

# Informe de Política Monetaria Abril de 2022



Gerencia Técnica  
Mayo 4 de 2022

# 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 enero de 2022)

## Principales características del pronóstico de enero:

1. Gran incertidumbre
2. Bajos excesos de capacidad se mantenían en 2022 y 2023
  - ✓ Pronóstico de crecimiento de 4,3% para 2022 y 3,1% para 2023
  - ✓ Fuerte dinámica de la demanda interna, especialmente del consumo privado...
  - ✓ ... pero con un componente transitorio que se moderaba desde 2022.T1
3. Inflación total y básica creciente y pronósticos por encima de la meta, producto de diversos choques de oferta internos y externos de variada duración
  - ✓ Sorpresas inflacionarias al alza en las canastas de bienes, alimentos y regulados
  - ✓ Mayor persistencia estimada de los choques de oferta externos
4. Expectativas de inflación en aumento, con riesgo de desanclaje y mayor indexación
5. Política monetaria: en proceso de normalización, pero aún expansiva. Tasa de referencia en 4%

# Principales cambios - Contexto externo

## Principales choques

- Invasión de Rusia a Ucrania
- Restricciones para controlar el Covid-19 en China (política de cero tolerancia)
- Sorpresas al alza en la inflación y mercado laboral apretado en los Estados Unidos

## Principales consecuencias

- Mayores y más persistentes presiones de costos en materias primas, alimentos y bienes
- Mayores precios de las exportaciones (v.g. petróleo, carbón) y de las importaciones (alimentos, materias primas). En balance mejoran nuestros términos de intercambio.
- Condiciones financieras externas aún holgadas, pero más apretadas que en el anterior trimestre:
  - ✓ Normalización de la política monetaria en los Estados Unidos antes de lo previsto
  - ✓ Aumento de primas de riesgo
- Mayor incertidumbre que en enero
- Menor crecimiento global en un entorno de alta inflación

# Principales cambios - Contexto interno

- **Inflación:** Significativas sorpresas al alza. Se reafirman la tendencia creciente de la inflación total y básica.
- Las altas variaciones de precios en alimentos siguen siendo el principal factor detrás de los aumentos en inflación.
- No obstante, las sorpresas inflacionarias en el primer trimestre se dieron en todas las canastas
- Factores que afectan a los precios:
  - ✓ Persistentes presiones externas de costos en alimentos procesados y bienes
  - ✓ Aumentos en alimentos perecederos por factores cíclicos, efectos rezagados de los bloqueos y costos de insumos
  - ✓ Presiones de costos más generalizadas (v.g. IPP, salario mínimo) se estarían transmitiendo al IPC
  - ✓ Indexación a mayores niveles de inflación
  - ✓ Demanda interna privada vigorosa y cierre de excesos de capacidad
  - ✓ Costos de inversión e indexación afectan a los regulados
  - ✓ Impactos de las medidas regulatorias transitorias sobre algunos precios (impoconsumo)
- Inflación básica (Sin Alimentos ni Regulados) por encima de la meta por primera vez desde 2019
- Expectativas de inflación de mediano plazo han aumentado y se encuentran por encima de la meta

# Principales cambios - Contexto interno

- **Actividad económica:** Crecimiento de 2021 (10.6%) mayor que el estimado en enero (9,9%).
- Indicadores de alta frecuencia sugieren que el crecimiento del primer trimestre de 2022 (7.2%) habría superado la proyección anterior (5.2%)
  - ✓ El consumo final se habría mantenido en niveles superiores a los de la pre-pandemia, sin el ajuste esperado por agotamiento del efecto de demanda represada
  - ✓ La inversión en construcción y obras civiles habría crecido, pero seguiría por debajo de los niveles pre-pandemia. La inversión en maquinaria y equipo se habría mantenido en niveles superiores a los de la pre-pandemia
  - ✓ Las exportaciones habrían caído ligeramente en el trimestre, con mejores ventas de bienes no tradicionales y servicios, pero menores volúmenes exportados de carbón y petróleo.
  - ✓ Las importaciones habrían aumentando trimestralmente, principalmente por las compras de bienes de capital
- Recuperación del empleo y caída del desempleo más fuertes de lo esperado

# Estado inicial de la economía

## ■ Interpretación de los datos:

- ✓ Se han materializado riesgos al alza en los costos de varios sectores y en el ajuste de las condiciones financieras externas, resultando en mayor presión sobre la inflación
- ✓ Excesos de capacidad productiva se habrían eliminado (no hay presión desinflacionaria por este lado)
- ✓ Choques de oferta más fuertes y duraderos de lo esperado implican riesgos crecientes sobre el anclaje de las expectativas de inflación y sobre el grado de indexación
- ✓ Mayor incertidumbre del pronóstico y mayores intervalos de predicción para las variables
- ✓ En ausencia de los ajustes en la tasa de interés de referencia, la postura de la política monetaria se habría tornado más expansiva: tasa de interés real habría caído por aumento de las expectativas de inflación (neutral de 1.8% en 2022 y 1,9% en 2023)
- ✓ Todo esto en un contexto de política fiscal todavía expansiva y desbalances externos persistentes

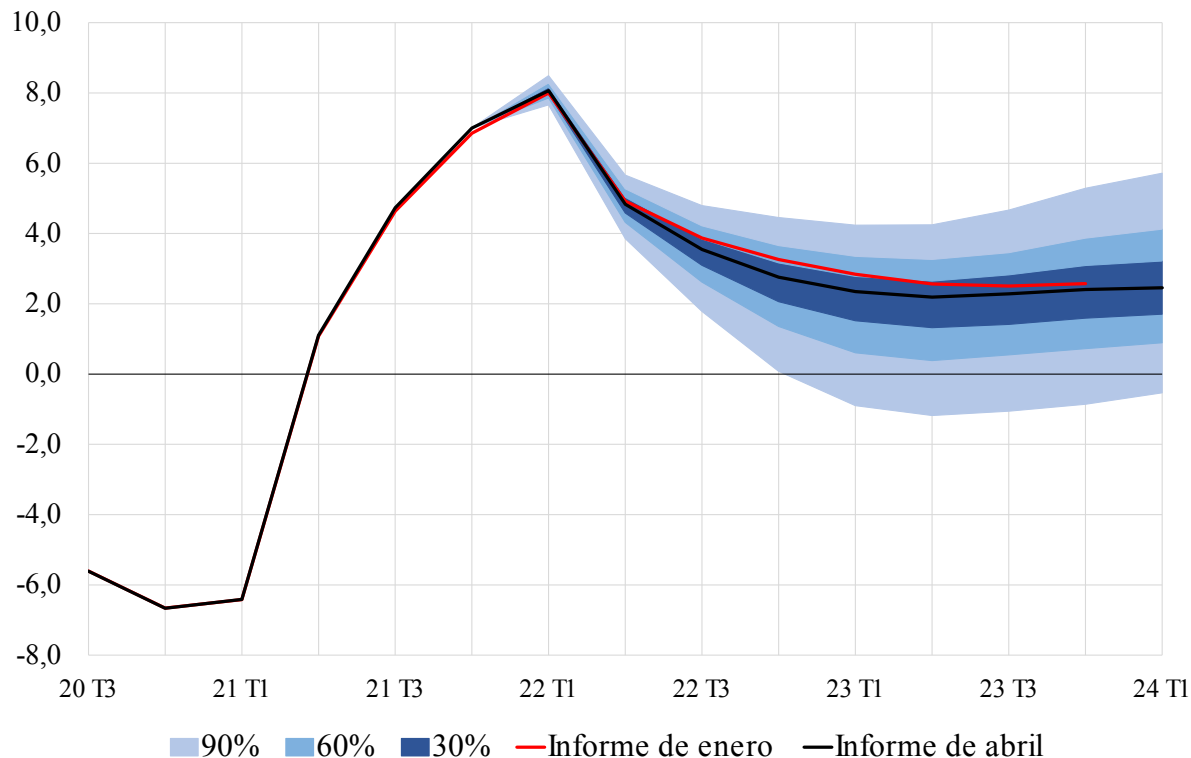
# Pronóstico IPoM abril de 2022

## Contexto Internacional



# La demanda externa crecería a un menor ritmo en 2022 (2,8% vs 3,3% antes) y 2023 (2,4% vs 2,6% antes)

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

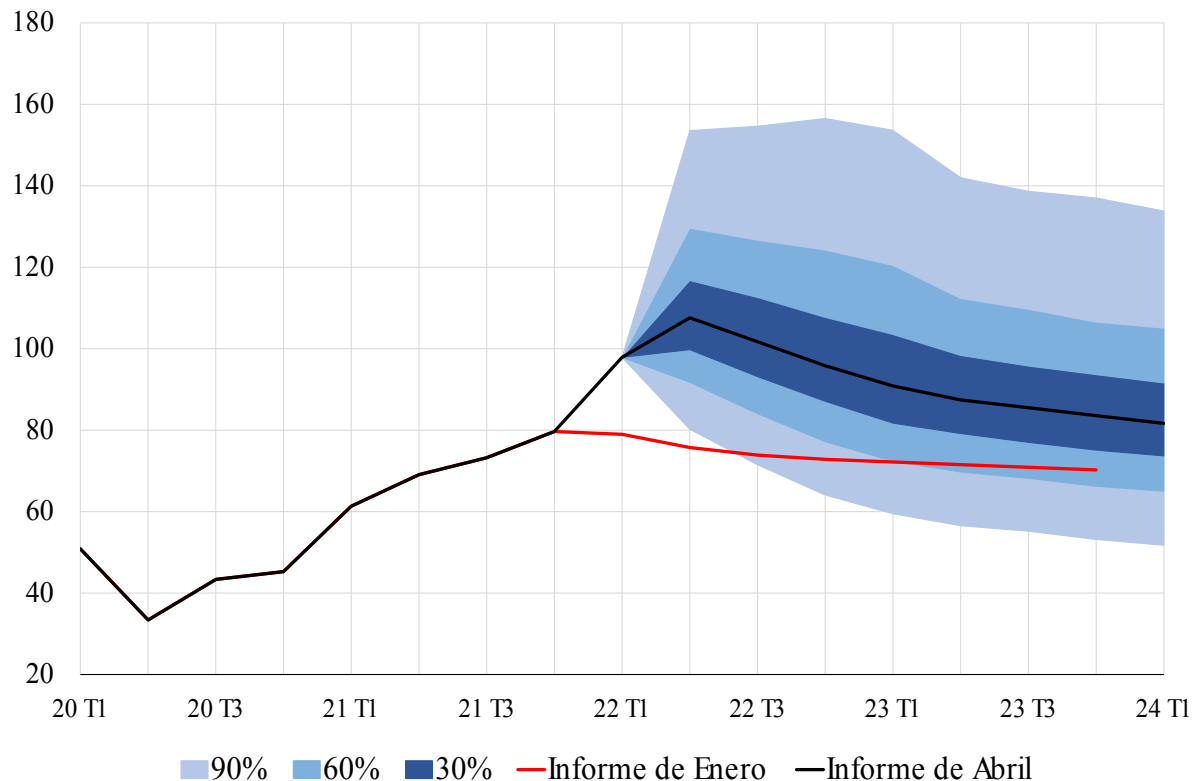


- Los nuevos choques reducirían el crecimiento global
- En 2022 el crecimiento de la demanda externa se reduciría por la guerra, el retiro de estímulos monetarios y fiscales, las interrupciones en cadenas de suministro y el Covid-19
- EEUU: Fortaleza del mercado laboral, pero inflación, confianza de los consumidores y política monetaria afectarían la demanda privada.
- Europa: Aumentos de costos, especialmente energía, y efectos negativos de la guerra sobre las cadenas de suministro y el comercio internacional.
- China: Desaceleración en 2022 por choques de oferta, restricciones para controlar el Covid-19 y caídas en la actividad inmobiliaria.
- América Latina: Menores efectos de la guerra. Mayores precios de *commodities*, pero menor estímulo monetario externo y local, y desaceleración en EEUU y China moderarían crecimiento

# El supuesto del precio internacional del petróleo (Brent) se revisó significativamente al alza para 2022 (101 USD bl en promedio, antes 75) y 2023 (87 USD bl, antes 71)

## Supuesto trimestral del precio del petróleo

(dólares por barril)

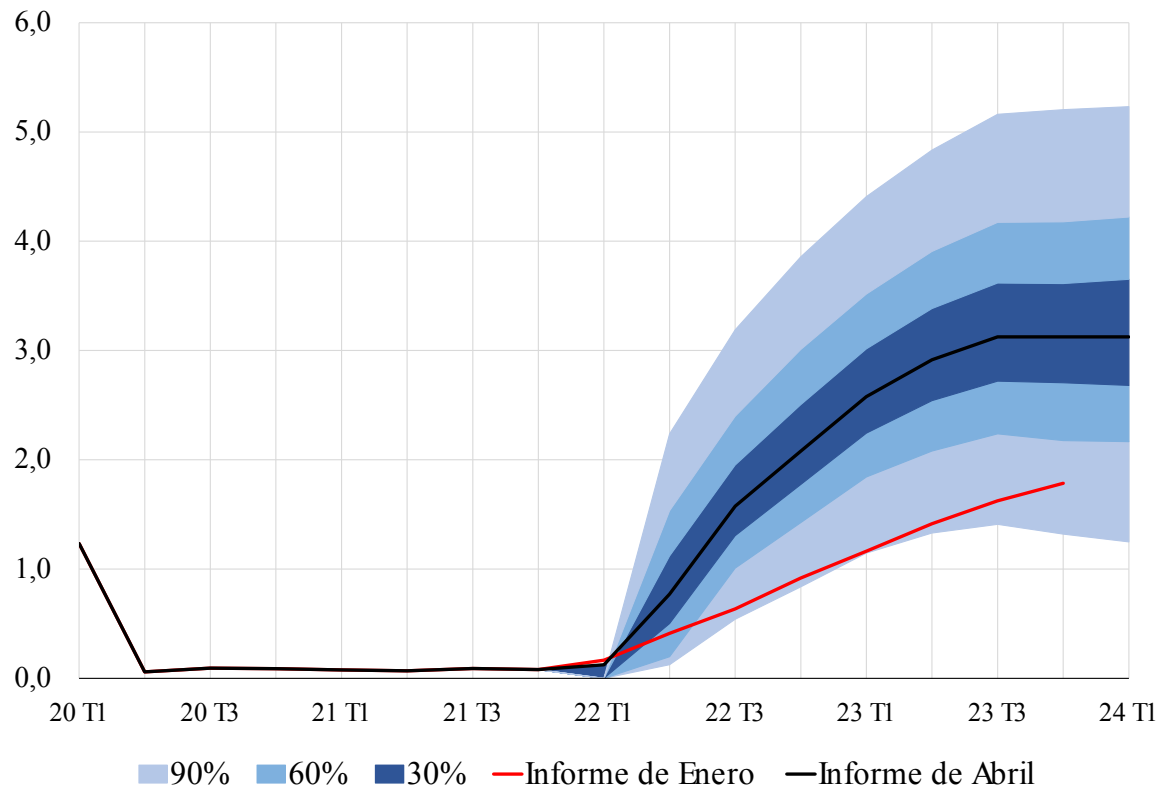


- Tras la invasión de Rusia a Ucrania los precios son los más altos en muchos años
- A corto plazo se espera un mercado relativamente apretado, con niveles bajos de inventarios y efectos de tensiones geopolíticas
- Oferta: Menor disponibilidad desde Rusia, dificultades para aumento de producción en OPEP+, lenta recuperación en la producción de EEUU y Canadá, baja inversión en el sector.
- Demanda: habría alguna moderación de la demanda ante menores perspectivas de crecimiento
- 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.
- Se espera un aumento de los términos de intercambio en 2022 respecto a 2021, a pesar de los mayores precios proyectados de las importaciones.

# El escenario de inflación y crecimiento de los EEUU vendría acompañado de una senda de tasas de interés de política sustancialmente mayor que en el anterior pronóstico

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

(porcentaje)

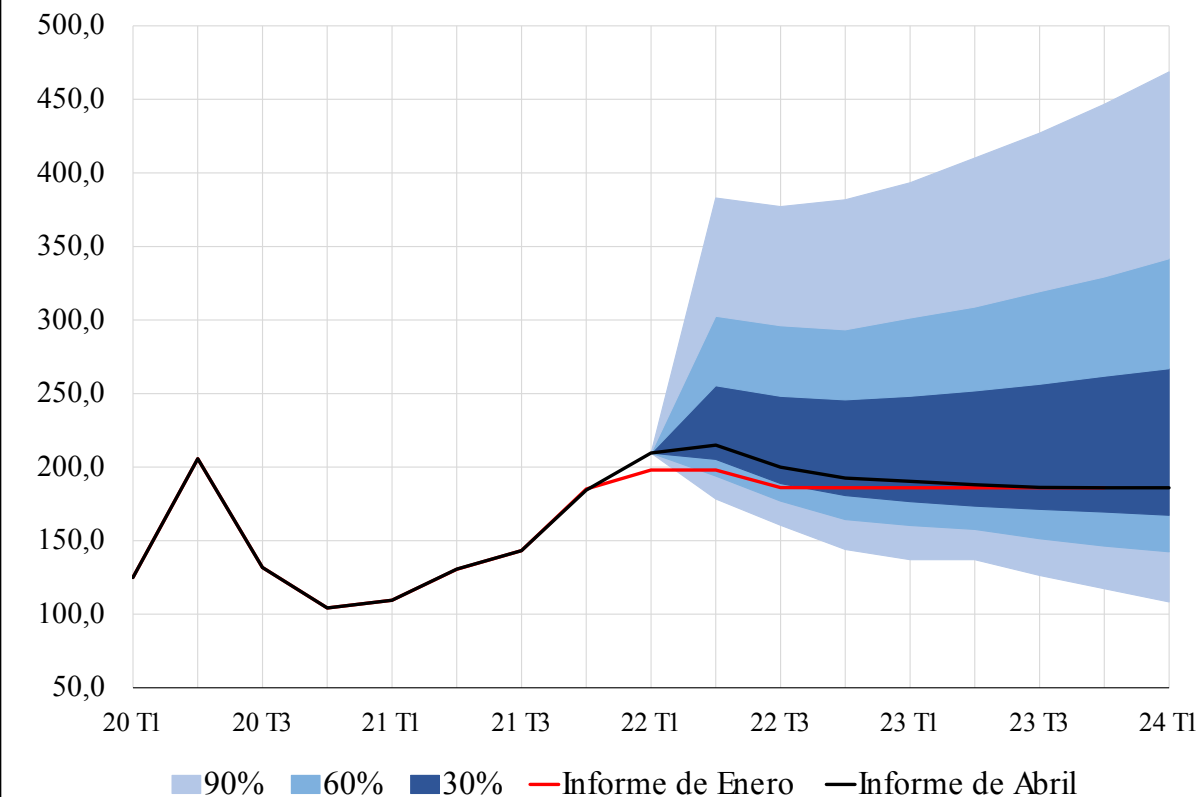


- Estados Unidos:
  - ✓ Se materializa el riesgo de una normalización más temprana y rápida de la política monetaria en los EEUU
  - ✓ Inflación total en 8,5% (mayor registro desde 1981)
  - ✓ Expectativas de inflación por encima de 2% en 2022 y 2023
  - ✓ Mercado laboral apretado
  - ✓ Más y mayores aumentos de tasas en 2022 y 2023
  - ✓ En junio comenzará reducción de la hoja de balance
- Europa:
  - ✓ Inflación básica (2,9%) al alza y por encima de la meta
  - ✓ Inflación total llegó a 7,4%
  - ✓ Se espera una política menos expansiva
- Riesgos: sesgados al alza por una normalización más acelerada de la política monetaria en los EEUU

# La percepción de un mayor riesgo sobre el país y condiciones financieras externas menos favorables se reflejan en mayores primas de riesgo soberano en los datos y en el pronóstico

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

(puntos base)



- Expectativa de condiciones financieras internacionales menos favorables e incertidumbre sobre los efectos globales de la guerra
- CDS-5 de Colombia siguieron aumentando, llegando a niveles superiores a 200pb en abril, mayores que los de países de similar calificación crediticia:
  - ✓ Aumento de la percepción general de riesgo soberano
  - ✓ Incertidumbre política y fiscal
- ... A pesar de la mejora de los términos de intercambio y de flujos netos de capitales relativamente favorables
- Los mayores niveles de endeudamiento público y la persistencia de déficit fiscales y externos son coherentes con primas de riesgo que permanecen altas en el futuro.
- Riesgos: sesgados al alza por posible ajuste fuerte de condiciones financieras externas e incertidumbre global y local

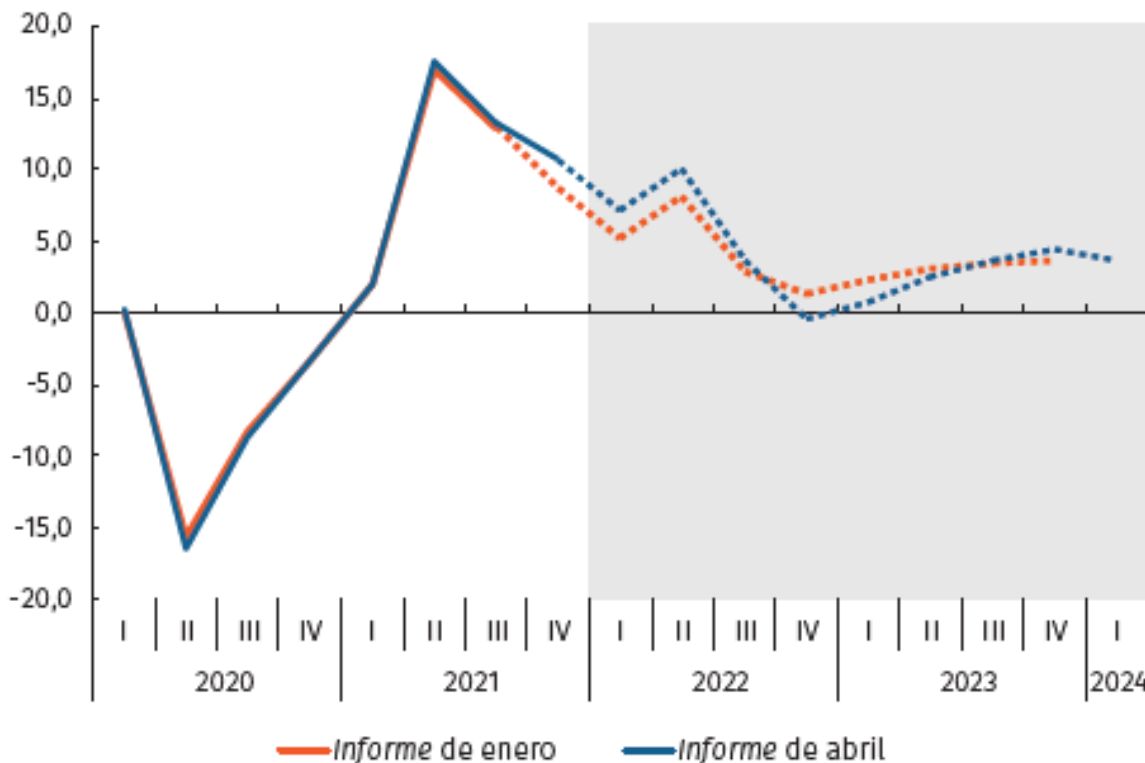
# Pronóstico IPoM abril de 2022

## Pronósticos de actividad económica e inflación

# El crecimiento del PIB en 2022 se revisó al alza del 4,3% al 5%, en un rango amplio entre 2,5% y 7%. Para 2023 se revisó del 3,1% al 2,9%

## PIB trimestral <sup>a/</sup> (variación anual)

(porcentaje)

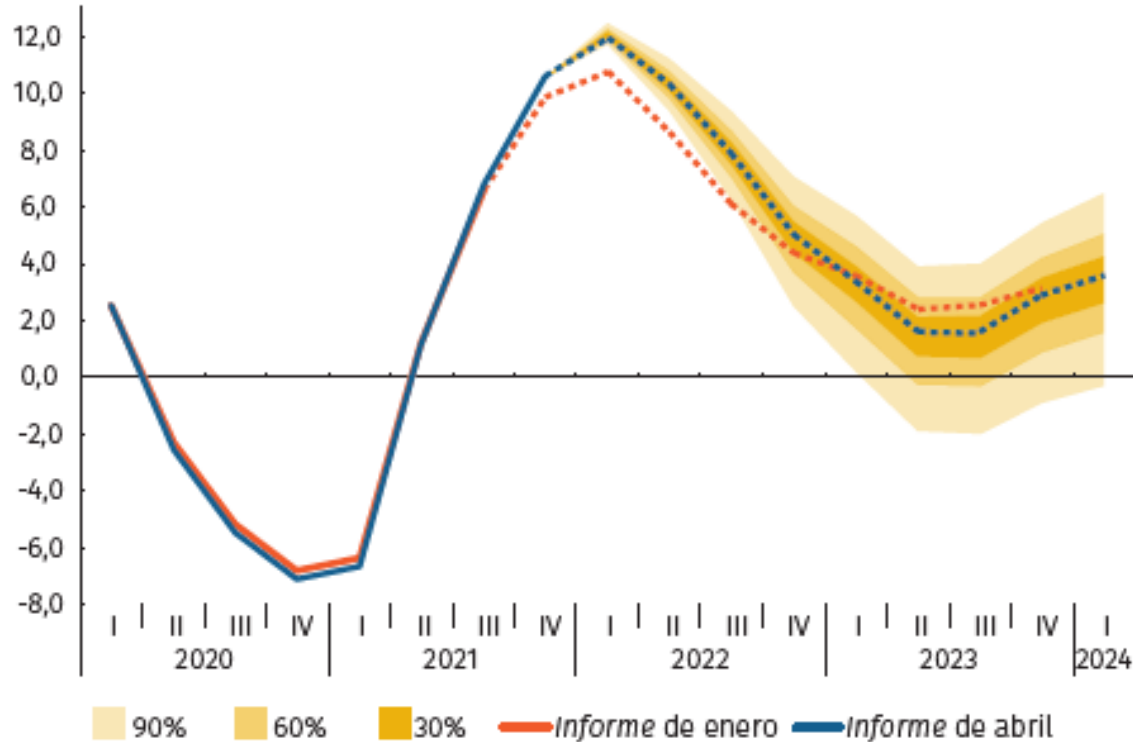


- Con base en la información reciente, se estima un crecimiento anual en 2022.T1 de 7,2%, mayor de lo esperado en enero (5,2%)
- El PIB trimestral mantendría los niveles de finales de 2021, principalmente como reflejo de una demanda interna privada dinámica.
- Este resultado se explica por mejores condiciones de los consumidores (mercado laboral, crecimiento del crédito, remesas), condiciones financieras externas aún favorables y políticas fiscal y monetaria expansivas
- Se supone que parte de la fortaleza observada sería transitoria, al disiparse que el efecto de demanda represada y de algunos de los factores mencionados

# La dinámica del crecimiento en 2022 sería impulsada principalmente por la inversión y las exportaciones

## Producto interno bruto, acumulado 4 trimestres <sup>a/, b/, c/</sup> (variación anual)

(porcentaje)

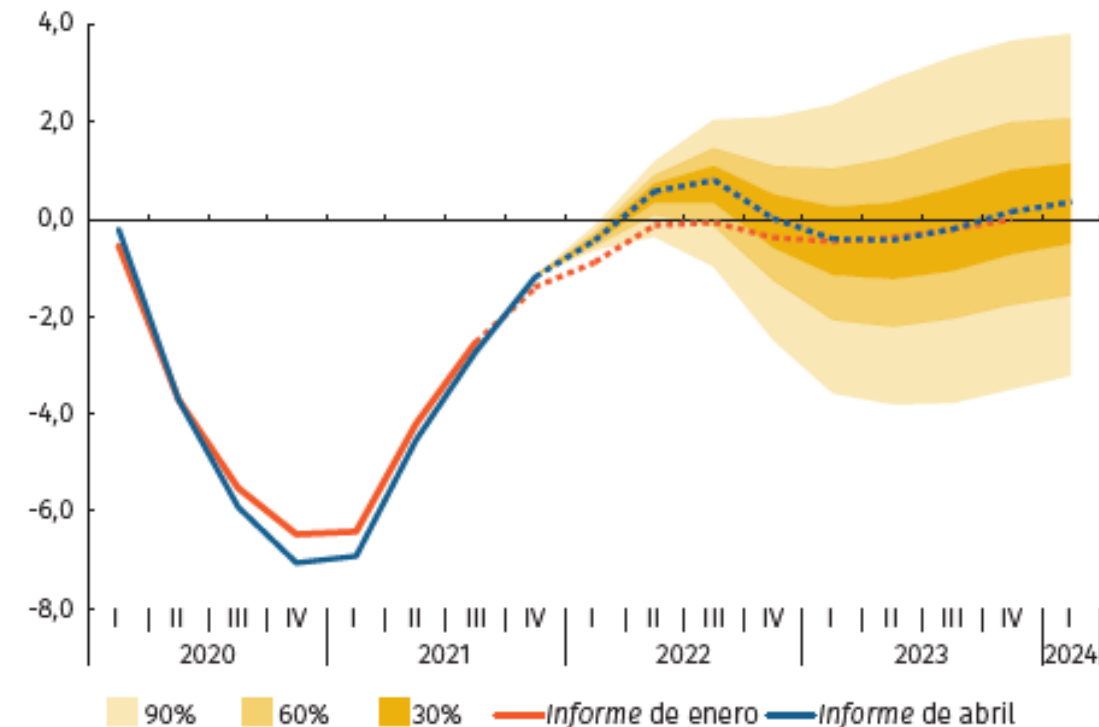


- La proyección de 2022 tiene en cuenta los siguientes elementos:
  - ✓ Base baja de comparación en el primer semestre de 2021
  - ✓ Supone que parte de la recuperación en la demanda interna es transitoria y que el consumo se desacelera
  - ✓ Los crecimientos inter-trimestrales son bajos
- En 2022 la inversión y las exportaciones serían los componentes más dinámicos de la demanda agregada
  - ✓ Ajuste del consumo privado y público
  - ✓ Buena dinámica de ventas de vivienda y obras civiles
  - ✓ Mayores precios de petróleo y otros bienes de exportación
  - ✓ Recuperación de las exportaciones de servicios (turismo)
  - ✓ La demanda externa seguiría siendo favorable, a pesar de los choques recientes
- Pese a su dinamismo, la inversión no recuperaría sus niveles pre-pandemia en 2022 (rezago en la construcción, incertidumbre política y fiscal, condiciones financieras externas e internas menos holgadas hacia adelante)
- En 2023 el crecimiento se acercaría más a sus niveles de largo plazo (2,9% en un rango entre 0,4% y 5,5%)

# En 2022 y 2023 los excesos de capacidad serían cercanos a cero. Los riesgos sobre el crecimiento están sesgados a la baja

## Brecha del producto<sup>a/, b/, c/</sup> (acumulado 4 trimestres)

(porcentaje)



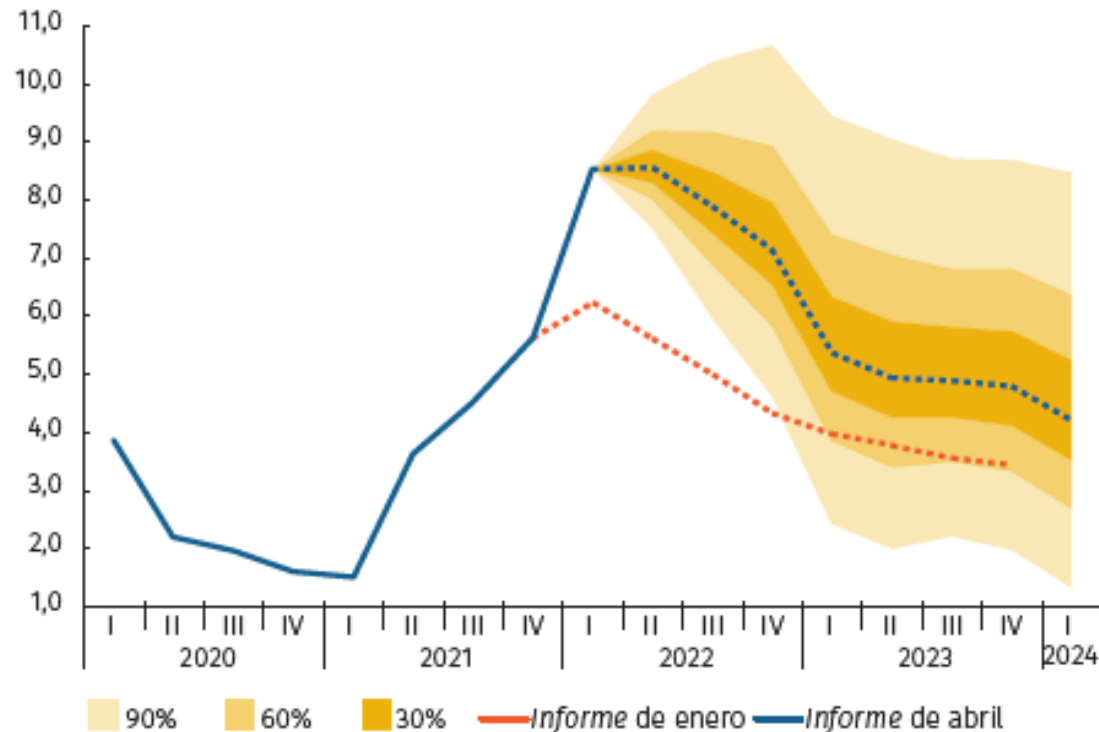
- La brecha de producto se habría cerrado y permanecería alrededor de cero en el horizonte de pronóstico:
  - ✓ Alto crecimiento en 2021, liderado por la demanda interna privada (especialmente el consumo)
  - ✓ Reducción del desempleo mayor a la esperada y altos niveles de vacantes
  - ✓ Proyección de desempleo nacional (RML) de 11% en promedio en 2022, cerca de la "Nairu"
- Inflación básica por encima de la meta, sin desaceleración en ninguno de los principales grupos (indicador "ruidoso")
- Brecha de producto promedio de 0% y 0,3% en 2022 y 2023, y crecimiento "potencial" de 3,8% y 2,7% en los mismos años
- Riesgos sobre el crecimiento están sesgados a la baja por:
  - ✓ Condiciones financieras externas que podrían tornarse aún menos favorables y por los efectos de la guerra
  - ✓ Efectos de corto plazo de los choques de oferta sobre la capacidad productiva de la economía
  - ✓ Mayores efectos de la incertidumbre política y fiscal sobre la confianza de consumidores e inversionistas
  - ✓ Covid-19



El pronóstico de la senda de inflación total para 2022 y 2023 se elevó significativamente frente al IPoM de enero. A finales de 2022 se situaría en 7,1% (antes 4,3%) y para finales de 2023 (4,8%) permanecería por encima de la meta

## Índice de precios al consumidor <sup>a/, b/</sup> (variación anual, fin de período)

(porcentaje)

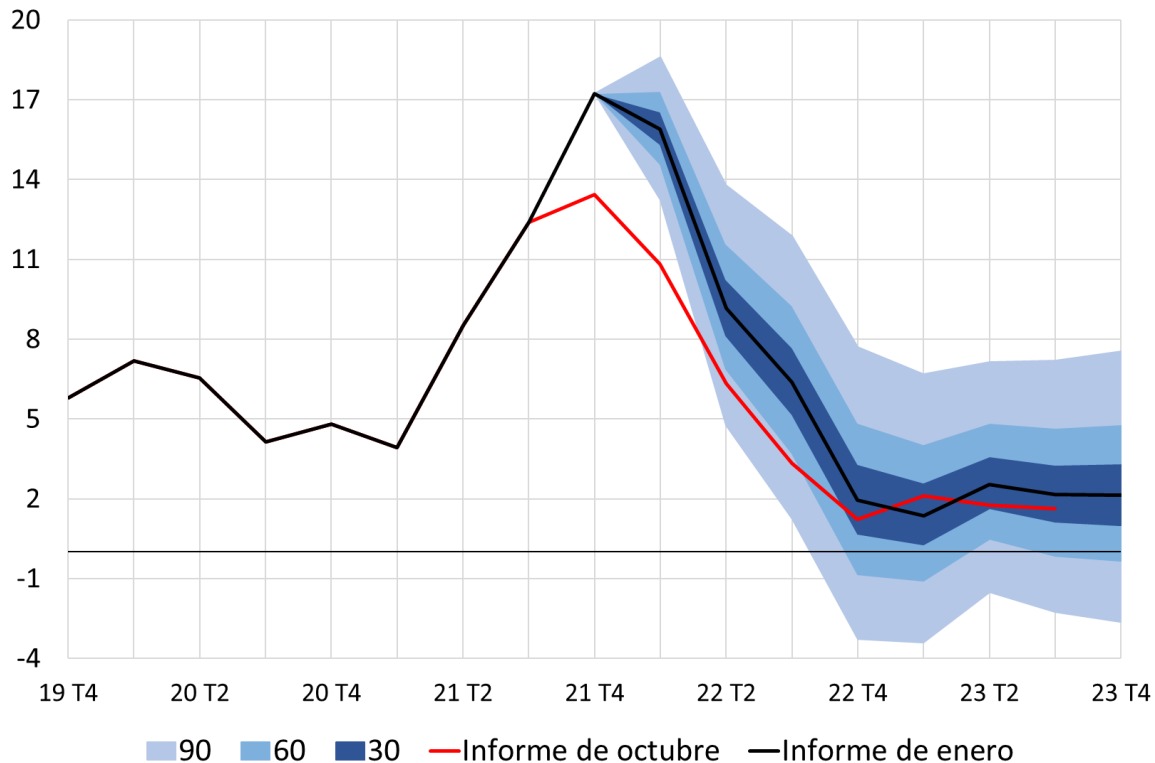


- Factores que explican revisión del pronóstico:
  - ✓ Nuevos choques (Guerra y Covid-19 en China) exacerbaban problemas de oferta (alimentos e insumos)
  - ✓ La mayor persistencia de los choques de oferta ya recibidos y aumentos en los costos de producción
  - ✓ Indexación a una tasa de inflación alta en 2021 y 2022
  - ✓ Aumento de las expectativas de inflación
  - ✓ Ausencia de excesos de capacidad
  
- La inflación empezaría a descender en el segundo trimestre de 2022, por reducción de la variación de los precios de alimentos y bienes, a medida que cedan las presiones externas de costos y se normalice la oferta interna de algunos productos
  
- Algunos factores incluidos en el pronóstico generarían volatilidad en la inflación:
  - ✓ Fin de alivios de impositivo a comienzos de 2023
  - ✓ Días sin IVA en 2022 (efecto depende de cuándo ocurran)
  - ✓ Alivios asociados a la emergencia sanitaria

# El aumento de la inflación observada en 2021 y proyectada en 2022 se explica en gran medida por aumentos de precios en los alimentos y los regulados

## IPC de alimentos (variación anual, fin de período)

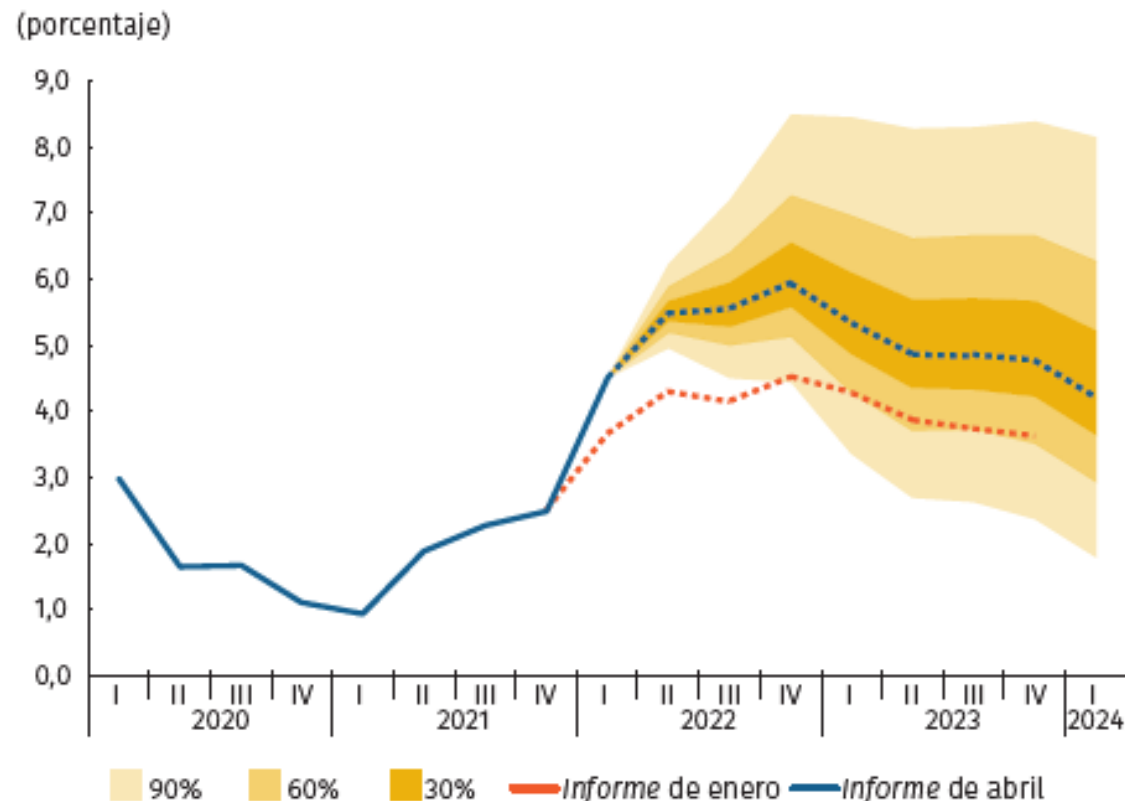
(porcentaje)



- Algunos de los choques que han impactado el IPC de alimentos empezarían a diluirse desde el segundo trimestre de 2022 y resultarían en variaciones relativamente bajas en 2023
  - ✓ El pronóstico incorpora aumentos de precios internacionales de alimentos e insumos
  - ✓ Recuperación de la oferta agropecuaria interna (altos precios actuales y condiciones climáticas favorables)
  
- El IPC de regulados presentaría variaciones más altas y persistentes que en el informe anterior por:
  - ✓ Transmisión de costos de inversiones requeridas en servicios públicos
  - ✓ Indexación a altas variaciones del IPC y el IPP
  - ✓ Aumento de los precios de combustibles concentrado en la segunda parte de 2022 y en 2023, en un entorno de mayores de precios de petróleo (riesgo)

En 2022 la inflación básica llegaría a 5,9% (antes 4,5%) y descendería en 2023, aunque no llegaría a la meta (4,8 % al final del año)

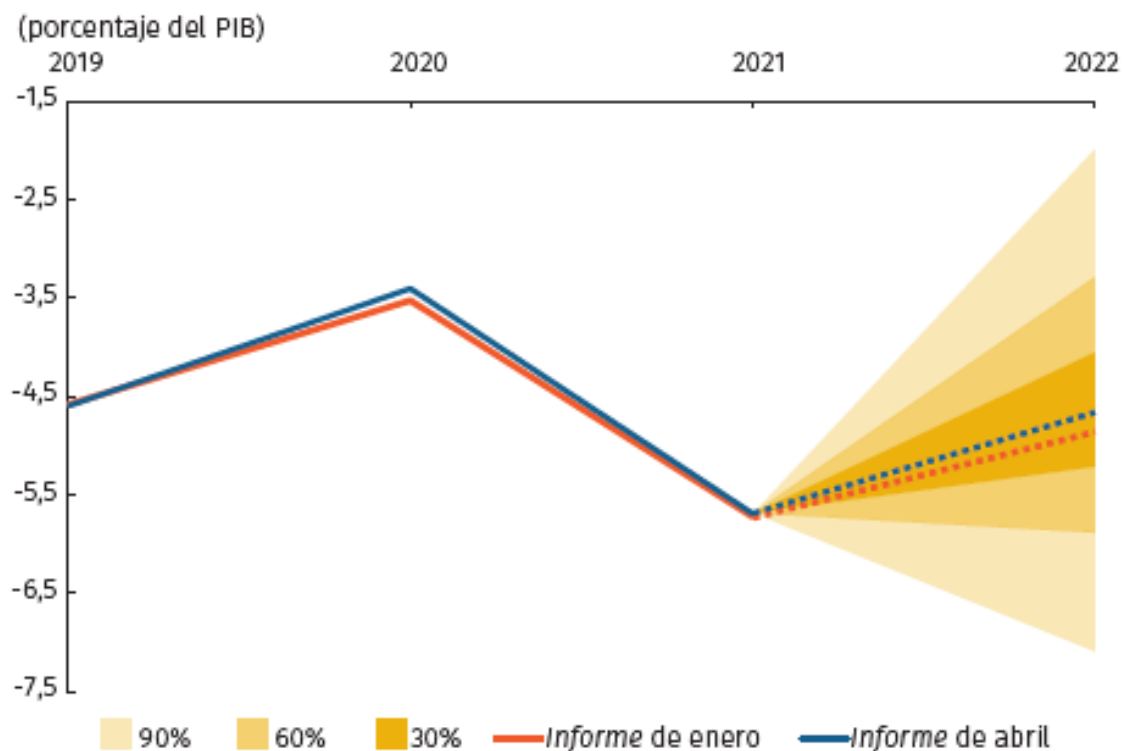
### IPC sin alimentos ni regulados <sup>a/, b/</sup> (variación anual, fin de período)



- Senda creciente por la reversión de alivios, indexación a mayores valores de inflación, mayores expectativas de inflación y menores excesos de capacidad frente a trimestres anteriores
- Respecto a IPoM de enero, el pronóstico de 2022 pasó de 4,5% a 5,9% debido principalmente a:
  - ✓ Aumentos más persistentes de costos por choques de origen externo
  - ✓ Aumento de precios de alimentos que afectan a servicios vía comidas fuera del hogar
  - ✓ Mayor indexación, mayores expectativas de inflación
- Riesgos sesgados hacia arriba:
  - ✓ En bienes: mayores choques de costos externos o depreciación del peso (riesgo condiciones financieras externas)
  - ✓ En servicios: mayor indexación a niveles más altos de inflación, mayores expectativas de inflación
- **Medidas de expectativas de inflación a mediano plazo cercanas al 4%.**

El déficit de la cuenta corriente como porcentaje del PIB se reduciría de 5,7% en 2021 a 4,7% (antes 4.9%) en 2022

### Cuenta corriente anual <sup>a/, b/</sup> (acumulado 4 trimestres)



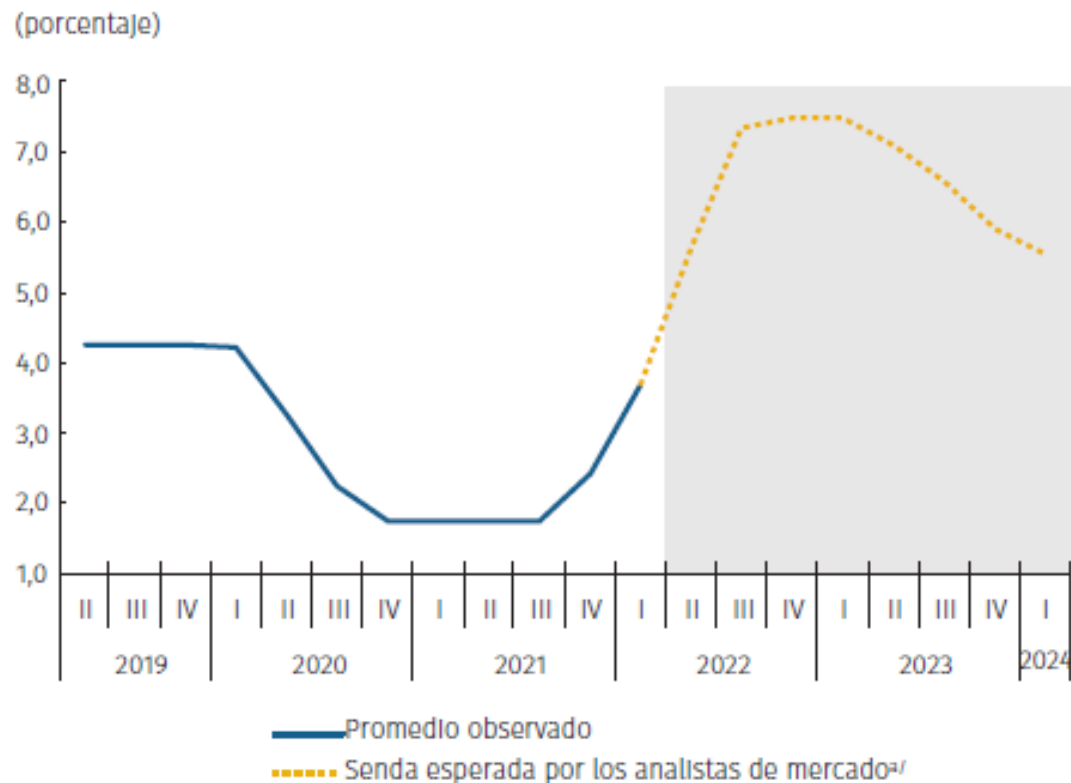
- El amplio déficit en la cuenta corriente refleja el fuerte crecimiento de la demanda interna
- La reducción en el déficit en 2022 se explica por:
  - ✓ Mayores precios internacionales del petróleo, carbón y café
  - ✓ Impulso de la demanda externa y repunte de las exportaciones de servicios de turismo.
  - ✓ Moderación en el crecimiento de la demanda interna y de las importaciones de bienes y servicios.
- Algunos factores que limitan la corrección:
  - ✓ Incremento del costo del transporte de mercancías y de los precios de las importaciones (v.g. fertilizantes e insumos para industria y agricultura)
  - ✓ Mayores costos de financiamiento externo
  - ✓ Posibles impactos de choques sobre el crecimiento global
  - ✓ Mayores egresos por utilidades de empresas de capital extranjero

# Pronóstico IPoM abril de 2022

## Política monetaria

# El riesgo de desanclaje de las expectativas de inflación, condiciones financieras externas menos favorables y la ausencia de excesos de capacidad implican un cambio en la postura de política monetaria

## Tasa de interés de política promedio trimestral observada y esperada por los analistas <sup>a/</sup>



- Aumento total de 200pb de la tasa de interés (reuniones de la JDBR de marzo y abril)
- La mediana de la senda de tasa de interés de política esperada por los analistas se elevó respecto al Informe anterior: 7,5% a finales de 2022 (antes 5,25% ) y 5,9% a finales de 2023 (antes 5%).
- La senda de tasa de interés del pronóstico del equipo técnico es en promedio similar a la de los analistas, aunque algo inferior en 2022 y algo superior en 2023.
- Aumentos en las tasas de interés del pronóstico recogen la tendencia creciente de la tasa de interés real neutral por mayor endeudamiento del país y primas de riesgo más altas
- Presiones al alza en inflación implican riesgos de desanclaje de expectativas de inflación y altos costos futuros de re-anclarlas
- 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: Sesgos al alza en inflación y a la baja en crecimiento, con elevada incertidumbre.

## Juicios claves del pronóstico macroeconómico:

- ✓ Choques de oferta que afectan principalmente a alimentos y bienes comienzan a diluirse en 2022.T2
- ✓ Demanda interna privada pierde dinamismo en lo que resta de 2022
- ✓ Las presiones de costos no cambian significativamente el PIB potencial en el corto plazo
- ✓ Efectos de mayores precios del petróleo son bajos en actividad económica y moderados en los precios de combustibles

## Riesgos:

### ▪ Persistencia de los choques de oferta e indexación

- ✓ Confluencia de choques aumenta los riesgos de desviaciones más persistentes de la inflación respecto a la meta y de desanclaje de las expectativas de inflación
- ✓ Posible mayor indexación a niveles de inflación más altos

### ▪ Evolución de las condiciones financieras externas y su efecto sobre la tasa de cambio o la tasa de interés neutral

- ✓ Riesgos sobre la magnitud y velocidad del ajuste de la política monetaria en las economías avanzadas
- ✓ Esto en un contexto de déficit fiscales y externos amplios y persistentes, e incertidumbre política y fiscal

### ▪ Naturaleza de los choques y sus efectos sobre el PIB potencial y la brecha de producto

- ✓ ¿Cuán transitoria es la recuperación de la demanda interna privada?
- ✓ Efectos de los choques de oferta y de una inversión persistentemente baja sobre la capacidad productiva
- ✓ ¿Impacto en excesos de capacidad? ¿Medida correcta de brecha de producto?

### ▪ Evolución de la pandemia y de la invasión de Rusia a Ucrania



# Recuadros del IPoM de abril de 2022 y Reporte de Mercado Laboral

- **Recuadro 1:** Comportamiento reciente del mercado de vivienda
- **Recuadro 2:** Actualización metodológica de la GEIH y sus principales cambios
- **Recuadro 3:** Difusión de la inflación en Colombia
- **Reporte del Mercado Laboral:** Análisis de coyuntura y descripción de los cambios en la nueva encuesta GEIH y en las variables clave del mercado laboral



# Informe de Política Monetaria Abril de 2022



Gerencia Técnica  
Mayo 4 de 2022