

Informe de Política Monetaria

Julio de 2020



Gerencia Técnica
Agosto 5 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

¿De dónde venimos? (IPoM abril)

- Choques de Covid-19 y precio del petróleo con consecuencias fuertes a nivel interno y externo:
 - Gran incertidumbre y volatilidad en los mercados financieros internos y externos
 - Reducción de los ingresos por menores precios de petróleo, exportaciones y remesas
 - Respuesta de política pública y sanitaria para contener la epidemia
 - Cierre de sectores, reducción de transacciones
 - Restricciones sobre la oferta de las firmas y la demanda de los hogares
 - Caída fuerte del empleo formal e informal
- Respuesta fuerte de política macroeconómica
 - **Política fiscal:** transferencias, programas de alivio, soporte al crédito, reducciones temporales de impuestos, mayor déficit y endeudamiento
 - **Política monetaria:** reducción de tasas de interés a mínimos históricos, amplia liquidez y múltiples mecanismos para estabilizar mercados de crédito, deuda pública y cambiario
- **Altísima incertidumbre (solo rangos de pronóstico para 2020)**

Las dimensiones reales y financieras del panorama macroeconómico se han definido un poco más

- Algunos riesgos se han materializado:

- La duración de la pandemia y de las medidas de aislamiento requeridas ha sido mayor que la esperada.
- Rebrotos en algunos países



Recuperación más lenta de las economías global y local

- Otros riesgos se han reducido:

- Las condiciones financieras externas han mejorado (mayor liquidez y menores primas de riesgo y volatilidad)
- Los precios del petróleo y las remesas se han recuperado un poco



Corrección de la depreciación inicial del peso

Pronóstico indicativo del ajuste macroeconómico esperado en los siguientes dos años

- El pronóstico todavía no tiene la interpretación usual (“escenario central” con “alta” probabilidad)
- La incertidumbre “Knightiana” continúa: no conocemos la distribución de probabilidades- la historia reciente no ayuda
- Factores de “oferta” y “demanda” explicarían la situación actual...
- ... Aunque la observación simultánea de una contracción económica, un deterioro rápido del empleo y una caída en la inflación y sus expectativas (incluso tras una fuerte depreciación) indican que los factores que afectan la **demanda agregada** estarían primando sobre los de la **oferta agregada**.
- El pronóstico refleja un ajuste macroeconómico caracterizado por mayores excesos de capacidad, bajo traspaso de la depreciación a la inflación, algunos efectos duraderos sobre la capacidad productiva e impactos de las medidas regulatorias transitorias sobre la inflación

Muchos de los factores de incertidumbre siguen presentes

Efectos de los choques observados sobre la actividad económica

- Efectos duraderos sobre ingresos de los hogares vs efectos duraderos sobre la inversión
- Quiebras de empresas eficientes
- Efectos sobre un mercado laboral formal relativamente rígido
- Reasignación de factores por cambios permanentes en la economía

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

Duración del choque - Emergencia Sanitaria

- Evolución de la epidemia actualmente y en el futuro en Colombia y en el mundo
- Respuesta de política: nuevas cuarentenas y continuación de restricciones

Incetidumbre adicional sobre tamaño y duración de efectos sobre la demanda, la producción y la capacidad productiva

Muchos de los factores de incertidumbre siguen presentes

Condiciones financieras externas e internas

- Evolución de las condiciones financieras externas (liquidez y primas de riesgo)
- Acceso a los mercados de capitales
- Salud financiera de las firmas y hogares, aversión al riesgo y restricciones crediticias

Incertidumbre sobre acceso y costo del financiamiento externo, la tasa de cambio y la potencia de la política monetaria

Medición e interpretación de variables clave

- ¿Qué tanto del comportamiento de la inflación se debe a efectos regulatorios temporales y qué tanto al estado de la economía? ¿Cómo se comportará la inflación una vez se reviertan las reducciones de impuestos y alivios transitorios?
- Dificultades en la medición de variables como la inflación en un escenario en que hay pocas transacciones en algunos sectores

Incertidumbre sobre la medición y pronóstico de la demanda y la inflación

Duración y efectos negativos del choque mayores de lo esperado y la inusual incertidumbre generan rangos de pronóstico amplios que se mueven a la baja respecto al IPoM de abril

- La materialización de los riesgos de rebrotes y mayor duración de las medidas de aislamiento se reflejan en una caída más profunda de la economía en 2020 y en una recuperación más lenta hacia adelante
- El pronóstico no es fino, pero refleja dicho comportamiento en 2020 y 2021
- Rangos amplios para las principales variables se han ajustado a la baja
- Estos rangos son el resultado de múltiples simulaciones con diferentes modelos y técnicas y buscan capturar la incertidumbre sobre:
 - ✓ Condiciones macroeconómicas y financieras internacionales
 - ✓ Velocidad de recuperación
 - ✓ Duración de cierres y medidas sanitarias
 - ✓ Tamaño de los excesos de capacidad productiva
 - ✓ Efectos de medidas transitorias de alivio sobre inflación

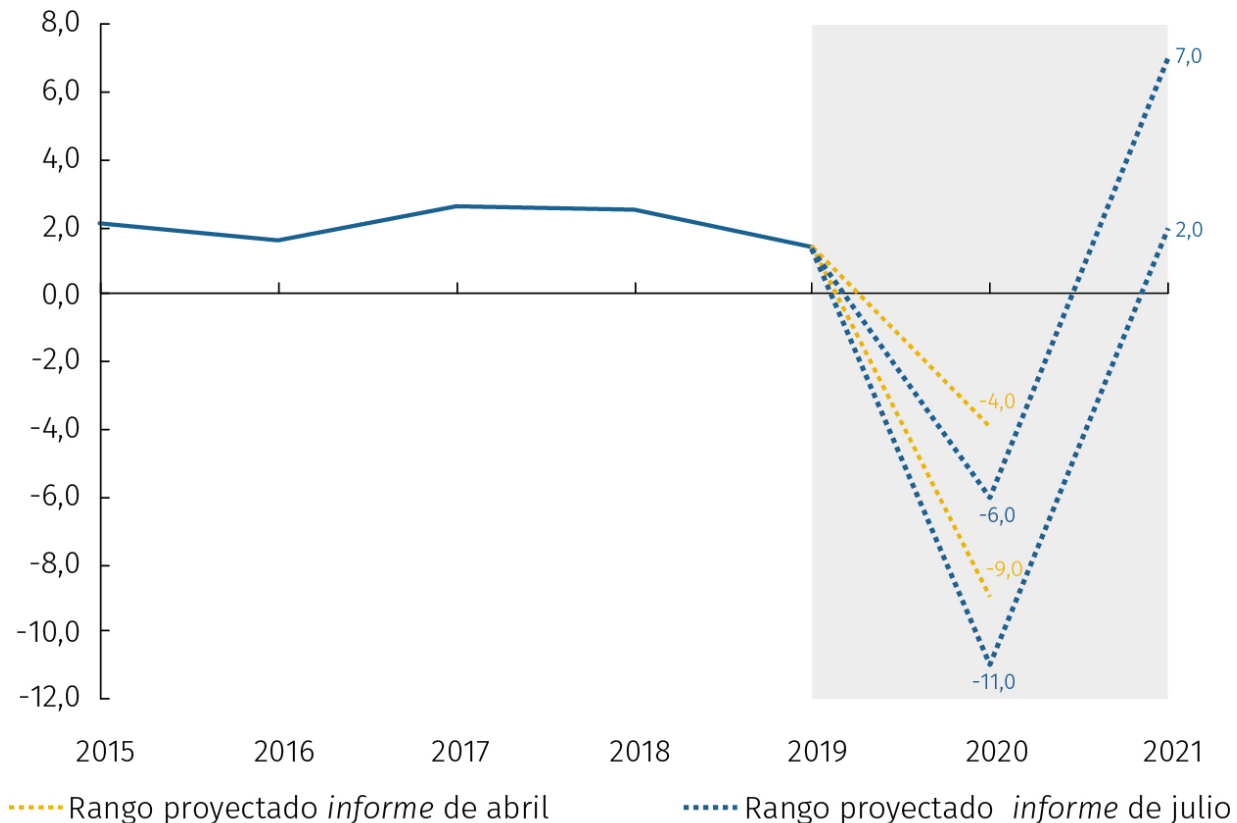
Informe de Política Monetaria

Contexto Internacional

Fuerte revisión a la baja del crecimiento de los socios comerciales en 2020 debido a la pandemia (-6% , -11%). En 2021 la demanda externa se recuperaría, aunque no a niveles pre-crisis

Supuesto anual del PIB de los socios comerciales (Variación anual)

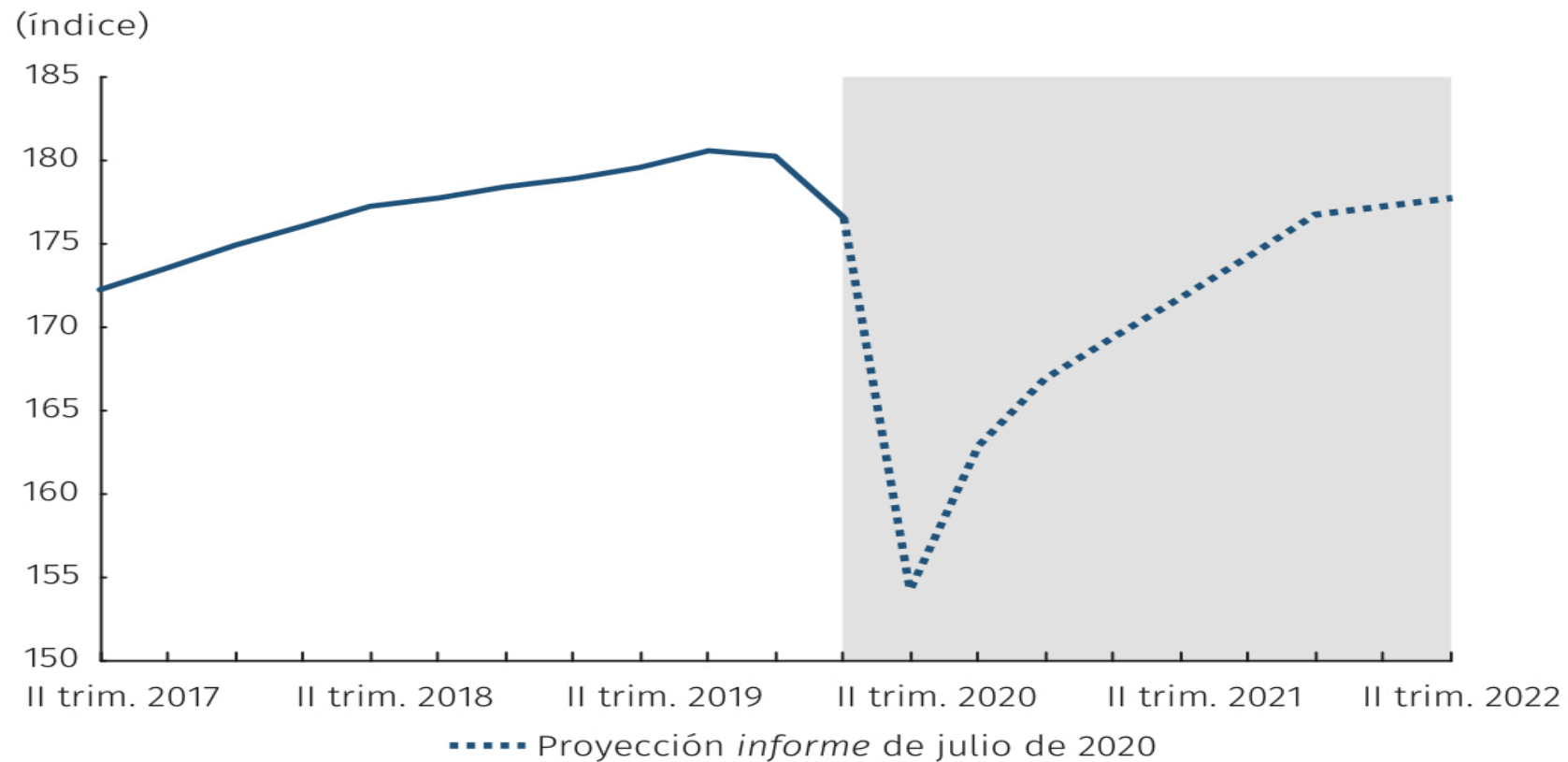
(porcentaje)



- Crecimiento más negativo en economías avanzadas en el segundo trimestre de 2020.
- Evidencia de un proceso de recuperación gradual, pero lento por resurgimiento de las infecciones
- China: Después de fuerte contracción en 2020.T1, recuperación contenida por contexto internacional más desfavorable
- Socios comerciales de la región continúan con altos niveles de infección y una recuperación incipiente de la actividad económica. Precios de los bienes básicos aumentan frente a abril-mayo, algunos a niveles pre-crisis
- 2021: Rango (2%,7%) no recupera niveles de PIB de 2019 sino hasta 2022

Supuesto trimestral del PIB de socios comerciales

(marzo de 2000=100)

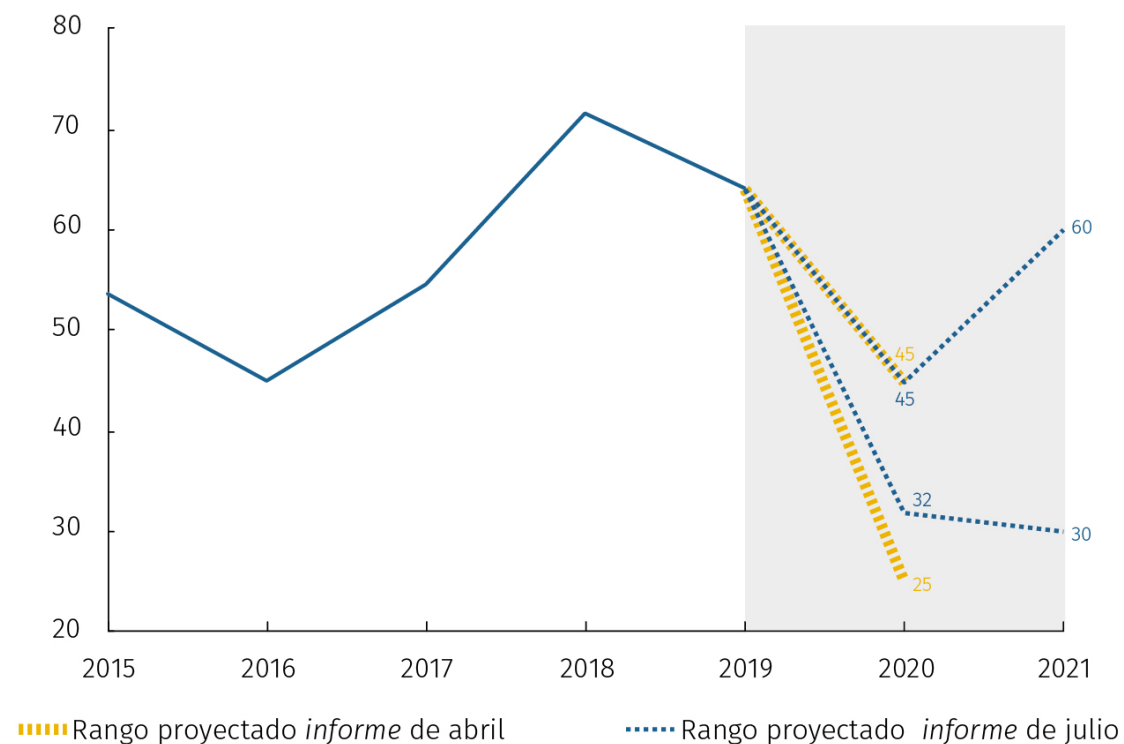


Fuentes: Bloomberg, oficinas de estadísticas y bancos centrales; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

El supuesto del precio internacional del petróleo (Brent) se revisó un poco al alza para 2020 (USD 32 – 45 bl) y para 2021 se espera una recuperación

Supuesto anual del precio del petróleo

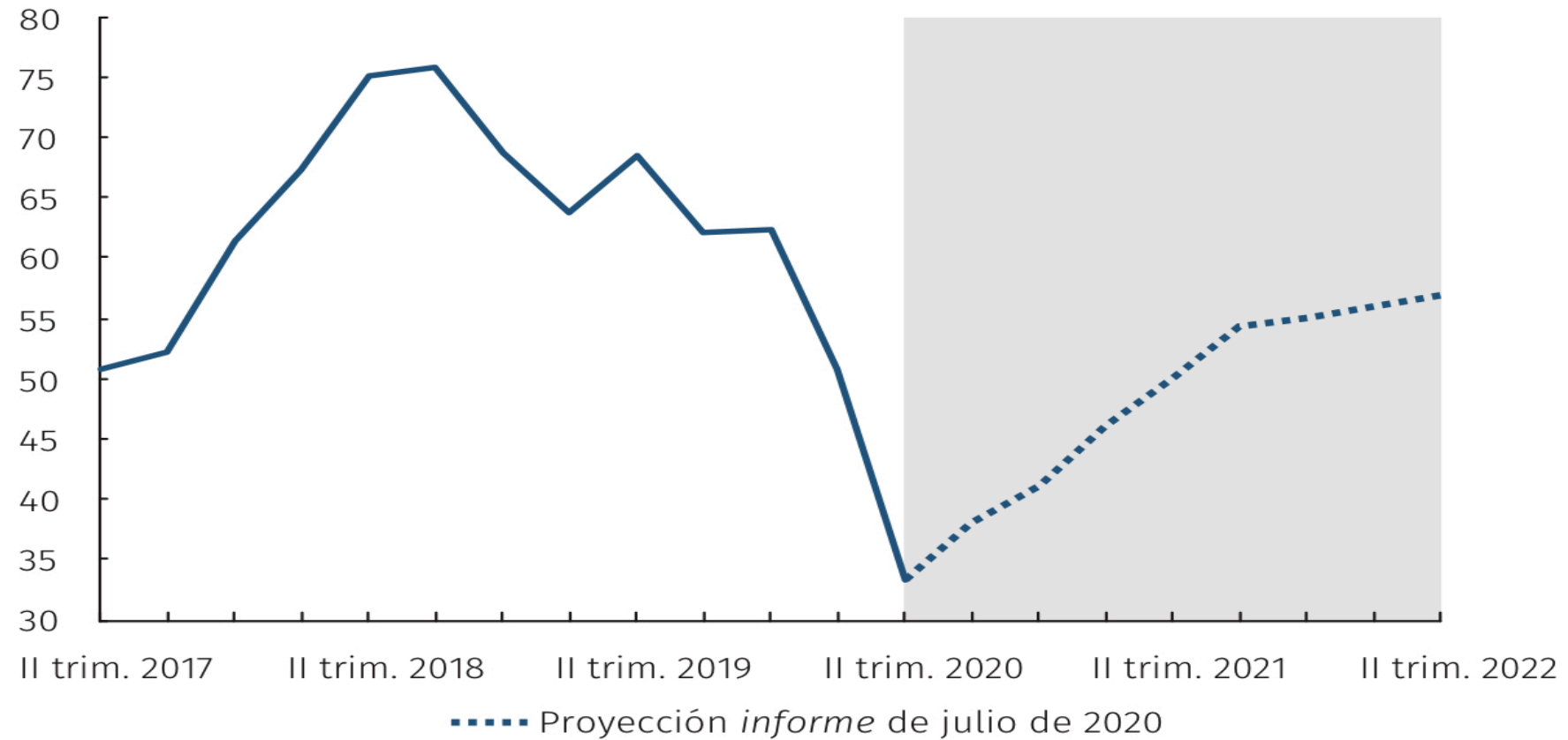
(dólares por barril; referencia Brent)



- Recientemente menor volatilidad y recuperación a niveles de USD 40 bl
- Oferta: recortes históricos de OPEP, caída de producción de Estados Unidos y Canadá asociada con rentabilidad
- Demanda: señales de recuperación de la mano de mayor movilidad y reapertura de las economías
- Esperamos deterioro de términos de intercambio en 2020, especialmente por bienes de origen minero a pesar de posibles caídas en precios de importaciones

Supuesto trimestral del precio del petróleo

(dólares por barril; referencia Brent)

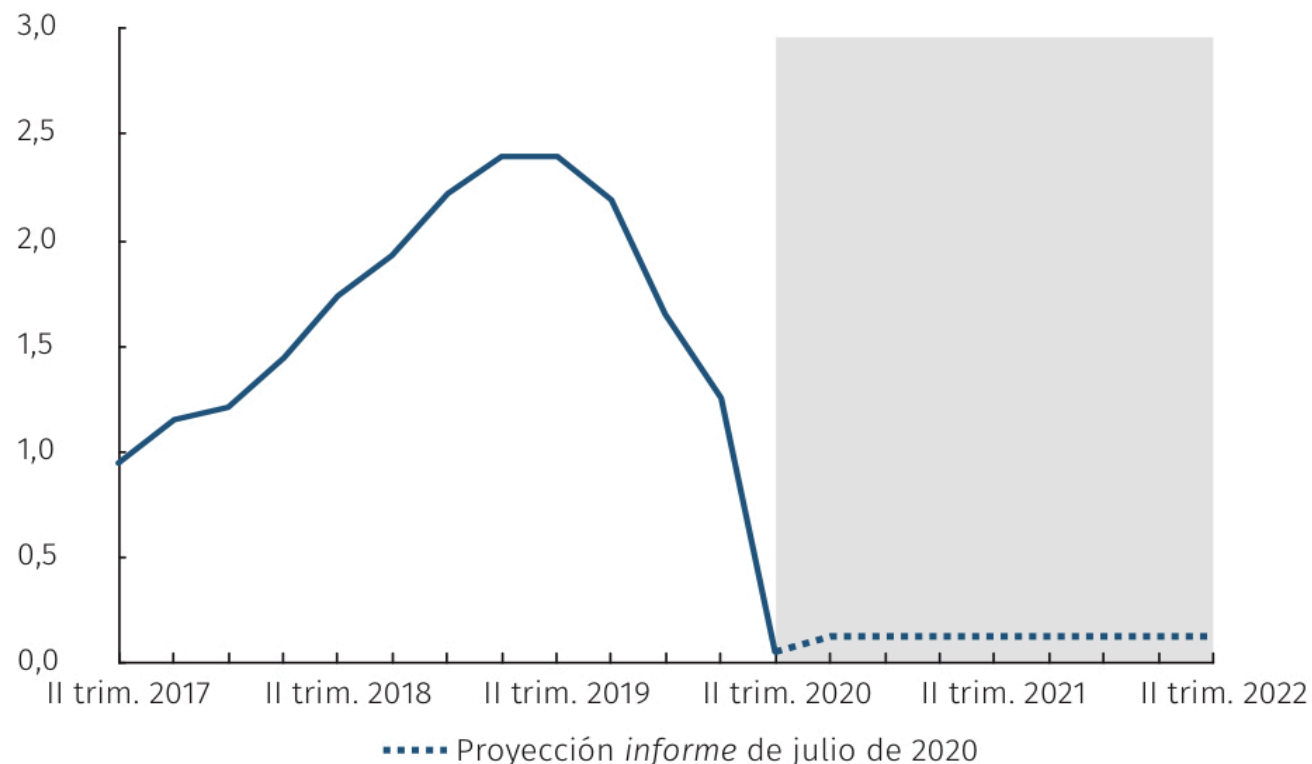


Fuente: Bloomberg; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

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

Supuesto trimestral de la tasa de interés de la Reserva Federal

(puntos porcentuales)



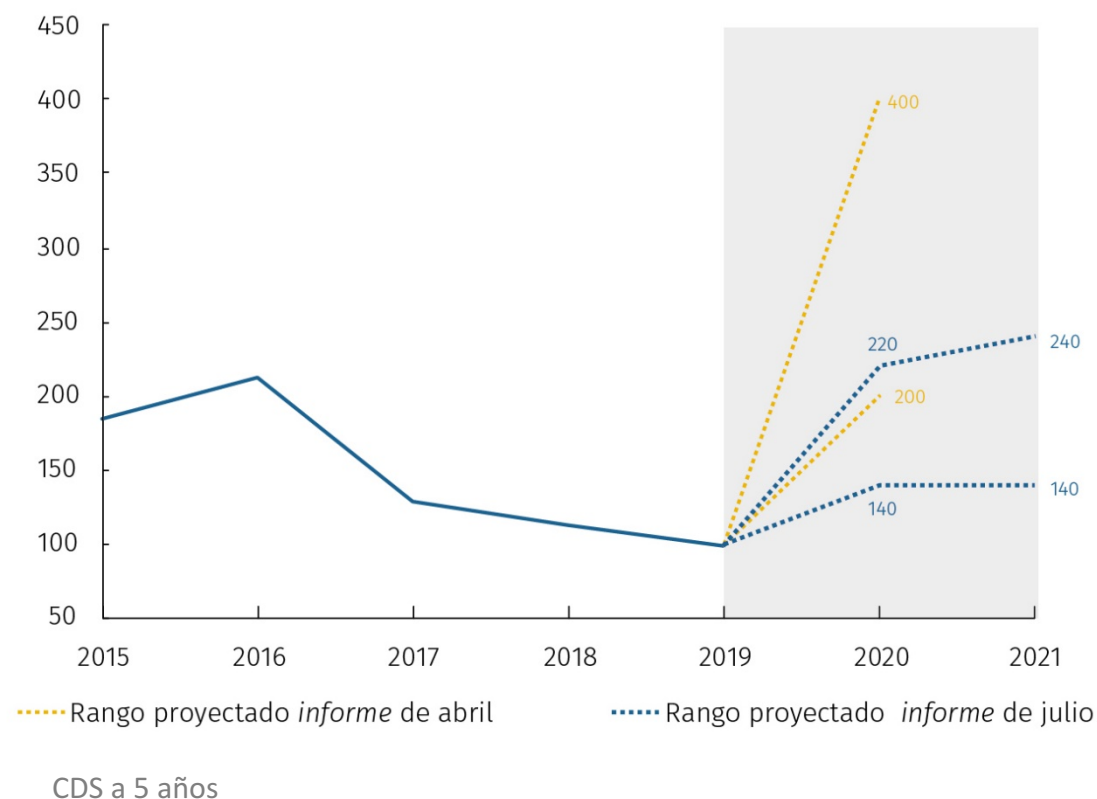
- Tasa de interés cercana al límite técnico (0%-0.25% para la FED)
- Amplia liquidez y medidas no convencionales
- Contexto de inflación por debajo de la meta, especialmente la básica
- Ausencia de presiones del mercado laboral profundamente deteriorado
- Pese a repunte en inflación de alimentos y energía en EEUU, expectativas de inflación por debajo de 2% en 2020 y 2021

Fuente: Reserva Federal de St. Louis; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Suponemos que la prima de riesgo se situaría en niveles superiores a su promedio histórico y se mantendría el acceso a financiamiento externo, aunque más costoso

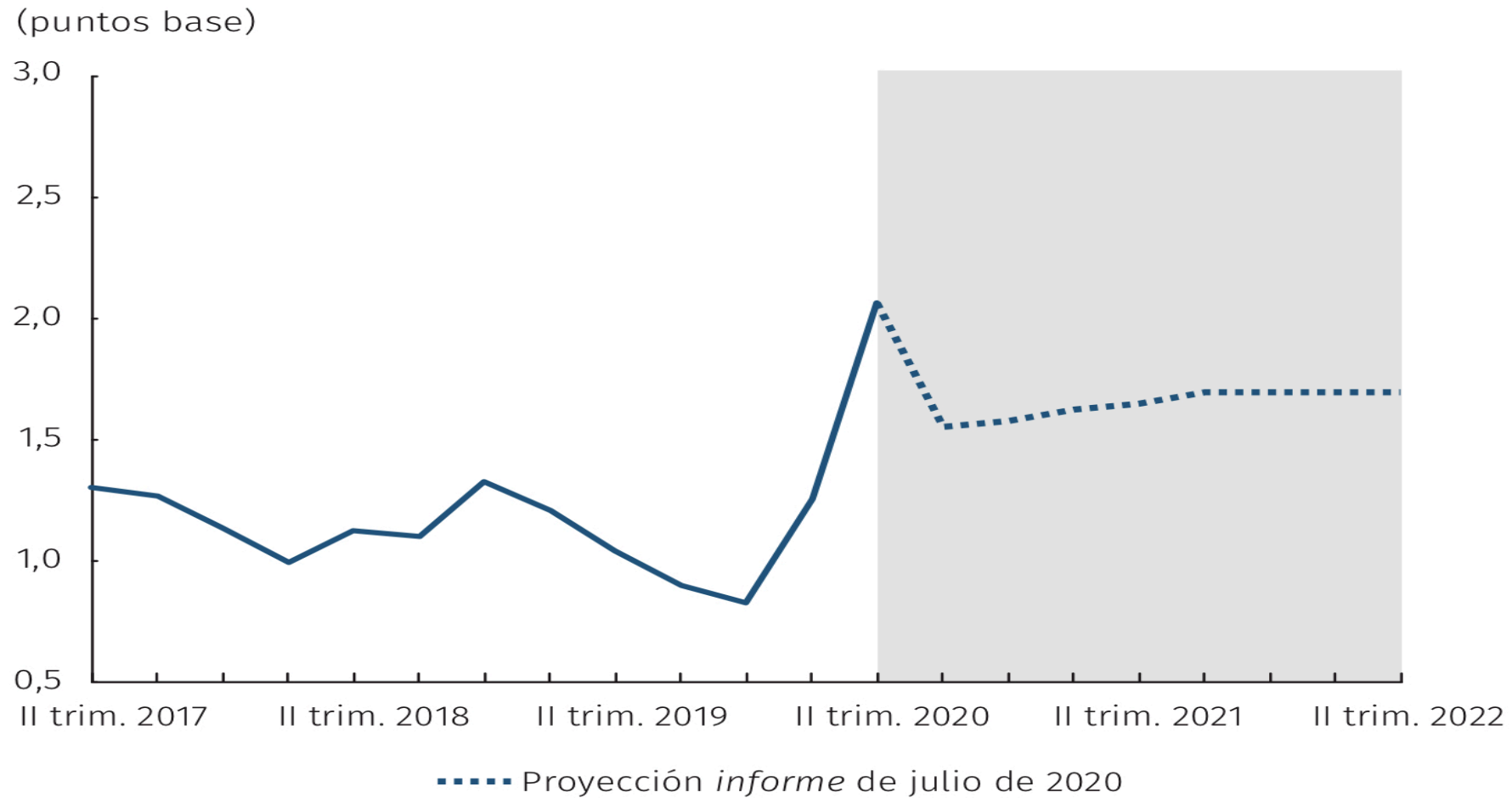
Supuesto anual de la prima de riesgo de Colombia (CDS)

(puntos básicos)



- Desde mínimos históricos en julio, CDS 5 años de Colombia llegó hasta 350pb en abril
- Las condiciones financieras internacionales han mejorado:
 - ✓ Acceso a financiamiento externo de Colombia y otros países emergentes (emisión deuda)
 - ✓ Flujos de capitales entrando a economías emergentes
- Reducción de volatilidad y recuperación de mercados bursátiles
- Recuperación de precios del petróleo
- Amplia liquidez
- Mayores niveles de endeudamiento público y externo resultan de las medidas necesarias para enfrentar los choques (Marco Fiscal de Mediano Plazo)
- El mayor nivel de endeudamiento iría acompañado de mayores primas de riesgo hacia adelante

Supuesto trimestral de la prima de riesgo (CDS)



a/ Corresponde a los *Credit Default Swaps* a cinco años.

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

Los choques produjeron un deterioro del contexto externo de Colombia, aunque algunas condiciones han mejorado recientemente

- Deterioro del entorno internacional:
 - ✓ Demanda de bienes y servicios de Colombia seguirá negativamente afectada
 - ✓ Precios de petróleo siguen en niveles bajos
 - ✓ Menores remesas (aunque la caída puede ser menor que la estimada inicialmente)
 - ✓ Flujos de capitales se han encarecido respecto al período previo a los choques
- La incertidumbre sobre la duración de los choques y sus efectos de mediano plazo continúa
- Las presiones negativas sobre la demanda agregada y los ingresos externos y fiscales del país continúan
- No obstante, las *condiciones financieras han mejorado respecto a marzo-mayo ...*
- ... Y se ha corregido la depreciación y no ha habido traspaso significativo de la misma a la inflación

Informe de Política Monetaria

Estado inicial de la economía

Situación inicial de la economía

- Caída histórica del producto en el segundo trimestre (variación anual estimada de -16.5%) con enorme incertidumbre.
- Restricciones de aislamiento preventivo continúan, aunque se mantiene el proceso de apertura gradual
- Se estima una brecha de producto negativa y grande, con incertidumbre sobre los efectos de los choques sobre la demanda agregada y la capacidad productiva
- Brecha inflacionaria de tasa de cambio real se estima positiva, pero menor que hace un trimestre y con bajo traspaso a los precios de bienes importados
- Niveles mayores de endeudamiento público

Situación inicial de la economía

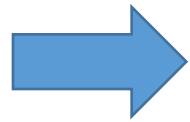
- La inflación básica y total se encuentran por debajo de la meta de 3%, con expectativas bajas para este año, pero que inician convergencia hacia la meta en 2021
- Alta varianza en las diferentes medidas de expectativas de inflación
- Tasa de política monetaria en mínimos históricos y una postura que se estima expansiva
- Comportamiento de mercado laboral, inflación y producto indican demanda agregada muy débil

Informe de Política Monetaria

Pronósticos de actividad económica e inflación

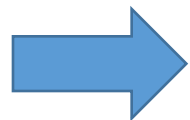
Los choques: efecto interno de corto y mediano plazo

- 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.
 - Deterioro del mercado laboral: aumento del desempleo y la inactividad
 - Reducción de los ingresos de los hogares y las firmas
 - Baja inflación
- A mediano plazo
 - Reducción de la inversión debido a la incertidumbre y a las consecuencias financieras sobre las firmas
 - Dificultades para reasignar factores de producción entre sectores
 - Necesidad de una reforma fiscal para controlar el endeudamiento
 - Posible quiebra de firmas eficientes del sector real



Altísima incertidumbre sobre velocidad de recuperación y PIB potencial

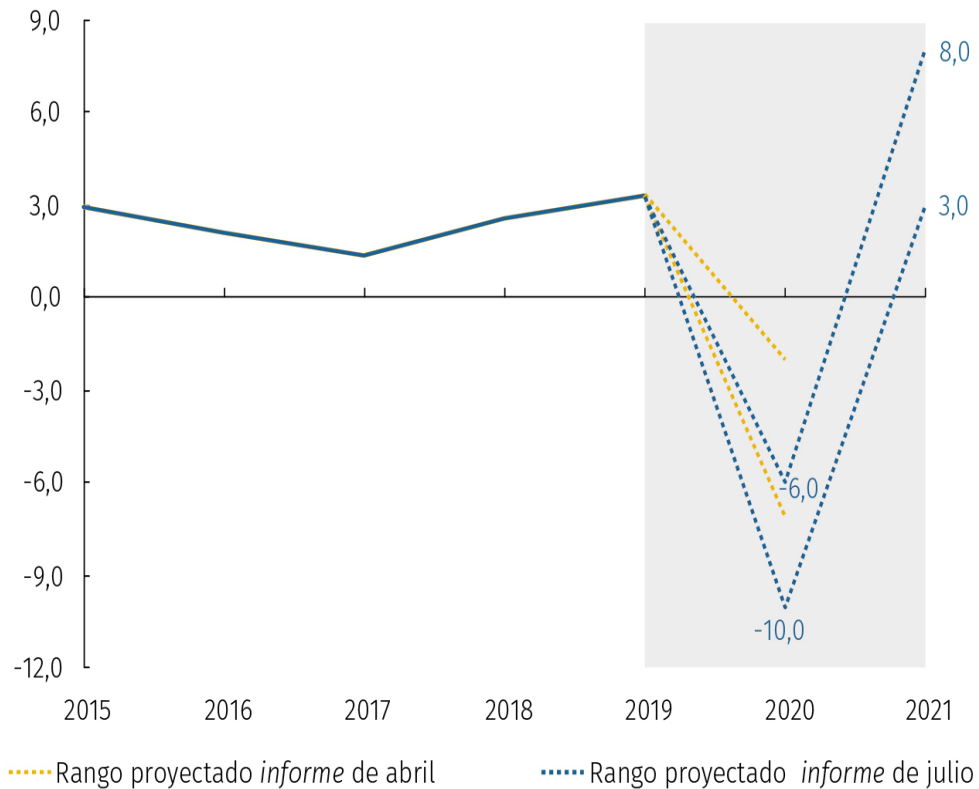
Mensajes generales de los ejercicios de pronóstico y simulación con nuestros modelos macroeconómicos (2020 y 2021)

Dados el contexto externo, la situación inicial de la economía y los efectos esperados de los choques descritos:

- En el pronóstico:
 - ✓ La inflación sinAR y la inflación total se mantienen por debajo de 3% reflejando una demanda débil
 - ✓ La inflación se reduce en 2020, pero rebota en 2021 como consecuencia de la terminación de alivios temporales y las reducciones de impuestos
 - ✓ La brecha de producto se amplía
 - ✓ La respuesta de política es contracíclica
 - ✓ La economía alcanza su nivel de producción de 2019 en 2022
- Todo esto suponiendo acceso al financiamiento externo y un traspaso bajo de la depreciación a la inflación como consecuencia de la debilidad de la demanda
- Los rangos del pronóstico siguen siendo amplios por todos los factores de incertidumbre mencionados y se han movido hacia la baja, reflejando un deterioro mayor al esperado anteriormente

El crecimiento económico en 2020 estaría entre -6% y -10%. El crecimiento de 2021 dependerá en parte de la magnitud del choque en 2020 y estaría entre 3% y 8%

PIB anual
(variación anual)
(porcentaje)

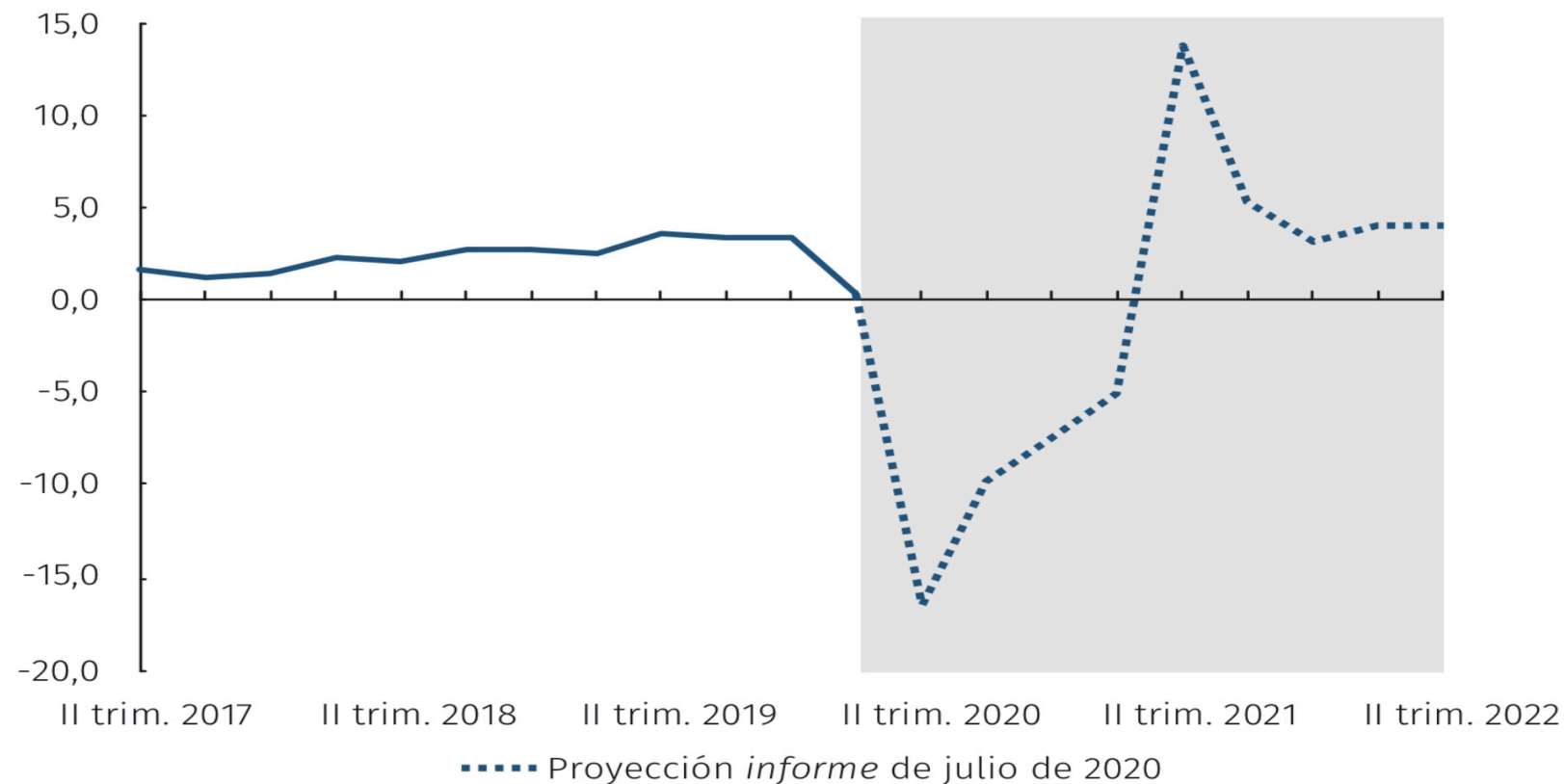


- Afectación y recuperación heterogénea entre sectores y componentes de la demanda agregada
- Supone apertura gradual y que el punto más bajo ya se presentó
- La economía solo alcanzaría los niveles de producción anual de 2019 al final de 2022
- Resultado de choques que afectan la demanda agregada y la capacidad productiva
- Alta incertidumbre por evolución de la epidemia y la respuesta de política necesaria para su contención.

Crecimiento anual del PIB trimestral

(variación anual)

(porcentaje)



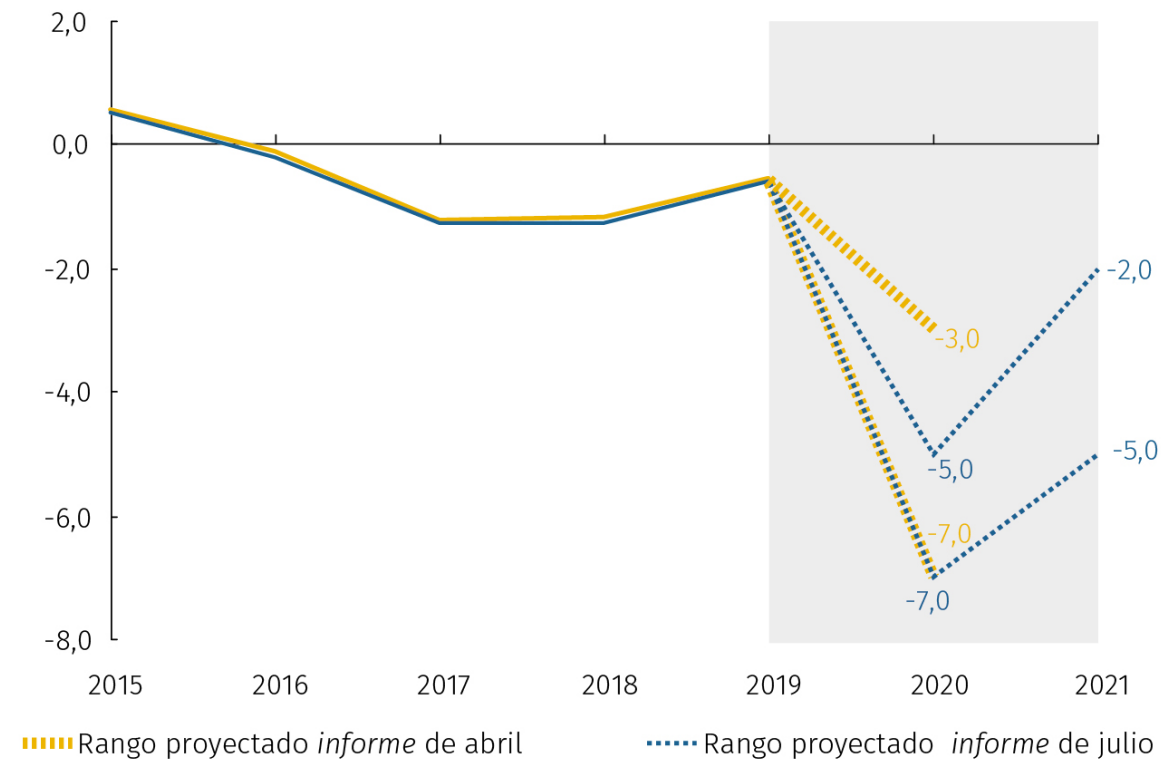
a/ Series desestacionalizadas y ajustadas por efectos calendario.
 Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.



Una brecha de producto inicial ligeramente negativa se ampliaría en 2020 y comenzaría a cerrarse en 2021 pero los excesos de capacidad continuarían hasta 2022

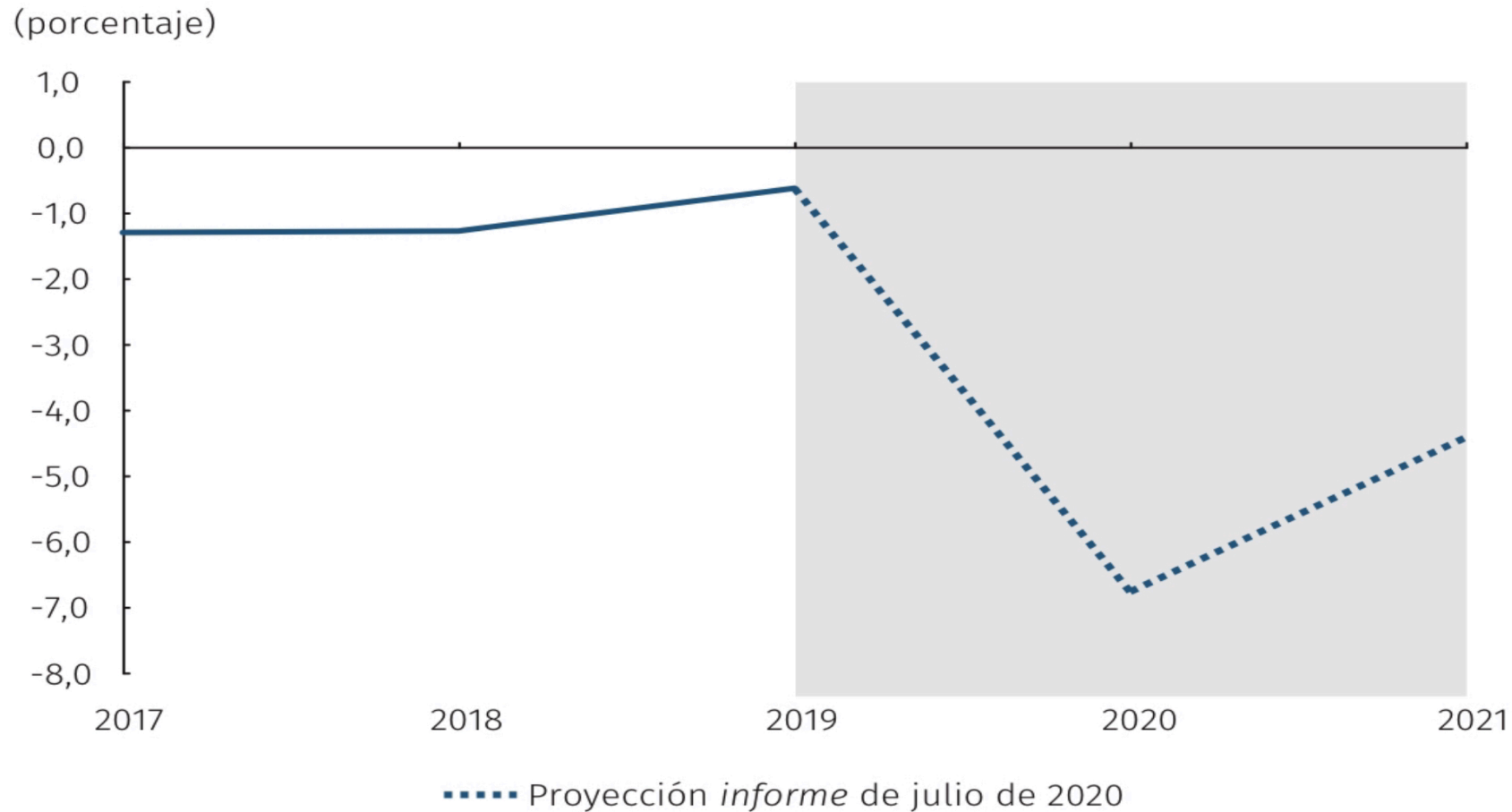
Brecha del producto anual

(porcentaje)



- 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
- Efectos de mediano plazo sobre inversión, supervivencia de firmas y reasignación de recursos
- Se estima que los efectos sobre la demanda primen sobre factores de oferta, pero con mucha incertidumbre sobre el tamaño los excesos de capacidad.
- Mercado laboral holgado: proyección de desempleo en Reporte de Mercado Laboral 16.5% a 19% (promedio para 2020)

Brecha de producto anual



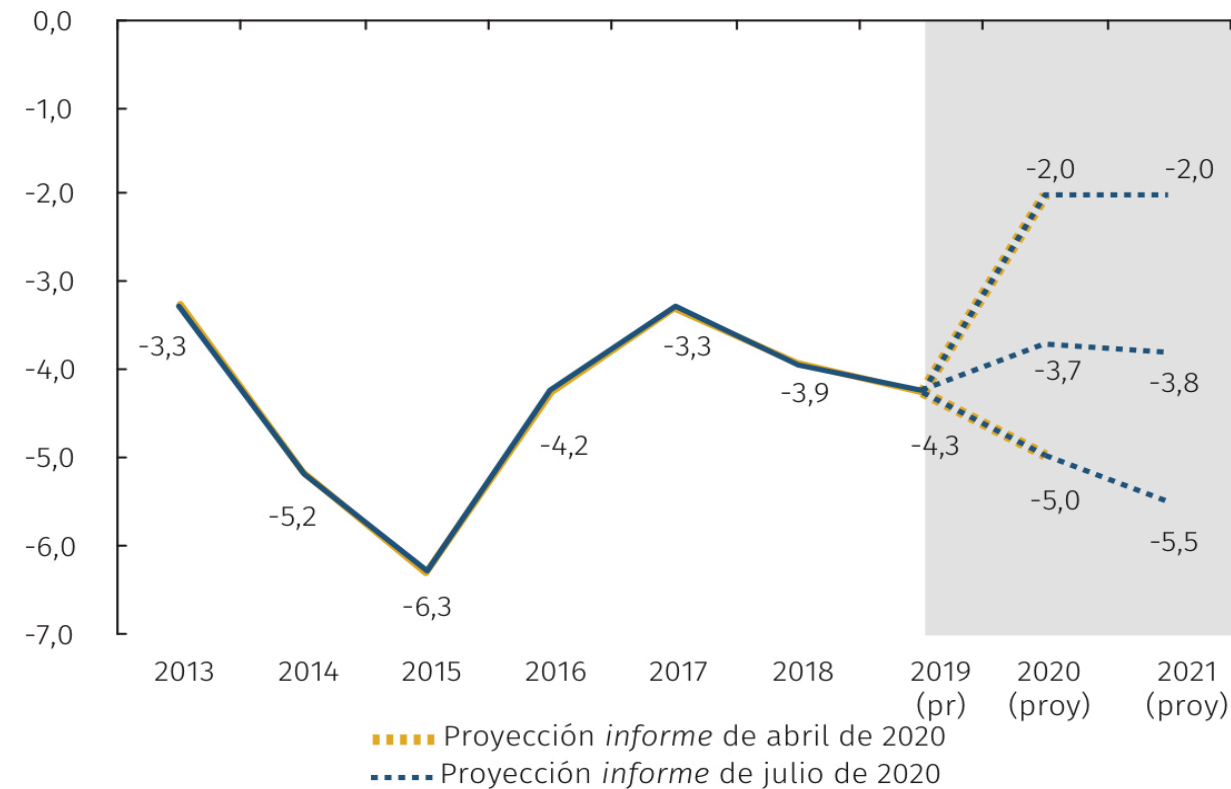
a/ Esta brecha se calcula como la diferencia entre el PIB observado y el PIB potencial (tendencial).

Fuente: Banco de la República.

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

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:

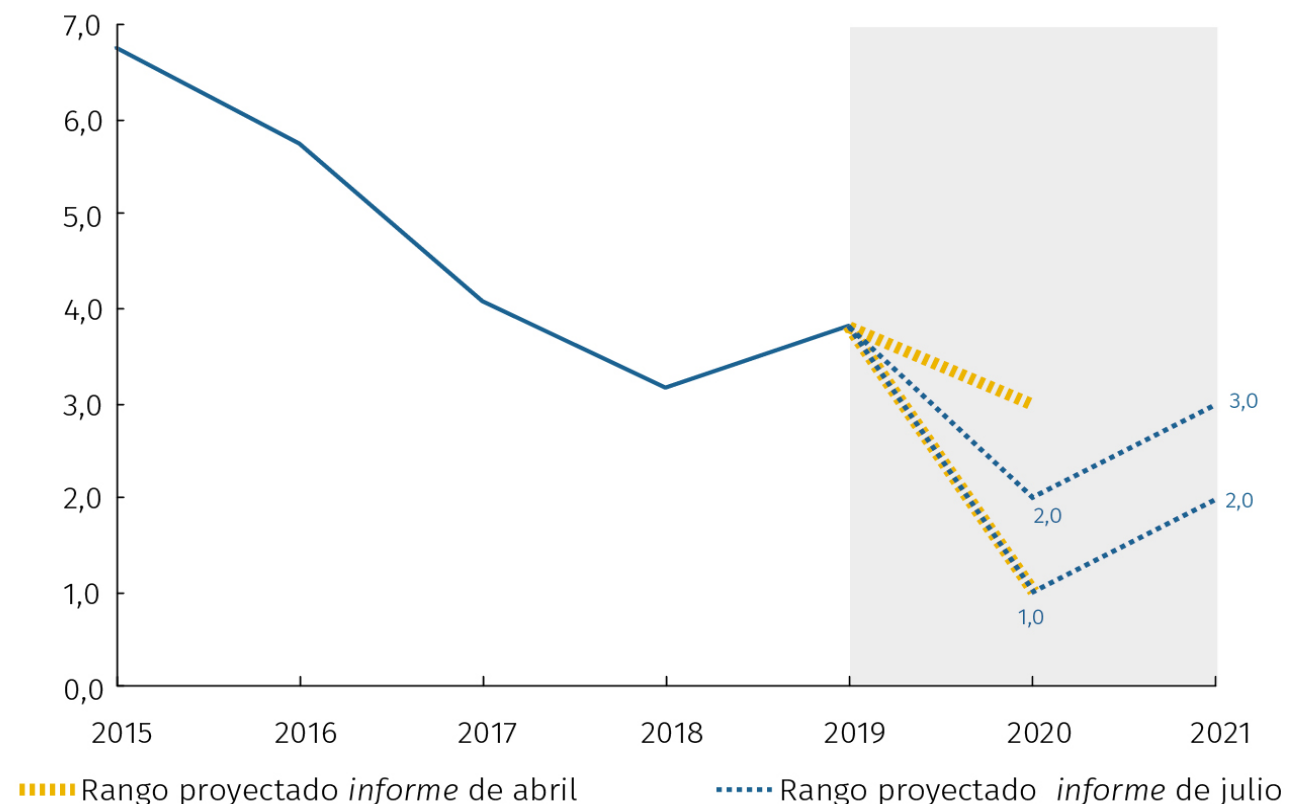
- Efecto negativo sobre exportaciones por reducción de términos de intercambio y menor demanda mundial
- Reducción de remesas

Corrección fuerte del balance privado de ahorro-inversión, ampliación del desbalance público

Las sub-canastas del IPC se han desacelerado... La inflación se situaría en un rango entre 1% y 2% en 2020 y entre 2% y 3% en 2021

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

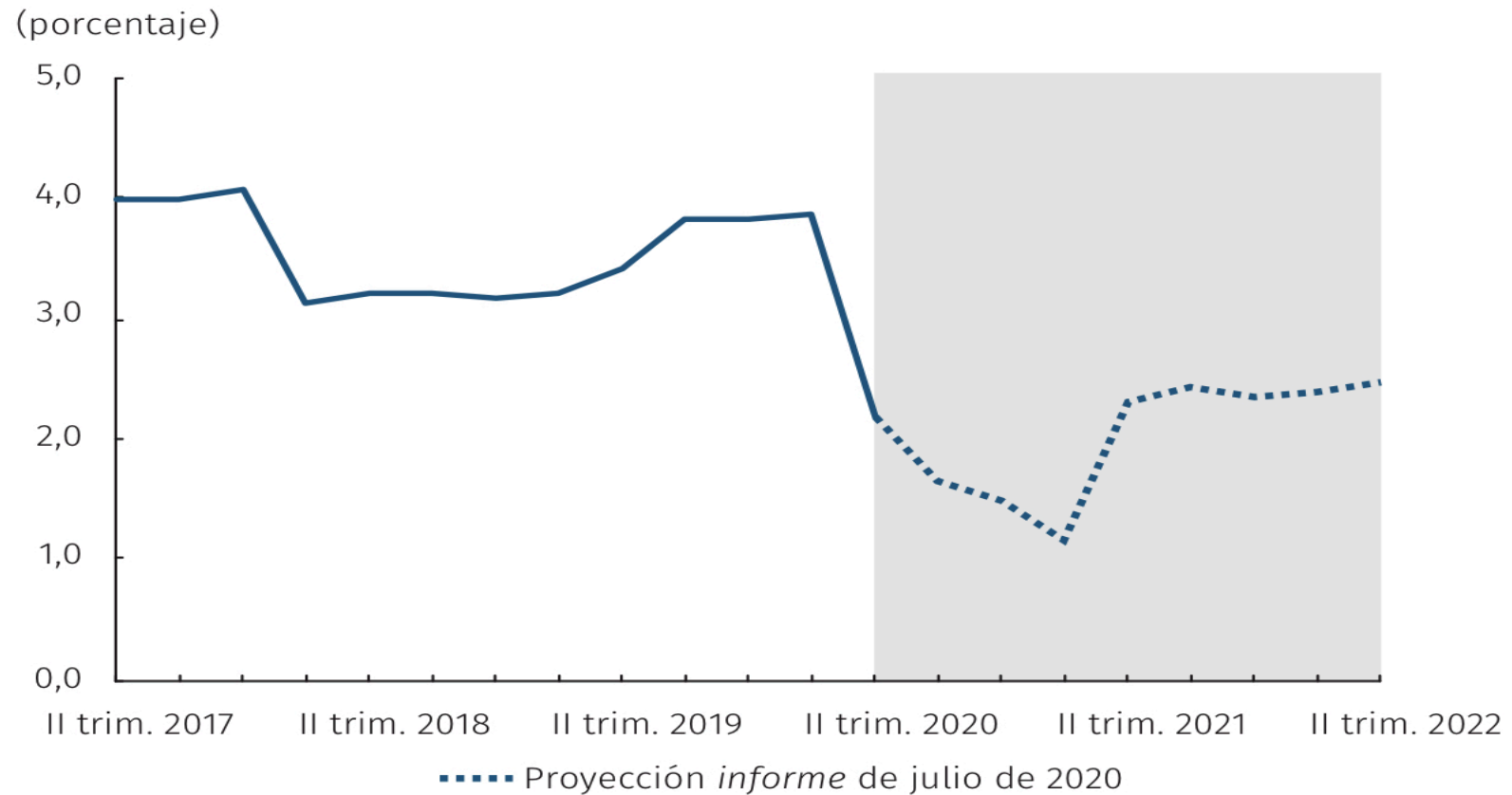
(porcentaje)



- El IPC de alimentos se desaceleraría y a finales de 2020 registraría aumentos cercanos al 2% (afectación de comidas fuera del hogar por brecha de producto negativa y rebaja temporal de imptoconsumo, buenas condiciones climáticas)
- El IPC de regulados presentaría variaciones anuales negativas hasta final de año: menores precios de combustibles y reducciones de tarifas de servicios públicos
- Repunte de la inflación en 2021 se daría por terminación de medidas regulatorias temporales y por la recuperación de la economía
- Dificultades de medición continúan

Inflación anual IPC

(fin de período; variación anual)

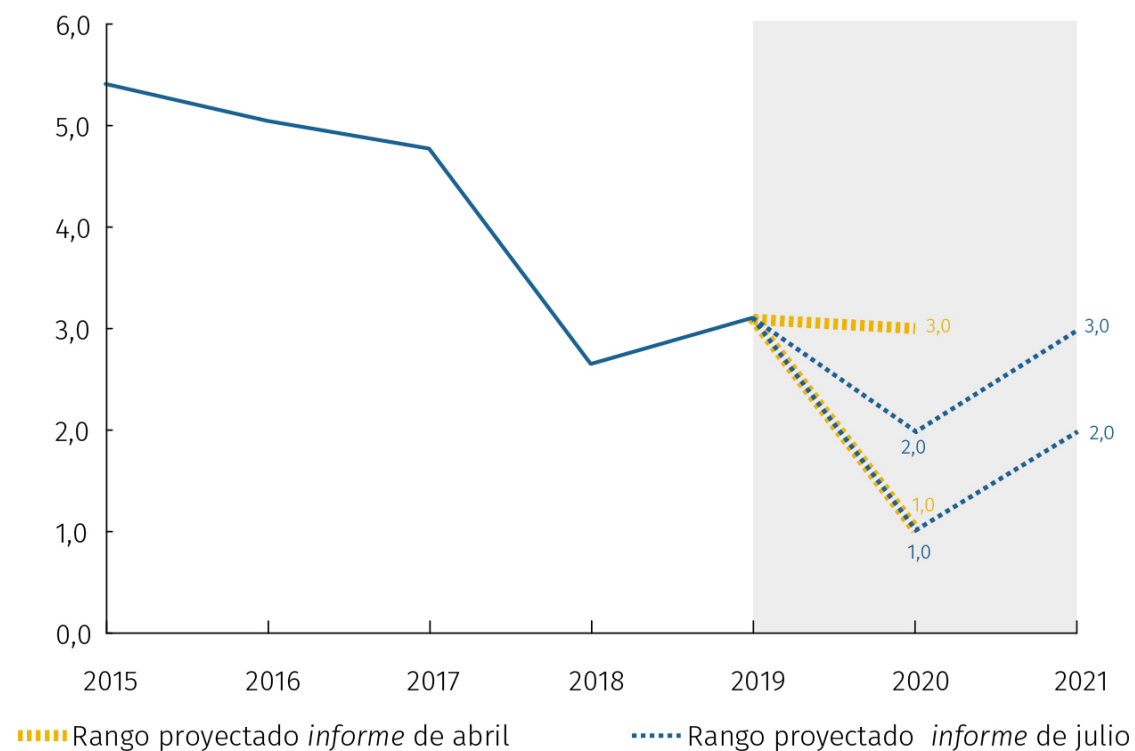


Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

La brecha de producto negativa llevaría a un descenso de la inflación básica que se situaría entre 1% y 2% en 2020 y entre 2% y 3% en 2021 de la mano de la recuperación de la economía

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

(porcentaje)

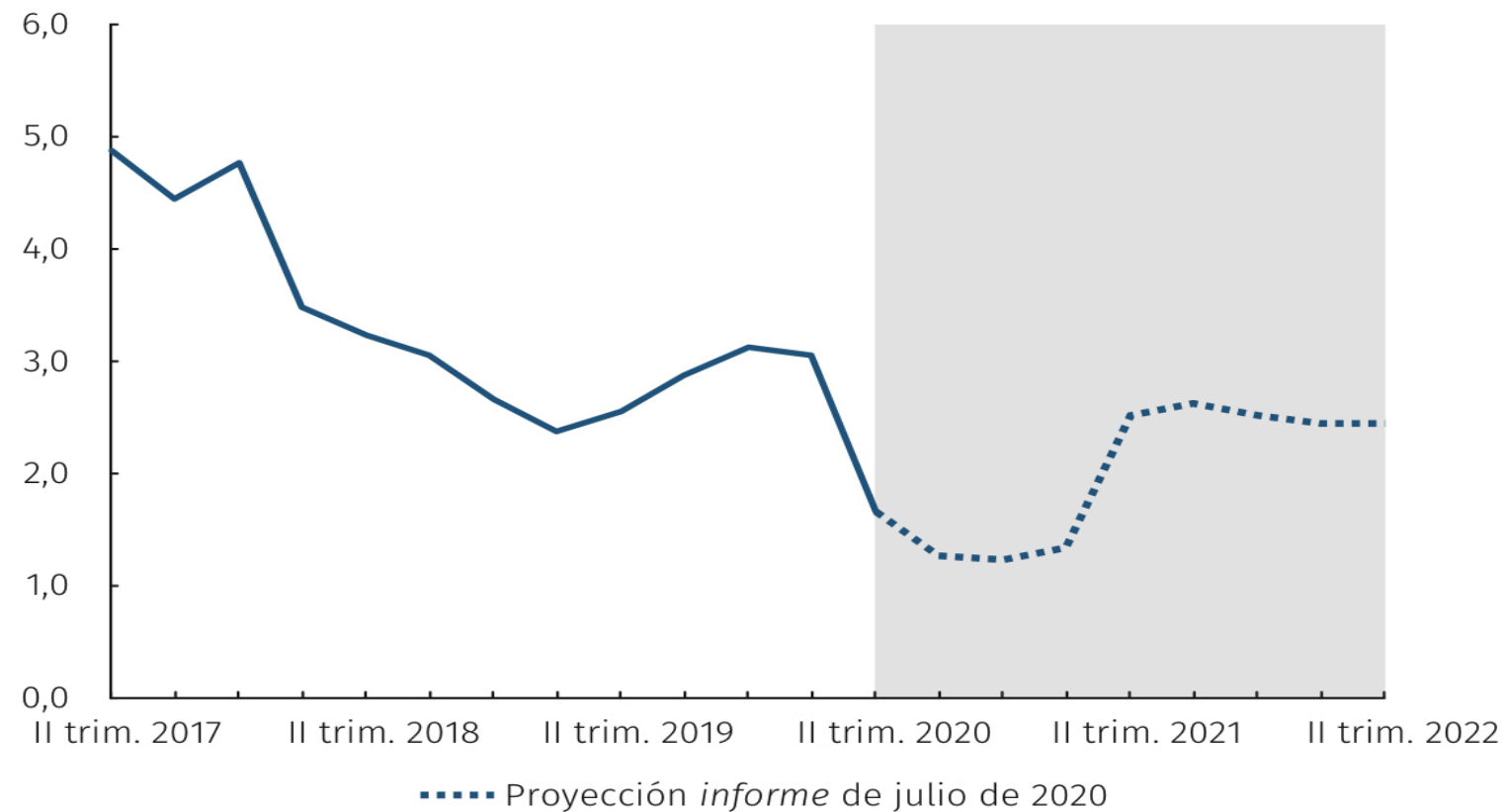


- Debilidad de la demanda interna explica en parte el bajo traspaso de la depreciación a los precios de transables
- Reducciones temporales de impuestos indirectos también disminuyen la inflación de transables
- Mercado laboral holgado implica ausencia de presiones sobre los costos laborales
- Baja demanda, reducciones de IVA y controles temporales a precios de arriendos reducirían la inflación de no transables.
- Se espera un aumento de la inflación básica en 2021 como consecuencia de la terminación de las medidas regulatorias temporales y recuperación de la economía

Inflación anual IPC sin alimentos ni regulados

(fin de período; variación anual)

(porcentaje)



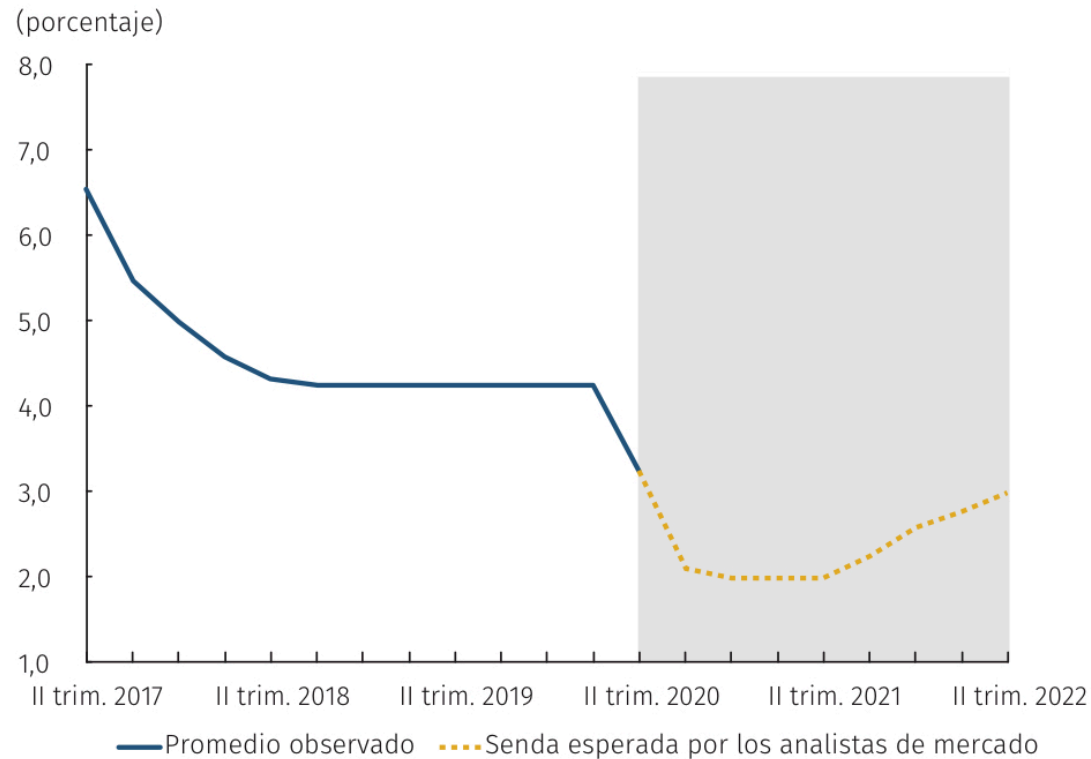
Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Informe de Política Monetaria

Política monetaria

La senda de tasa de interés política esperada por los analistas tiene reducciones a cerca del 2% en 2020 y comienzo de normalización hacia finales 2021

Tasa de interés de política promedio trimestral observada y tasa de interés de política esperada por los analistas ^{a/}



a/ Corresponde a la mediana de las proyecciones de los analistas. Estas proyecciones son calculadas tomando el promedio trimestral de las respuestas mensuales de la encuesta de expectativas de analistas económicos realizada por el Banco de la República en julio de 2020.

Fuente: Banco de la República.

- La presencia de excesos de capacidad y los pronósticos/expectativas de inflación requieren postura expansiva
- La senda de tasa de interés del equipo técnico sigue una tendencia similar, pero es algo menor en 2021.
- La senda hacia adelante dependerá de:
 - ✓ Magnitud y persistencia de los choques sobre la demanda agregada
 - ✓ El comportamiento de la inflación y de las expectativas de inflación que han presentado una tendencia a la baja recientemente
 - ✓ Evolución de las condiciones financieras externas y su efecto sobre la tasa de cambio y los precios
 - ✓ Las condiciones financieras internas
 - ✓ La evolución del costo de financiamiento debido al mayor endeudamiento requerido



Informe de Política Monetaria

Riesgos

Riesgos de las proyecciones y el análisis

- Los ya señalados:
 - ✓ Condiciones macroeconómicas y financieras internacionales
 - ✓ Duración de cierres y medidas sanitarias / Velocidad de recuperación
 - ✓ Tamaño de los excesos de capacidad productiva / PIB potencial
 - ✓ Efectos de medidas transitorias sobre inflación / Expectativas de inflación
 - ✓ Dificultad en la medición de precios y en la interpretación de los datos
- A los anteriores se suman la incertidumbre sobre el funcionamiento de los canales de transmisión de la política monetaria y ...
- Efectos mayores de los choques sobre las finanzas públicas, el nivel de endeudamiento, las primas de riesgo y la magnitud del ajuste fiscal requerido en caso de que se materialice este riesgo
- La gran incertidumbre asociada con estos riesgos explica el enfoque gradual adoptado por la JDBR en el proceso de reducción de tasas de interés

Informe de Política Monetaria

Julio de 2020



Gerencia Técnica
Agosto 5 de 2020