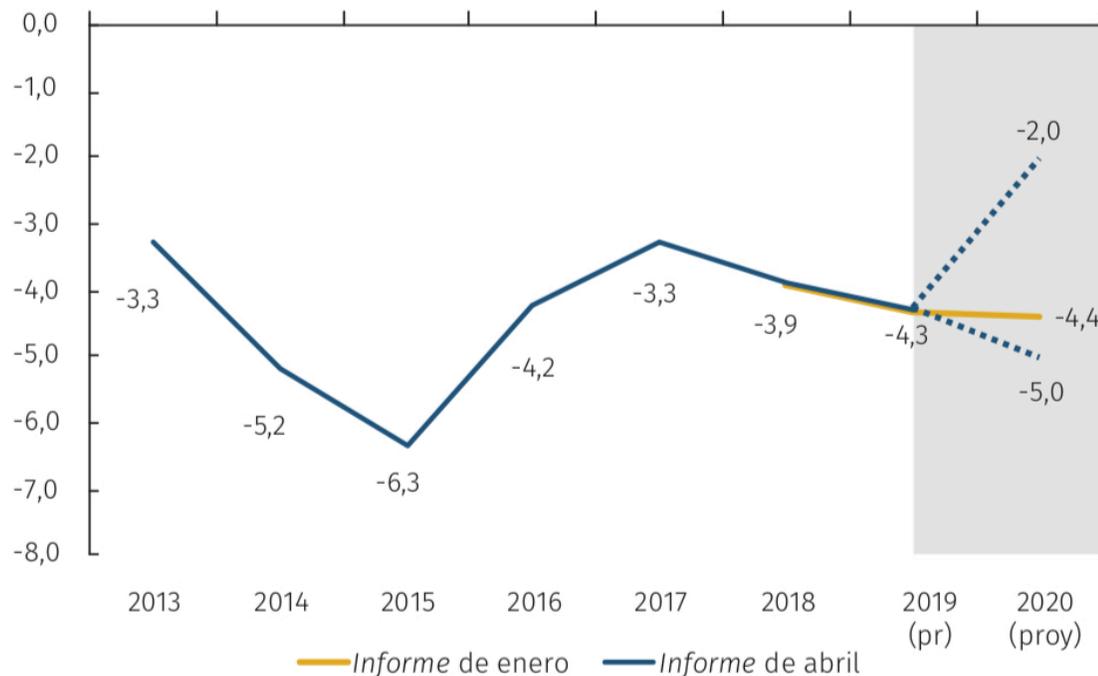
Fuente: Banco de la República.

- Las medidas de salud pública implican afectaciones tanto de la oferta como de la demanda
- La caída del producto no se traduce necesariamente en un aumento equivalente de la brecha
- Se estima que los efectos sobre la demanda primen sobre factores de oferta, pero con mucha incertidumbre sobre los excesos de capacidad.

El déficit de la cuenta corriente podría reducirse como porcentaje del PIB desde -4,3% de 2019, principalmente por la contracción de la demanda interna, pero este impacto es incierto

Gráfico 2.22
Cuenta corriente anual

(porcentaje del PIB)



(pr): preliminar.

(proy): proyección.

Fuente: Banco de la República.

Factores de reducción del déficit:

- Caída de inversión y consumo privados y la depreciación del peso llevarían a una reducción de importaciones
- Menores utilidades de empresas con capital extranjero

Factores de aumento del déficit:

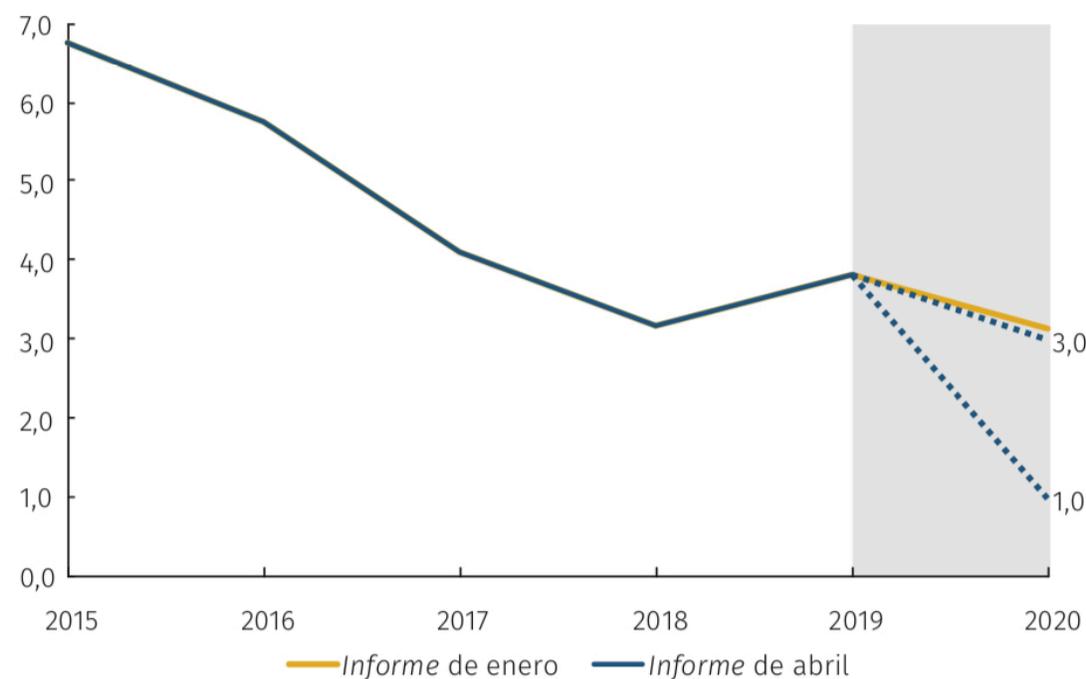
- Efecto negativo sobre exportaciones por reducción de términos de intercambio y menor demanda mundial
- Reducción de remesas

Las sub-canastas del IPC se desacelerarían y la inflación se situaría en un rango entre 1% y 3%

Gráfico 2.15

Índice de precios al consumidor (IPC)
(fin de período; variación anual)

(porcentaje)



- El IPC de alimentos se desaceleraría y a finales de 2020 registraría aumentos cercanos al 3% (disolución de choques, afectación de comidas fuera del hogar)
- El IPC de regulados presentaría reducciones significativas en sus variaciones por menores precios de petróleo y bajos ajustes en tarifas de servicios públicos (medidas de alivio)
- Disminución de impuestos y aranceles y la brecha negativa también contribuirían al descenso
- Cierre de sectores y ausencia de transacciones dificulta medición y representatividad de las cifras

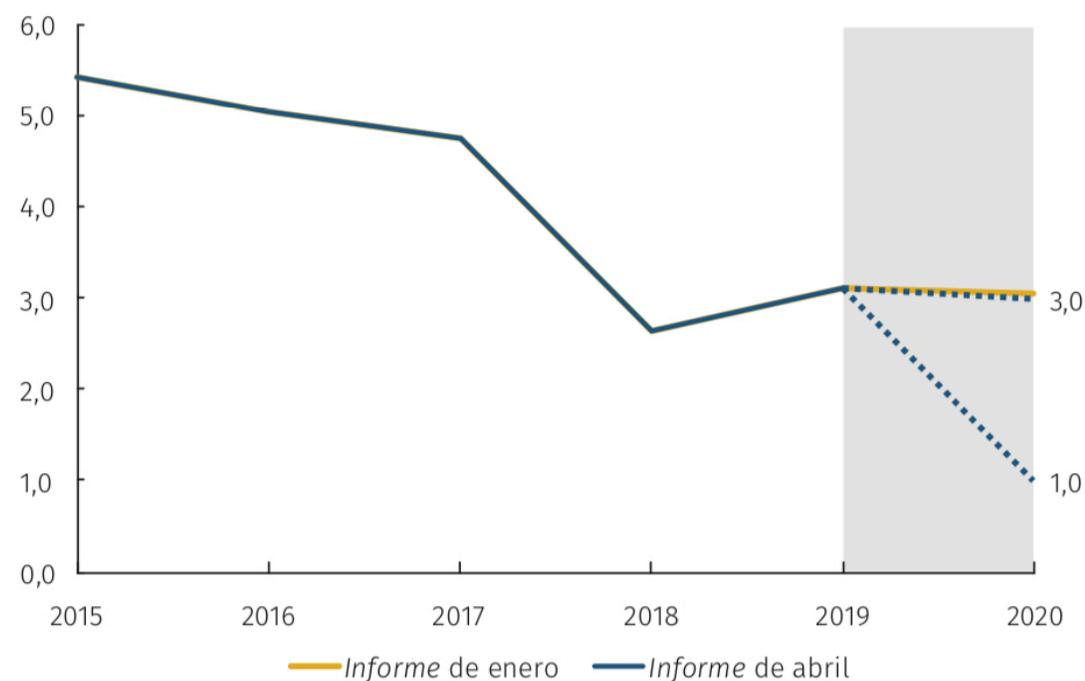
Fuente: Banco de la República.

La brecha de producto negativa llevaría a un descenso de la inflación básica que podría situarse por debajo de 3% y se acercaría a la meta en 2021 de la mano de la recuperación de la economía

Gráfico 2.16

Índice de precios al consumidor sin alimentos ni regulados
(fin de período, variación anual)

(porcentaje)



Fuente: Banco de la República.

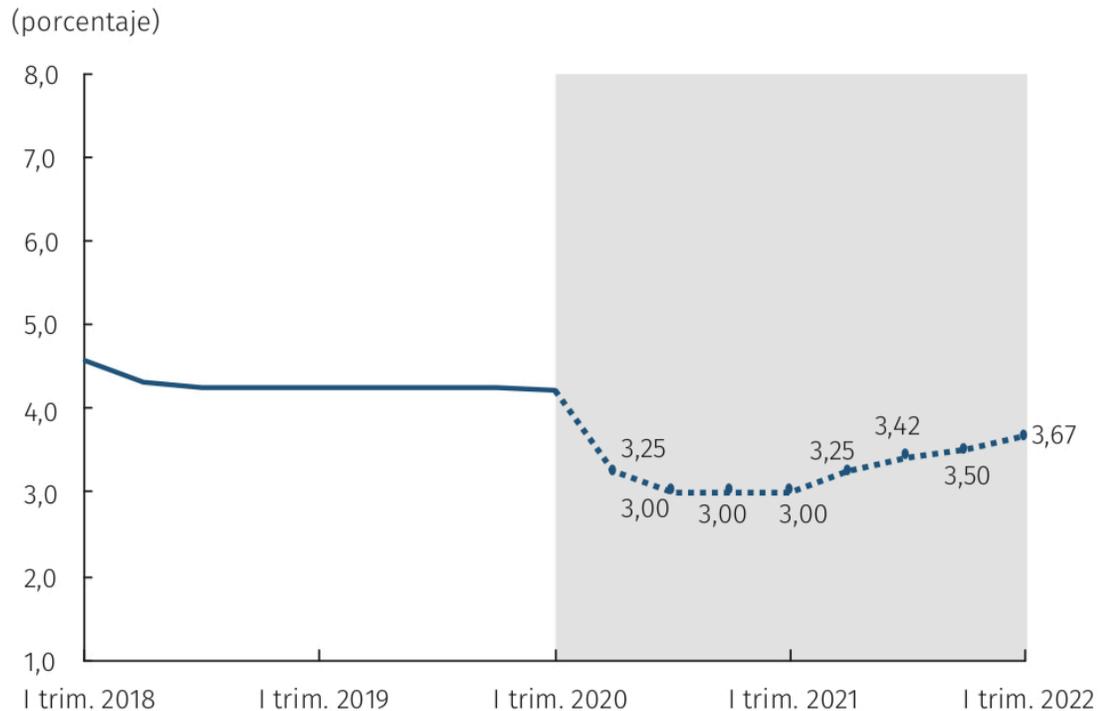
- Reducciones de precios internacionales y baja demanda reducirían inflación de la canasta de bienes transables
- Traspaso de la depreciación sería bajo y compensado por los factores anteriores
- Reducciones de costos laborales, baja demanda y controles temporales a precios de arriendos reducirían la inflación de no transables.

Informe de Política Monetaria

Política monetaria

La senda de tasa de interés esperada por los analistas tiene reducciones a 3% en 2020 y comienzo de normalización en 2021

Gráfico 2.23
Tasa de política esperada por analistas
(promedio de período)



Fuente: Banco de la República.

- Los pronósticos de los analistas difieren de los implícitos en los mercados
- La senda de tasa de interés del equipo técnico también apunta a un relajamiento que dependerá de:
 - ✓ Magnitud y persistencia de choques de oferta y demanda
 - ✓ Efectos de los choques sobre las expectativas de inflación y los costos
 - ✓ Potencia de los canales de transmisión a lo largo del tiempo
 - ✓ Evolución de las condiciones financieras locales
 - ✓ Evolución de las condiciones financieras externas y su efecto sobre la tasa de cambio y los precios

Consideraciones sobre política monetaria

- La naturaleza de los choques implica **diferentes respuestas de política del banco central a lo largo del tiempo**
- Se espera que los choques amplíen sustancialmente la brecha de producto negativa, con incertidumbre sobre magnitud
- La credibilidad de la política monetaria justifica una respuesta contracíclica
- La magnitud y la velocidad de esta respuesta depende del balance de sus riesgos (v.g. tamaño de excesos de capacidad, condiciones financieras externas) y de sus efectos (v.g. potencia del efecto impacto sobre la demanda agregada)
- El choque introduce incertidumbre de corto plazo sobre algunos de los elementos que determinan ese balance:
 1. Representatividad e interpretación de las cifras de precios de sectores afectados
 2. Dificultad de estimación de excesos de capacidad
 3. Efectos de una reducción de tasas sobre las decisiones de gasto de los hogares y firmas

Consideraciones sobre política monetaria

- Consideraciones sobre un recorte de tasas a corto plazo:
 - Bajo estímulo a la demanda agregada en el corto plazo
 - “Efecto ingreso” positivo (relativamente pequeño) para aliviar la carga financiera de deudores con créditos a tasas de interés variables o desembolsos nuevos
 - La anticipación puede acelerar la transmisión cuando se restablezcan los canales de transmisión
 - Un recorte muy agresivo puede ser incompatible con
 - a. Incertidumbre sobre condiciones futuras de la economía en términos de actividad económica e inflación (v.g. evolución y tamaño de la brecha de producto o la tasa de cambio)
 - b. Circunstancias cambiantes de las condiciones financieras externas
- Consideraciones a mediano plazo:
 - Las ganancias de la política expansiva serán mayores cuando haya retrocedido la infección y los canales de transmisión tradicionales se reestablezcan
 - La respuesta de la política monetaria dependerá del comportamiento de la oferta de crédito y la aversión local al riesgo (clave observar efectos de los programas de garantías del Gobierno)
 - Condiciones apretadas en los mercados financieros internacionales reducen capacidad de estímulo
 - Será necesario tomar en cuenta el estímulo fiscal

Informe de Política Monetaria

Riesgos

Riesgos de las proyecciones y el análisis

- Evolución de la epidemia y posibles futuras medidas sanitarias
- Magnitud y evolución de los excesos de capacidad: los choques afectan la oferta y la demanda
- Dificultad en la medición de precios y en la interpretación de los datos
- Evolución del precio del petróleo
- Acceso a financiamiento en los mercados de capitales internacionales
- Efectos de la depreciación sobre los precios
- Restablecimiento pleno de los canales de transmisión de la política monetaria

Informe de Política Monetaria

Abril 2020



Gerencia Técnica
Mayo 6 de 2020