

Informe de Política Monetaria Julio de 2021



Gerencia Técnica
Agosto 4 de 2021

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 de 2021)

Principales características del pronóstico de abril:

1. Gran incertidumbre alrededor del pronóstico macroeconómico (efectos de la pandemia, contexto externo, perspectivas fiscales)
2. Economía con grandes excesos de capacidad e inflación básica y total por debajo de la meta
3. Expectativas y pronósticos de inflación por debajo de la meta; persistencia de excesos de capacidad en los siguientes dos años
4. Política monetaria expansiva: tasas de interés en mínimos históricos, amplia liquidez

La economía colombiana recibió múltiples choques en el segundo trimestre de 2021

Los choques:

- Problemas de orden público y bloqueos viales en mayo y junio
- Tercera ola de la pandemia desde abril: más duradera, con mayores contagios y pérdidas de vidas
- Choques de costos y oferta:
 - ✓ Aumento de costos logísticos (contenedores y fletes) a nivel internacional
 - ✓ Aumentos de precios internacionales de materias primas y alimentos
 - ✓ Disrupciones en algunas cadenas globales de valor (v.g. microchips, acero)
- Aumento de la percepción de riesgo soberano y de la incertidumbre sobre perspectivas fiscales

Sus efectos inmediatos:

- Aumento de la inflación, especialmente alimentos y bienes
- Caída trimestral del PIB
- Presión al alza sobre la tasa de cambio y los costos de financiamiento

¿Qué HA cambiado? - Contexto externo

- Actividad económica mundial y de socios comerciales observada y esperada más dinámica (avance en vacunación)
- Mayores precios de las exportaciones (v.g. petróleo y café) y de las importaciones (alimentos, materias primas, servicios)
- Condiciones financieras externas, aunque holgadas, más apretadas que en el primer trimestre:
 - ✓ Aumento de primas de riesgo por incertidumbre sobre el ajuste fiscal
 - ✓ Señales de una posible normalización de la PM en Estados Unidos antes de lo previsto por mejora en crecimiento y aumento de inflación
 - ✓ ... pero el aumento en las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos se ha moderado
- ➔ Efecto observado en Colombia: Tasas de interés de los TES se mantienen altas y depreciación del peso
- Mayores presiones de costos en materias primas, costos de transporte, precios de alimentos y costos de bienes en parte por interrupciones en cadenas de suministro y de valor

¿Qué HA cambiado? - Contexto interno

- **Datos:** recuperación de actividad económica ha sido sistemáticamente más vigorosa de lo esperado
 - Crecimiento de 2021.T1 mejor (2%) que lo estimado en el informe anterior (-0,3%)
 - Pese a efectos del paro y de la tercera ola de la pandemia, los indicadores de alta frecuencia sugieren una economía más dinámica. Segundo trimestre de 2021: estimación de crecimiento revisada a 17,3% (en abril 15,8%)
- Tercera ola de contagio fue más larga y con efectos mayores en términos de salud y pérdidas de vidas, pero el impacto económico ha resultado menor de lo previsto
- Inflación observada por encima de la meta, principalmente por alimentos, debido a efectos del paro (perecederos) y costos externos (procesados)
- Reducción en la magnitud del ajuste fiscal esperado y cambio en la combinación propuesta de los instrumentos para llevarlo a cabo
- Aumento en las proyecciones de déficit fiscal y endeudamiento a mediano plazo

¿Qué NO ha cambiado?

- **Enorme incertidumbre: tamaño de los excesos de capacidad, condiciones financieras externas, política fiscal, tensiones sociales, evolución de la pandemia, nuevas cepas y vacunación, etc.**
- La pandemia ha afectado la oferta y la demanda agregadas de la economía, aunque los efectos sobre la segunda estarían primando (contracción económica y caída de la inflación básica)
- Recuperación parcial de la actividad económica, grandes y persistentes excesos de capacidad, mercado laboral débil, bajo traspaso de la depreciación a los precios internos e impactos de las medidas regulatorias transitorias sobre los precios y la inflación
- Acceso al financiamiento externo
- Efectos complejos e inciertos de la política fiscal expansiva en Estados Unidos
- Política fiscal contracíclica en 2021 y ajuste que comienza en 2022

Estado inicial de la economía

- Diagnóstico de la economía se mantiene en líneas generales, pero con cambios en inflación total y riesgos:
 - ✓ Choque de la pandemia con impactos inciertos en oferta y demanda agregadas, pero con efectos menos persistentes que antes
 - ✓ Excesos de capacidad amplios y persistentes, pero menores en magnitud y duración esperada
 - ✓ Inflación básica por debajo de la meta y expectativas de inflación de mediano plazo cercanas a la meta
 - ✓ Inflación total por encima de la meta, debido principalmente a choques transitorios de oferta y costos, aunque de duración incierta
 - ✓ Política monetaria expansiva (tasa de interés real neutral de 1.5% en 2021)
 - ✓ Aumentos en la tasa de cambio con efectos inflacionarios contenidos en parte por los excesos de capacidad
 - ✓ Mayores riesgos por inflación e incertidumbre política y fiscal
- **Gran incertidumbre alrededor de este diagnóstico:** Interpretación de los mejores datos de actividad económica: ¿demanda u oferta? ¿fenómenos sectoriales?, entre otros

En este informe se introduce una nueva metodología para reflejar el balance de riesgos y cuantificar los efectos de la incertidumbre sobre el pronóstico

- “Densidades predictivas” (ver Recuadro 1 IPoM)
- Reemplaza rangos presentados en IPoM durante la pandemia y fan charts de los IPoM pre-pandemia
- Metodología empleada en algunos bancos centrales (v.g. NY Fed)
- Parte de un balance de riesgos sobre los factores y choques que a juicio del equipo técnico podrían afectar a la economía en el horizonte de pronóstico.

Ejemplo:

- Riesgo de una normalización anticipada de la PM en EEUU: se refleja con distribución de probabilidad sesgada hacia arriba para la tasa de la FED
- Riesgo de nuevos brotes del virus que afecten el crecimiento: se refleja con distribución de probabilidad sesgada hacia abajo para choques de oferta y demanda que afectan el crecimiento

Metodología de densidades predictivas

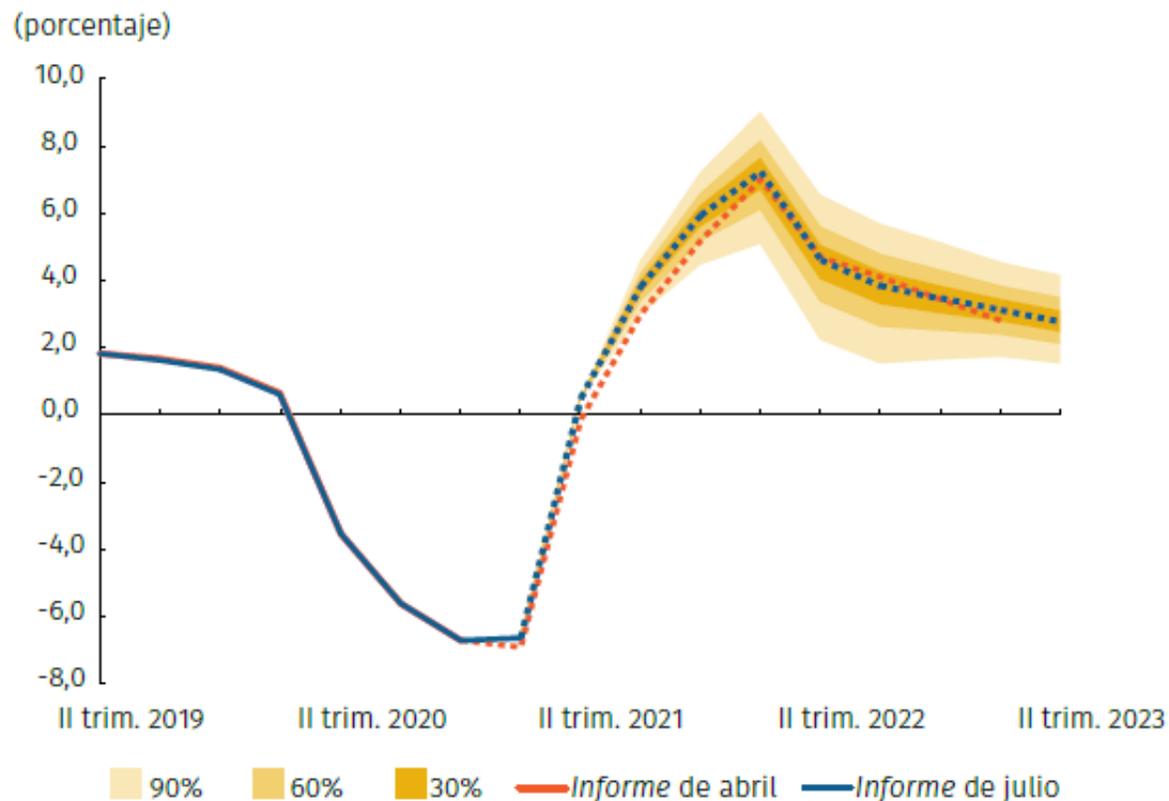
- Arroja una distribución de probabilidad sobre las principales variables del pronóstico
 - ✓ Las distribuciones reflejan el resultado de los choques combinados que pueden afectar variables externas, precios y actividad económica
 - ✓ Los sesgos en las distribuciones reflejan el balance de todos los riesgos juntos y sus efectos sobre todas las variables a la vez
 - ✓ Los efectos de los riesgos y los sesgos son cuantificados de forma coherente con el “equilibrio general” incorporado en los modelos de pronóstico
- **En el ejemplo:**
 - ✓ Resultado: pronóstico con una inflación que tiene una distribución de probabilidad sesgada al alza y un crecimiento económico que tiene una distribución sesgada a la baja
- En gráficos: se presentan rangos para las variables al 30%, 60% y 90% de probabilidad
- En el texto del IPoM y en esta presentación los rangos presentados corresponden al 90%

Pronóstico IPoM julio 2021

Contexto Internacional

En 2021 la demanda externa se recuperaría a un mejor ritmo que el proyectado en abril. Habría diferencias marcadas en la recuperación entre países, en parte por control de la pandemia

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

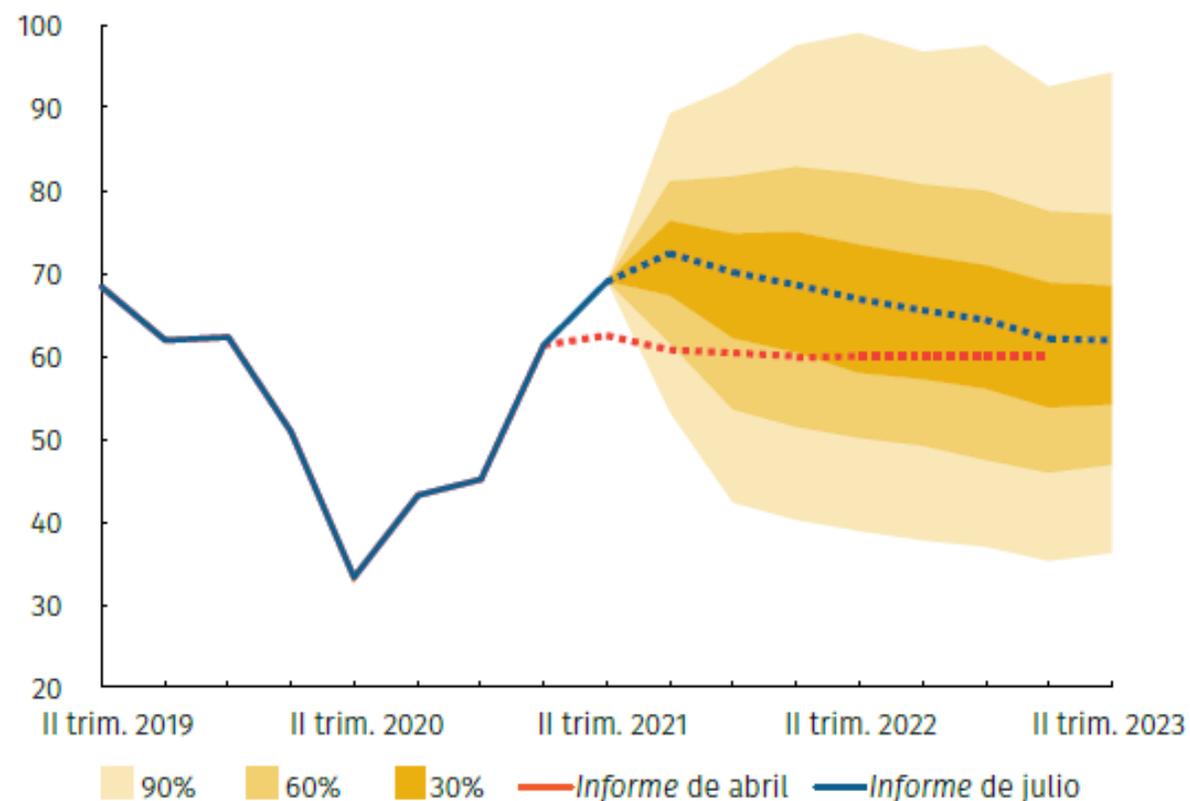


- Sorpresas al alza generalizadas en resultados de crecimiento del primer trimestre, en parte por menores efectos de la pandemia.
- EEUU ya habría recuperado los niveles de PIB pre-pandemia, aunque el empleo todavía no alcanza los niveles esperados. Se espera crezca 6,7% en 2021.
- La Zona Euro tendría una recuperación más lenta y no superaría los niveles de PIB pre-pandemia hasta 2022.
- China crecería 8,5% en 2021 impulsada por la demanda interna y externa.
- Latinoamérica: Mejores precios de *commodities* y demanda de exportaciones soportan mejores proyecciones. Mayores dificultades en el control de la pandemia, vacunación más lenta con limitado espacio monetario y fiscal.
- Rango 2021: 4,5% - 7,2%. Rango 2022: 1,7% - 5,1%

El supuesto del precio internacional del petróleo (Brent) se revisó al alza para 2021 (68 USD bl) y 2022 (66 USD bl), en parte por mejores perspectivas de crecimiento global

Supuesto trimestral del precio del petróleo

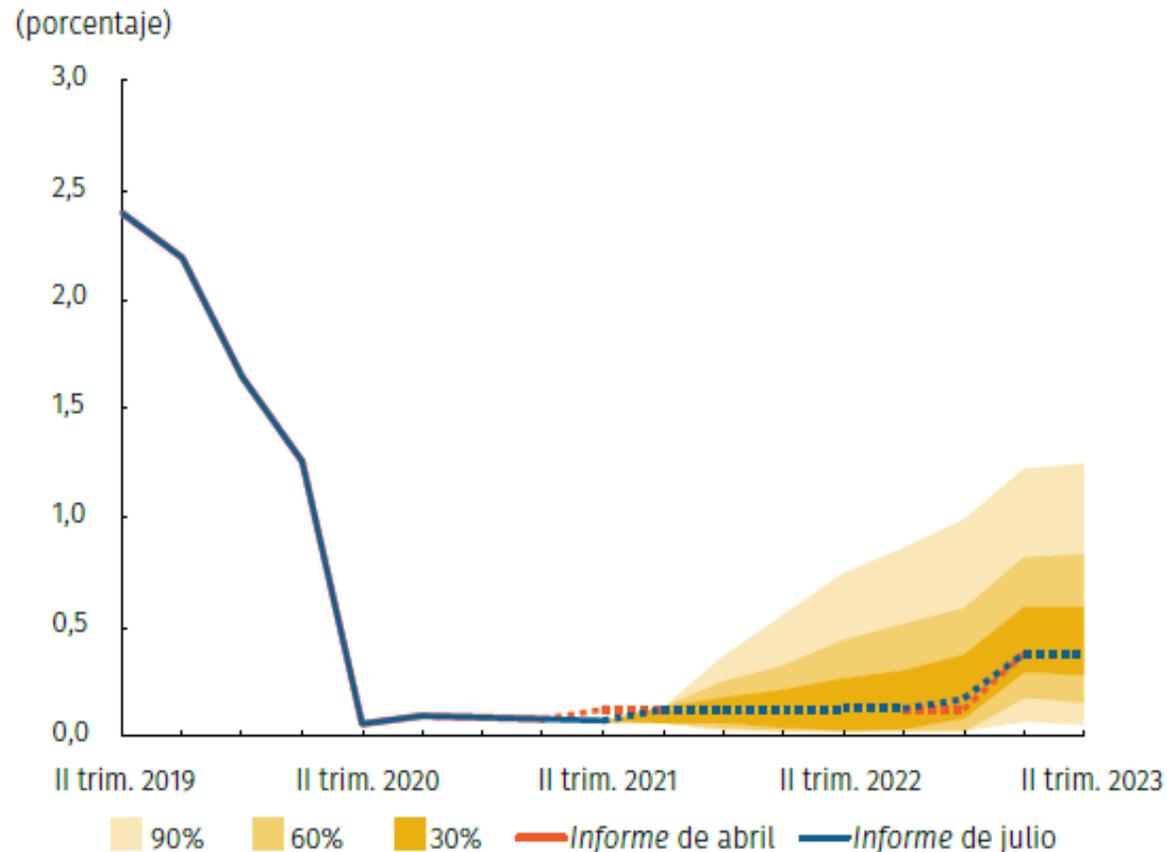
(dólares por barril)



- Observamos los precios más altos de los últimos 2 años.
- A corto plazo se espera un mercado relativamente apretado, con reducciones de inventarios.
- Demanda: Reapertura de las economías con mejor dinámica de lo esperado y crecimiento
- Oferta: Cumplimiento de acuerdos OPEP+, lenta recuperación en la producción de EEUU, baja inversión en el sector.
- A mediano plazo, se espera que la oferta aumente de la mano mayor producción de la OPEP+ y otros países como los EEUU.
- Riesgos sesgados a la baja en 2021: nuevas cepas del virus y restricciones asociadas
- Se espera un aumento de los términos de intercambio en 2021 respecto a 2020, especialmente por petróleo, carbón y café, a pesar de los mayores precios de las importaciones por interrupciones de cadenas de valor, entre otras razones

Se espera que las economías avanzadas mantengan una política monetaria expansiva en 2021 y 2022. Se supone un primer incremento en la tasa de la FED a finales de 2022

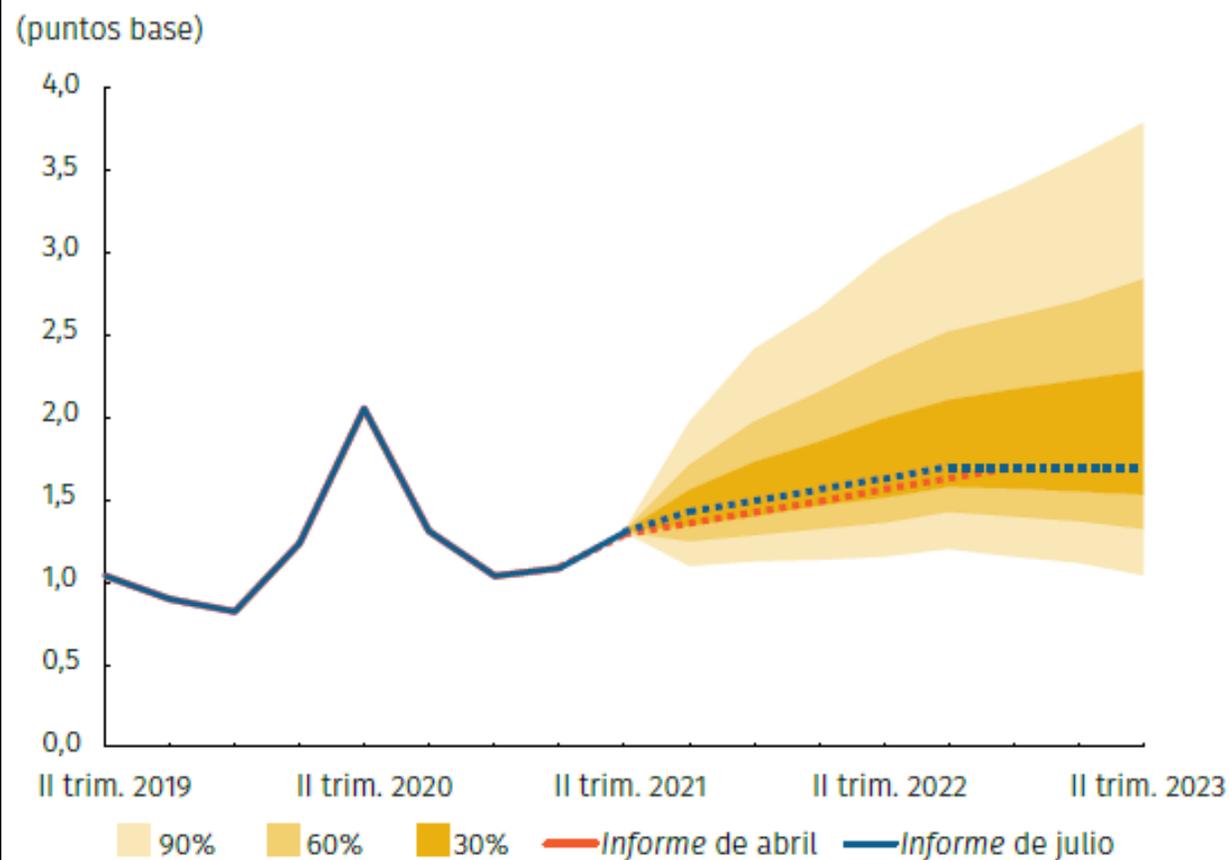
Supuesto trimestral de la tasa de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos



- Tasa de interés cercana al límite técnico (0%-0.25% para la FED) en 2021 y 2022
- Amplia liquidez y medidas no convencionales
- Estados Unidos:
 - ✓ Inflación básica y total por encima de la meta. FED juzga estos aumentos como transitorios. Efectos de base y presiones por cadenas de suministro y costos laborales.
 - ✓ Objetivo de empleo no se ha cumplido
 - ✓ Según analistas, reducción de hoja de balance empezaría a principios de 2022
- Europa:
 - ✓ Inflación básica por debajo de meta (aunque aumentaron las expectativas de inflación total para 2021)
 - ✓ Amplios excesos de capacidad
 - ✓ Mantiene programa de compra de activos
 - ✓ Anunció cambio en meta de inflación a 2%
- Riesgos: sesgados al alza por una normalización más temprana de la PM en EEUU

Suponemos que se mantendría el acceso a financiamiento externo, aunque la prima de riesgo en el mediano plazo alcanzaría niveles superiores a los actuales y a los pre-pandemia

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



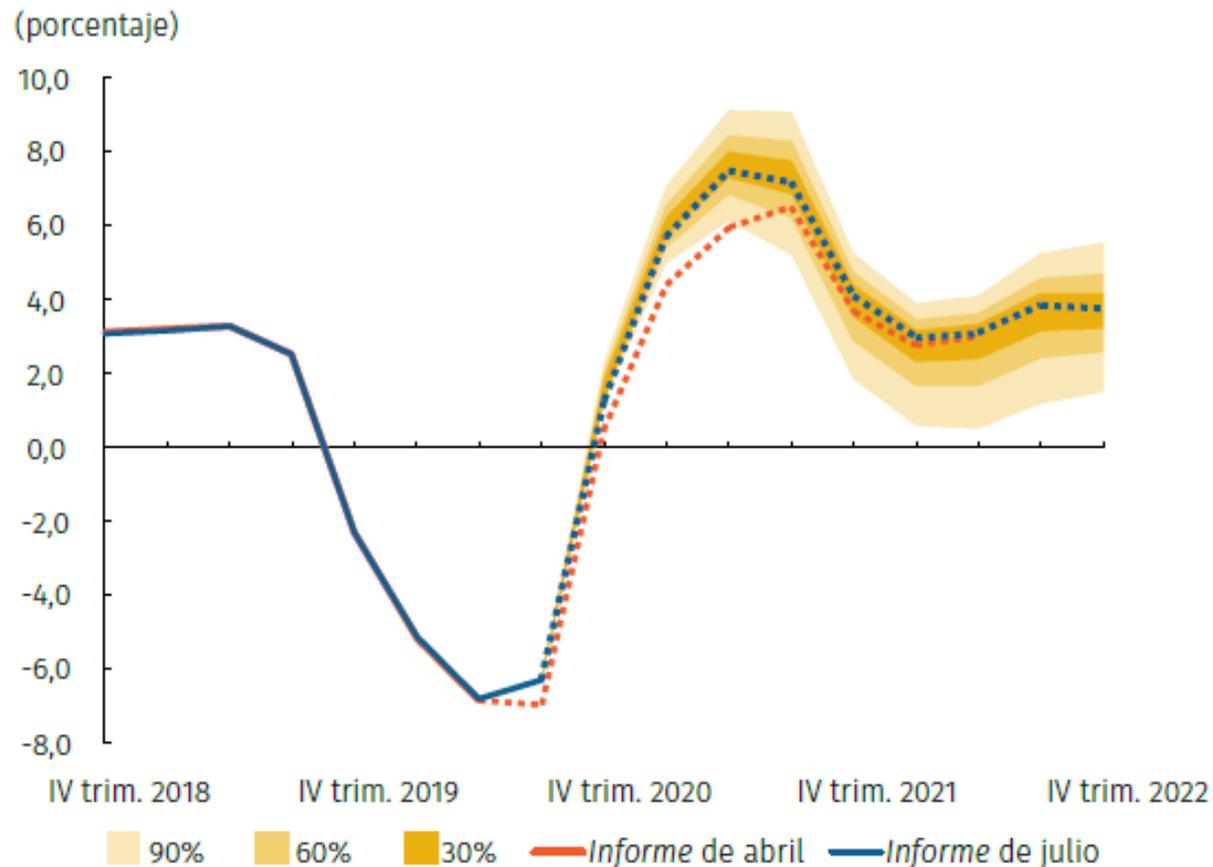
- CDS de Colombia vienen aumentando desde enero, separándose de las de otros países de la región (v.g. México)
- Esto asociado con:
 - ✓ Aumento de la percepción de riesgo soberano
 - ✓ Deterioro esperado de las finanzas públicas
 - ✓ Incertidumbre sobre el ajuste fiscal
- Y a pesar de:
 - ✓ Aumento de los precios del petróleo
 - ✓ Amplia liquidez internacional, menor aversión al riesgo y valorizaciones de mercados bursátiles de economías avanzadas
- Los mayores niveles de endeudamiento público y la persistencia de déficit fiscales y externos son coherentes con primas de riesgo más altas en el futuro.
- Los factores de riesgo sesgan las primas al alza.

Pronóstico IPoM julio 2021

Pronósticos de actividad económica e inflación

El crecimiento de 2021 sería 7,5%, en un rango entre 6,1% y 9,1% y en 2022 sería de 3,1%, en un rango entre 0,5% y 4,1%.

PIB, acumulado 4 trimestres (variación anual)

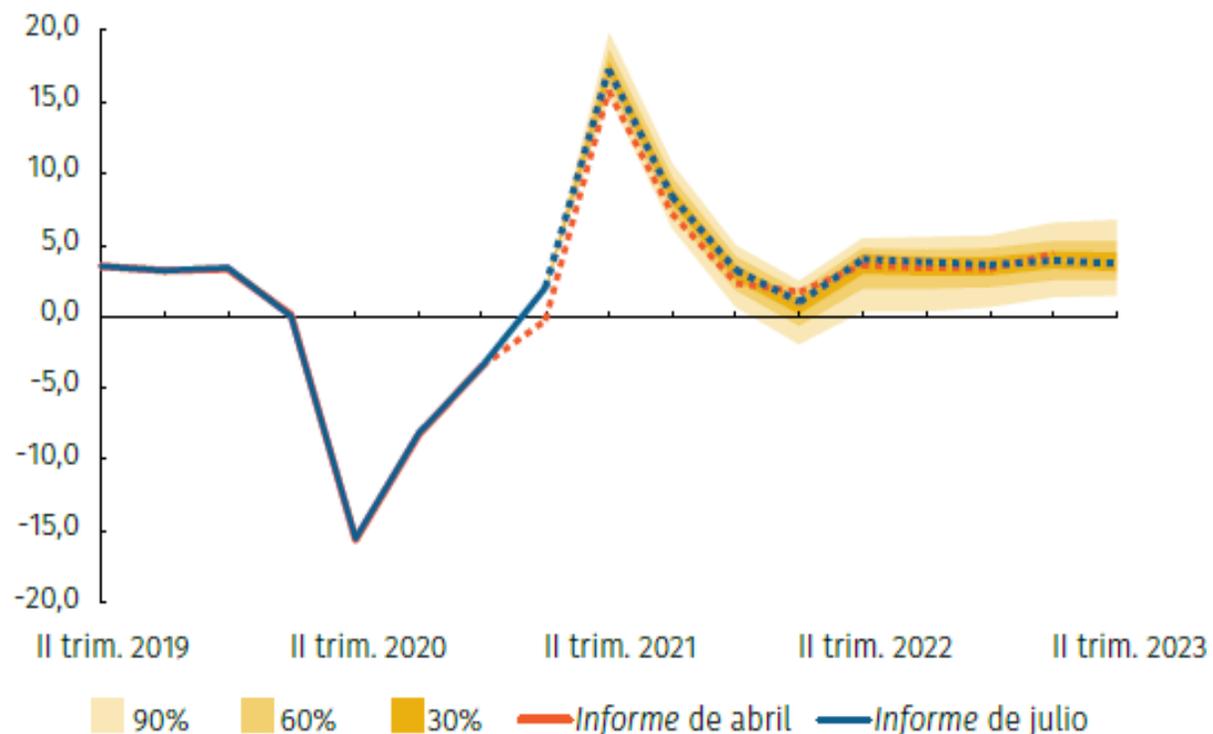


- La revisión al alza se explica en parte por la mejor dinámica de la economía en el primer trimestre (dato 2% vs esperado de -0,3%).
- La economía ha mostrado mayor capacidad de recuperación: sorpresas sistemáticas en el crecimiento
- El efecto de los choques negativos de oferta y demanda agregada sería menor y algo menos persistente.
- Esto a pesar de que los paros y la pandemia habrían tenido un efecto negativo significativo e implicarían un retroceso en el nivel del PIB en el segundo trimestre.
- El escenario central no incorpora cierres por nuevas olas de contagio, ni nuevos paros.
- El crecimiento está sesgado a la baja en el futuro por los efectos de la incertidumbre política/fiscal sobre la confianza de consumidores e inversionistas y por los riesgos relacionados con el Covid-19.

La recuperación del crecimiento vendría impulsada por la demanda interna

PIB trimestral (variación anual)

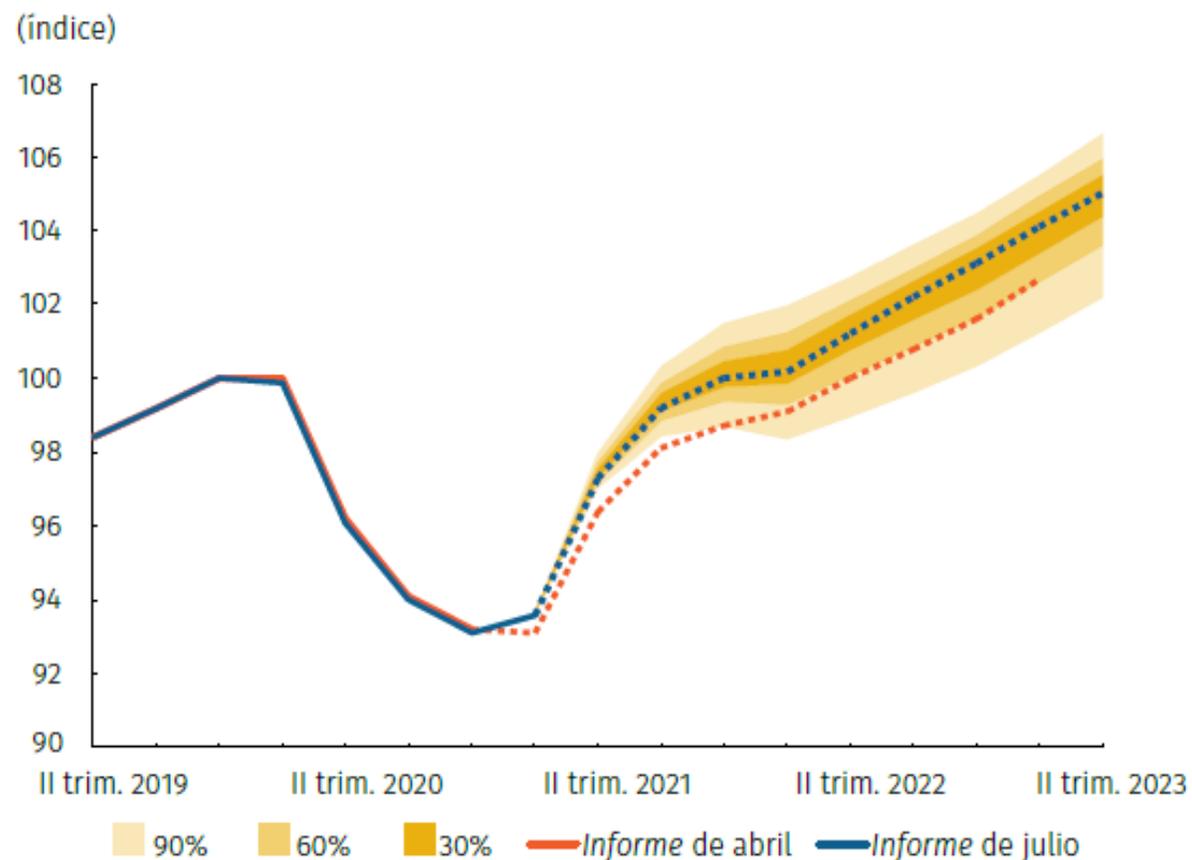
(porcentaje)



- Para 2021, el pronóstico de todos los componentes del gasto fue revisado al alza.
- En 2021 el consumo continuaría su recuperación por:
 - ✓ Mejora en confianza de los consumidores (sin paros ni rebrotes de Covid-19 y con avance en vacunación)
 - ✓ Aumento del consumo público de acuerdo con el Plan Financiero de 2021 (efecto transitorio)
 - ✓ Políticas monetaria y fiscal expansivas
 - ✓ Condiciones financieras internas favorables con cartera de crédito comercial y de consumo creciendo
- En 2021 la inversión sería el principal contribuyente al crecimiento.
 - ✓ Buena dinámica de ventas de vivienda
 - ✓ Mayores precios de petróleo
 - ✓ Inicio y continuación de obras civiles e impulso a la inversión pública (Plan Financiero 2021)
- Exportaciones mostrarían una mejor dinámica, coherente con las mejores perspectivas de crecimiento de los socios comerciales

El PIB alcanzaría sus niveles de 2019 al final de 2021, seis meses antes que lo proyectado en abril. Sin embargo, el nivel de actividad seguiría por debajo del potencial

PIB, acumulado 4 trimestres (índice, IV trimestre de 2019 = 100)

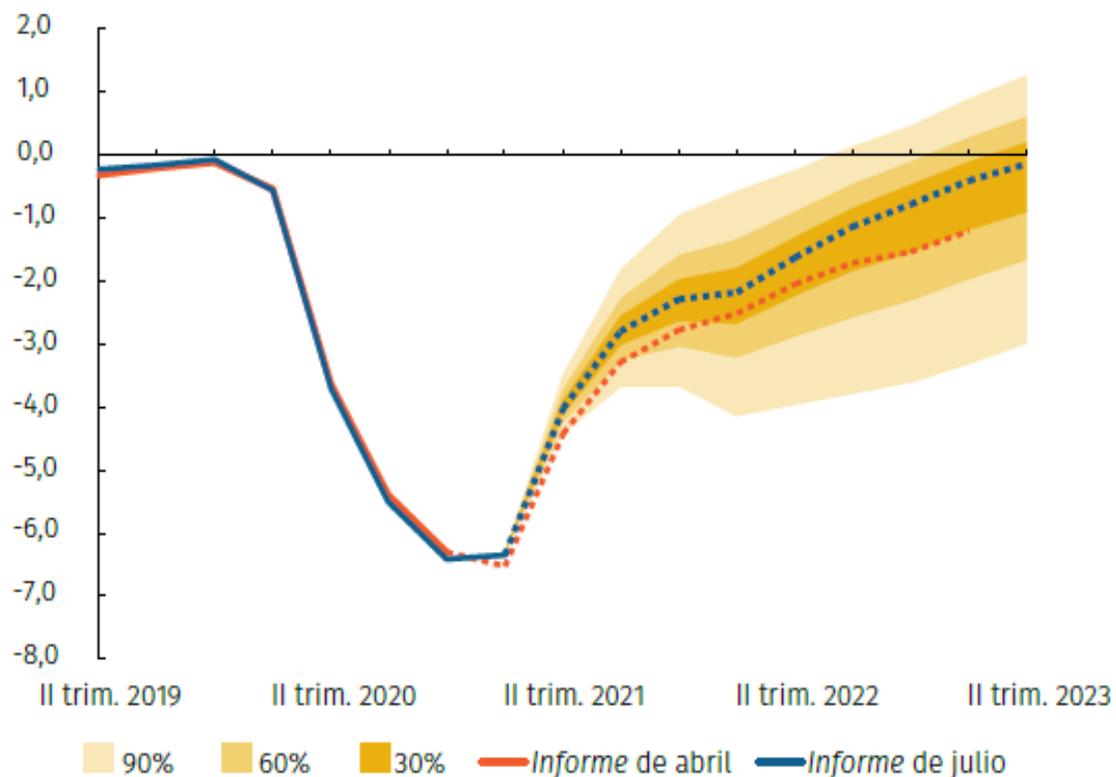


- El equipo técnico atribuye una parte importante de los mayores datos de crecimiento a un aumento del PIB potencial (comportamiento conjunto de PIB y precios)
- Se espera una recuperación **gradual** de la actividad económica general por:
 - ✓ Algunas actividades seguirían afectadas por epidemia
 - ✓ El ingreso de los hogares y su estabilidad seguirían afectados
 - ✓ La incertidumbre continúa afectando la inversión
 - ✓ Ajuste fiscal supuesto en 2022 con efecto transitorio sobre demanda interna. Se incorpora un ajuste fiscal menor por cambio en el proyecto de ley de la reforma tributaria.
- Incertidumbre:
 - ✓ Efectos adicionales de la pandemia
 - ✓ Ajuste fiscal: Medidas, tamaño y perspectivas
 - ✓ En el corto plazo, posible recuperación más rápida, dado lo observado

La brecha de producto sigue siendo ampliamente negativa, aunque menos de lo estimado en abril. Se cerraría más rápido, pero los excesos persistirían hasta 2023

Brecha del producto (acumulado 4 trimestres)

(porcentaje)



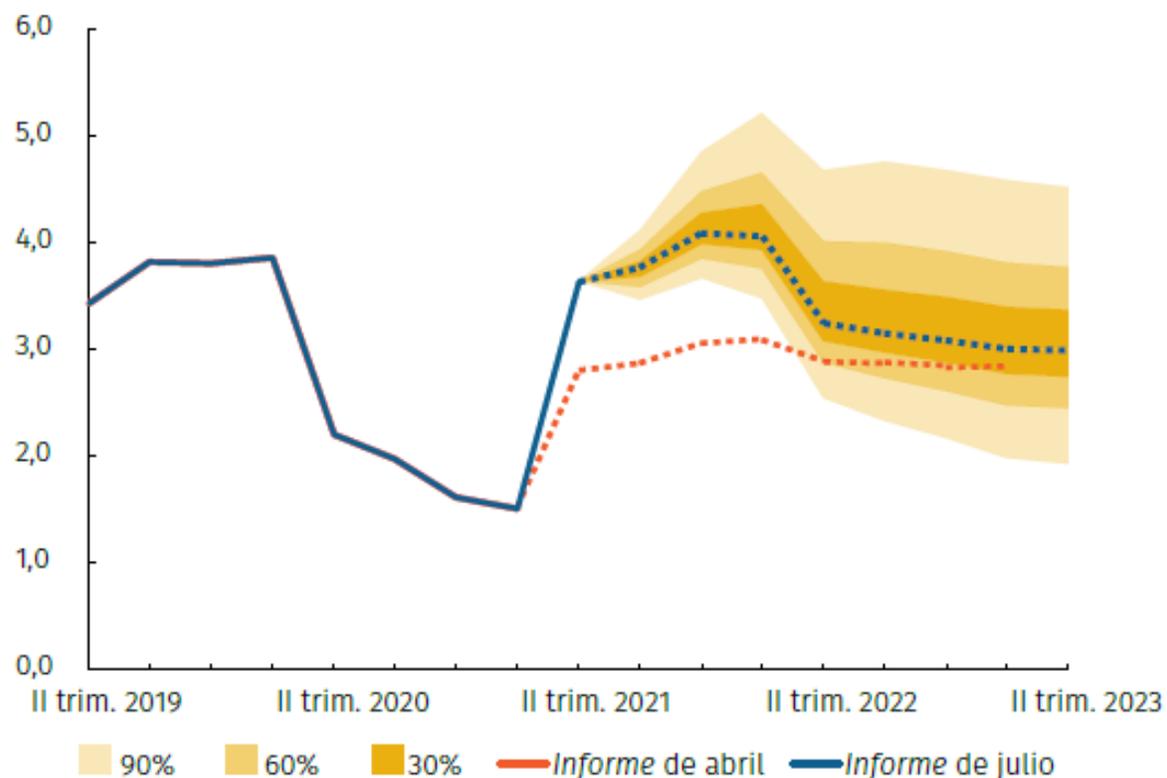
- Observación simultánea de repunte del crecimiento e inflación básica baja y en línea con lo esperado, sugiere una brecha de producto negativa y amplia
- Aumento de inflación básica se debe principalmente a reversión de alivios y choques de oferta
- Mercado laboral holgado: proyección de desempleo (Reporte de Mercado Laboral) de 14,4% en promedio con un rango entre 13,7% y 15% en 2021 → Brecha amplia
 - ✓ Recuperación del empleo se ha estancado
 - ✓ Proyección: reducción hacia 13,8% hacia final del año
- No obstante, el mejor crecimiento observado y proyectado resultan en una brecha un poco más cerrada
- Gran incertidumbre sobre el tamaño de los excesos de capacidad productiva:
 - ✓ Sesgo a la baja por incertidumbre y riesgo de pandemia
 - ✓ Impacto de choques en el sector de servicios y cambios en patrones de consumo

La inflación anual aumentó a 3,63% en junio. Para 2021 se espera que la inflación termine por encima de la meta y que converja a la misma durante 2022

El rango de pronóstico se revisó al alza (3,7% - 4,9%) para 2021 y para 2022 se proyecta (2,2% – 4,7%)

Índice de precios al consumidor (variación anual, fin de período)

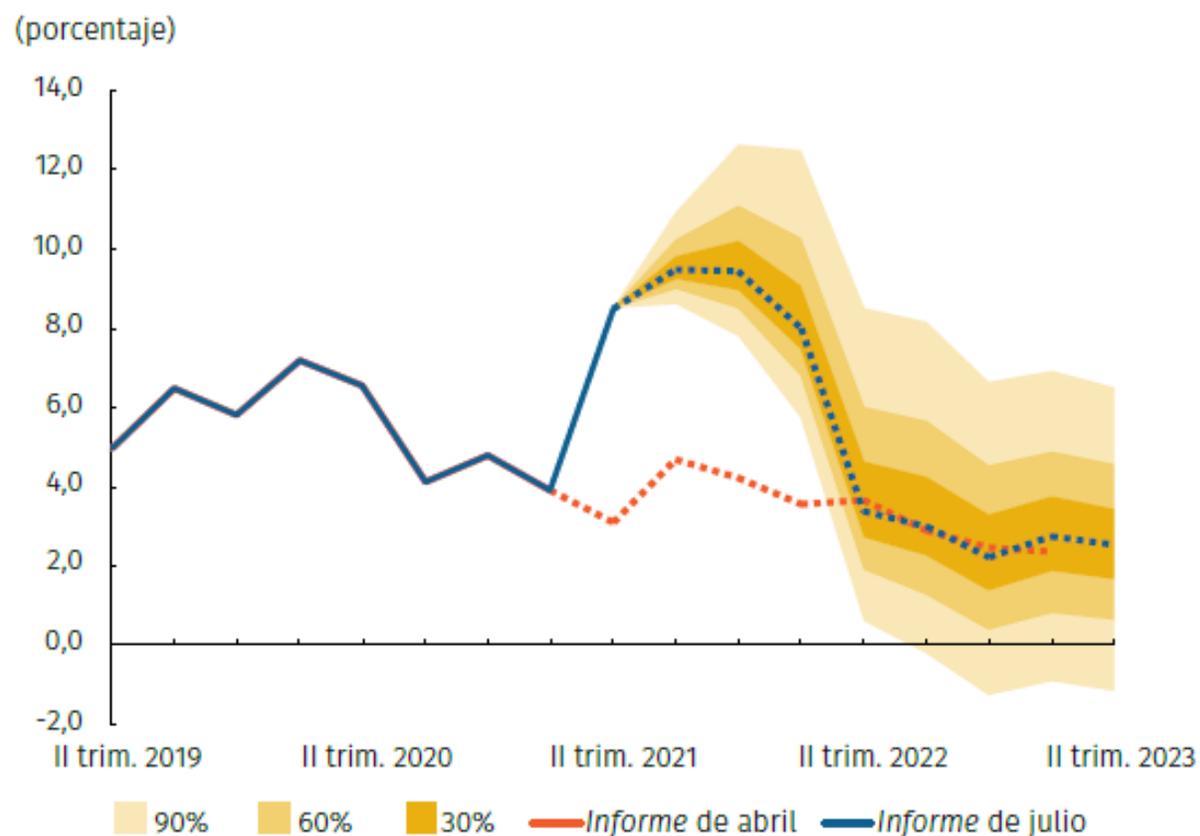
(porcentaje)



- La inflación en el segundo trimestre aumentó como resultado de choques de oferta y costos de diferente origen y persistencia, pero considerados transitorios:
 - ✓ Paro y bloqueos (menos persistente)
 - ✓ Precios internacionales y costos logísticos (persistentes)
 - ✓ Disrupción de cadenas de valor (persistente)
- Parte del aumento era esperado y se concentró en items sujetos de alivio
- Inflación básica a junio estuvo en línea con lo esperado, por debajo de 2%
- Inflación total estaría por encima de la meta en 2021 (4,1%) y cerca de la meta a finales de 2022 (3,1%)
- El pronóstico tiene en cuenta aumentos de inflación en 2021 por terminación de algunos alivios, bases de comparación bajas, persistencia de algunos choques y recuperación de la demanda.

Aumento de la inflación proyectada en 2021 explicado principalmente por IPC de alimentos (revisión de pronóstico a 9,5% desde 4,2% para finales de 2021)

IPC de alimentos (variación anual, fin de período)

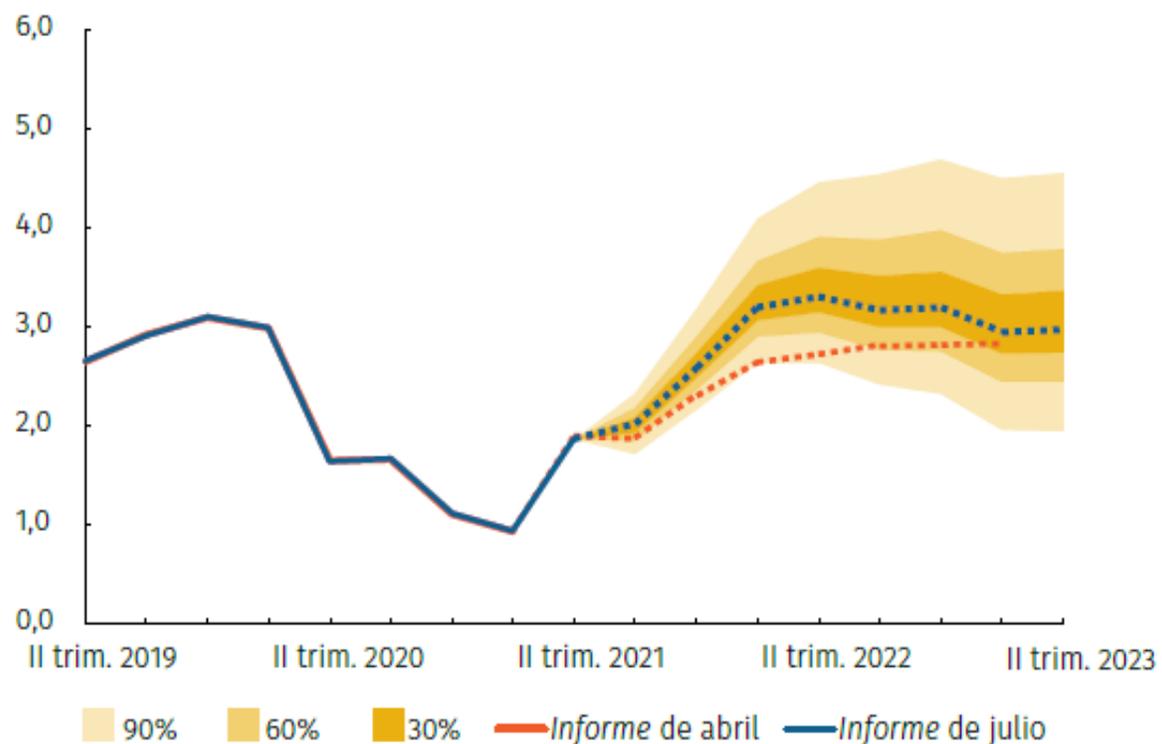


- El IPC de alimentos se aceleró, de 3,9% en 2020.T1 a 8,5% en 2020.T2:
 - ✓ Paros y bloqueos: afectaron principalmente a perecederos con impacto transitorio, pero con algunos efectos persistentes sobre la capacidad productiva
 - ✓ Mayores precios internacionales y costos de transporte
 - ✓ Ciclos productivos y aumento de la demanda externa de ciertos productos locales (v.g. carne)
- El IPC de regulados tuvo una variación alta por efectos de base. Se espera siga alta en los próximos trimestres por incrementos de tarifas en algunos servicios públicos (pospuestos el año pasado), para luego descender en 2022.
- El pronóstico considera un aumento moderado de precios de combustibles, en un entorno de mayores de precios de petróleo (riesgo)

La inflación básica cerró junio en 1,87%, compatible con amplios excesos de capacidad.
En 2021 se situaría entre 2,2% y 3,2% y en 2022 entre 2,3% y 4,7%

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

(porcentaje)

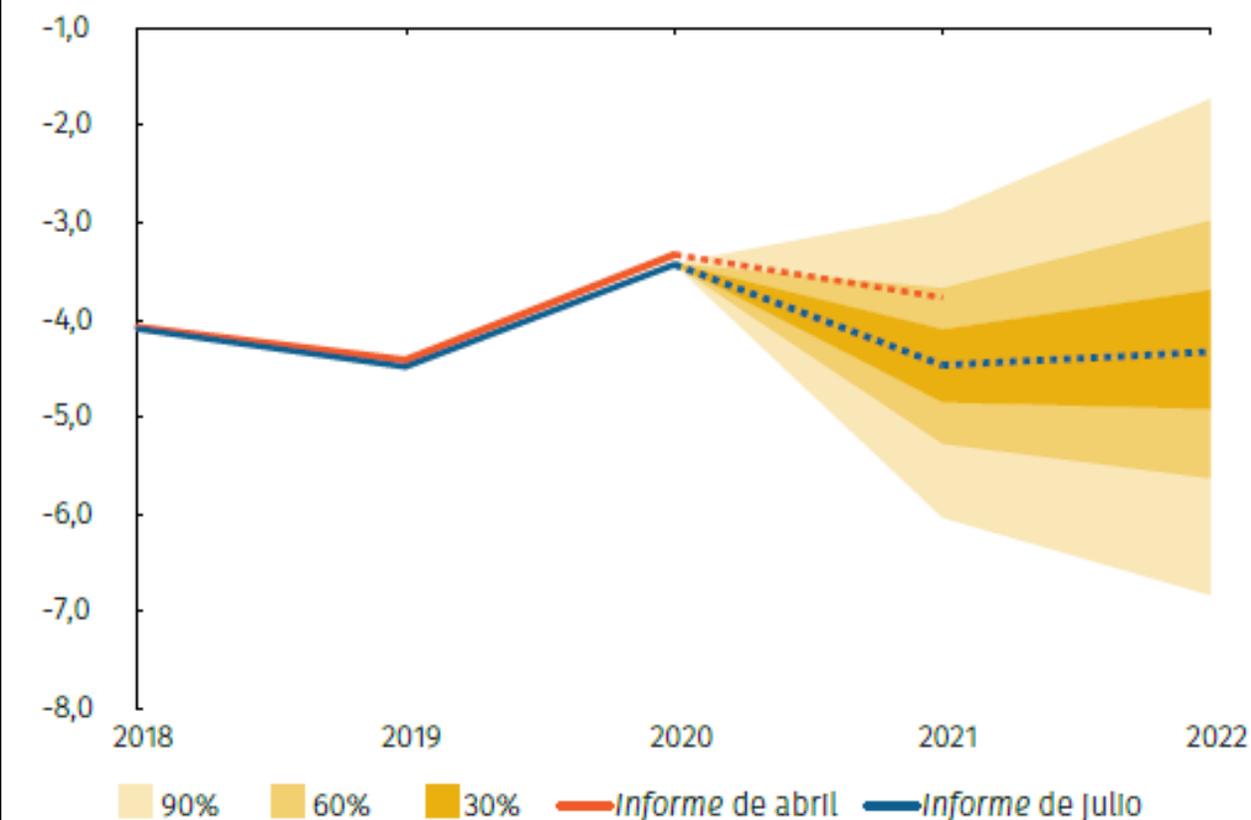


- En 2021.T2 el IPC sinAR aumentó de acuerdo con lo proyectado en abril, principalmente por canastas de bienes y servicios afectados por los alivios transitorios de 2020
- Senda creciente del pronóstico explicada por la reversión de alivios y cierre de la brecha de producto
- Respecto a IPoM de abril, el pronóstico aumentó, pasando de 2,3% a 2,6% para 2021 y de 2,8% a 3,2% para 2022
- Este aumento en el pronóstico se debe principalmente a:
 - ✓ Aumentos de costos logísticos y interrupciones de cadenas de valor que afectan la canasta de bienes
 - ✓ Aumento de precios de alimentos que afectan servicios vía comidas fuera del hogar (CGH)
 - ✓ Menores excesos de capacidad en el pronóstico
- Riesgos en bienes: persistencia de choques externos y grado de traspaso de mayores costos
- Riesgos en servicios: menores ajustes en arriendos y competencia en telefonía celular y transporte aéreo

El déficit de la cuenta corriente se ampliaría en 2021 a 4,5% del PIB y a 4,3% en 2022 desde 3,4% en 2020, principalmente por la reversión de los choques de 2020

Cuenta corriente anual

(porcentaje del PIB)



- En 2020 el déficit de la cuenta corriente se redujo como porcentaje del PIB desde 4,5% de 2019 a 3,4%, principalmente por la contracción de la demanda interna
- En 2021 el déficit se ampliaría como reflejo de la recuperación de la economía:
 - ✓ Mejor demanda interna propiciaría aumento en importaciones de bienes y servicios
 - ✓ Mayores egresos por utilidades de empresas de capital extranjero, especialmente del sector petrolero
 - ✓ Aumentos de pagos por transporte marítimo y precios de bienes y materias primas importadas
- Algunos factores compensarían estos efectos:
 - ✓ Aumentos de precios de petróleo, café y carbón
 - ✓ Mayores exportaciones no tradicionales y de petróleo, café y oro
 - ✓ Mayores remesas de trabajadores en el exterior

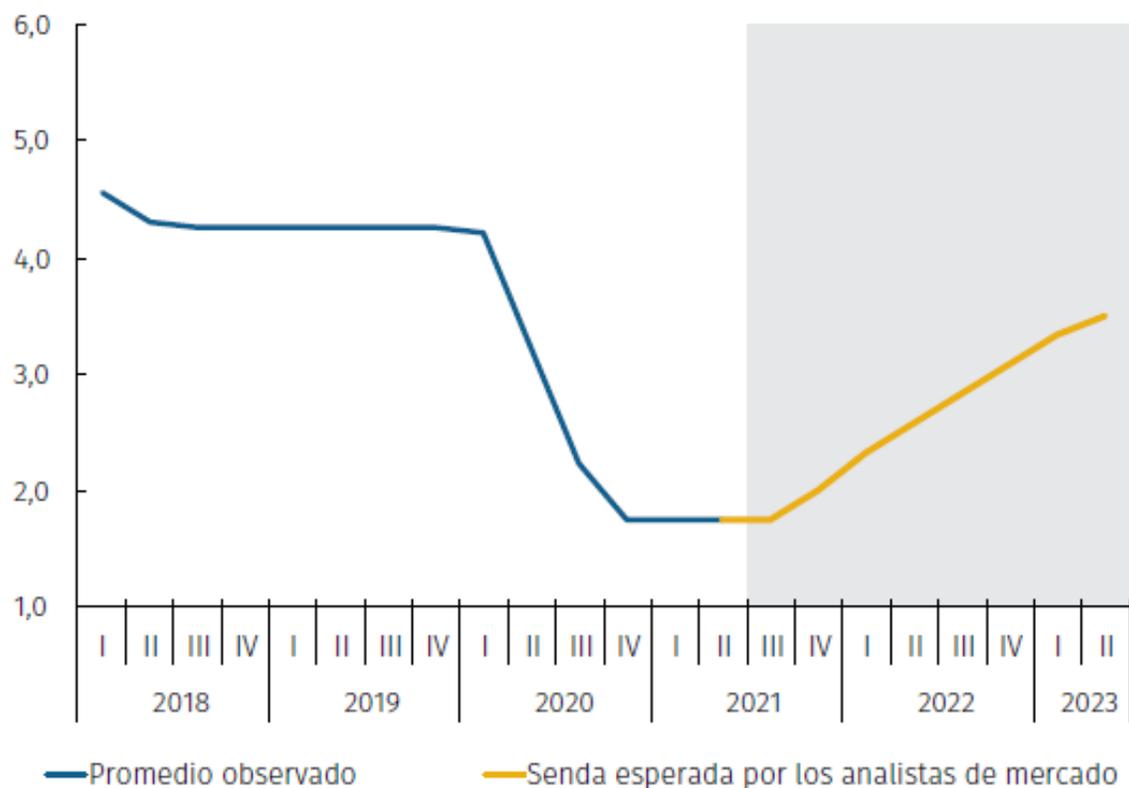
Pronóstico IPoM julio 2021

Política monetaria

La presencia de excesos de capacidad productiva, inflación básica por debajo de la meta y expectativas de inflación alrededor de la meta requieren una postura expansiva de la política monetaria

Tasa de interés de política promedio trimestral observada y esperada por los analistas

(porcentaje)



- La mediana de la senda de tasa de interés de política esperada por los analistas aumentó respecto al Informe anterior. La tasa llegaría a 2% en 2021-IV y a 3.25% a finales de 2022.
- La senda de tasa de interés del equipo técnico es en promedio algo mayor que la de los analistas en el horizonte de pronóstico
- Senda creciente...
 - ✓ Compatible con pronóstico de menores excesos de capacidad esperados
 - ✓ Compatible con una tasa de interés real neutral con tendencia creciente por mayor endeudamiento y primas de riesgo
 - ✓ Riesgos a la baja en crecimiento y al alza en inflación implican posibles disyuntivas más complicadas para la política monetaria
- 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

Elevada incertidumbre

- **Duración y persistencia de los choques de oferta y costos**
 - ✓ De la duración y persistencia depende traspaso a precios internos y a las expectativas de inflación
 - ✓ Posible indexación a niveles de inflación más altos
- **Ajuste fiscal (momento, tamaño, medidas y perspectivas) puede alterar el pronóstico de crecimiento, las primas de riesgo, la tasa de cambio y la inflación**
 - ✓ Se supone un ajuste fiscal menor que el requerido para estabilizar la razón de deuda en los próximos años
- **Evolución de las condiciones financieras externas y su efecto sobre la tasa de cambio**
 - ✓ Riesgos sobre el momento y la magnitud del ajuste de la política monetaria en las economías avanzadas
 - ✓ Una política fiscal fuertemente expansiva en EEUU podría resultar en aumentos en el costo de financiamiento externo
- **Naturaleza de los choques y sus efectos sobre el PIB potencial y la brecha de producto**
 - ✓ Recuperación de la demanda interna privada y mayor crecimiento observados en 2020 y en el primer trimestre de 2021 podrían indicar menores excesos de capacidad o una recuperación del PIB potencial más rápida (¿cuál de las dos?)
 - ✓ Fenómenos sectoriales y de recomposición de gasto dificultan la interpretación de nueva información
- **Evolución de la pandemia y las medidas que se tomen para reducir su efecto sobre la salud**
 - ✓ Desarrollo de la vacunación a nivel local y mundial
 - ✓ Posibles nuevos brotes en el futuro y nuevas cepas

RECUADROS IPoM JULIO 2021 y RML

- **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
- **Reporte del Mercado Laboral:** Ralentización de la recuperación del empleo y el mercado laboral de jóvenes
 - ✓ **Informe especial:** El mercado laboral de los jóvenes durante la pandemia, ley del primer empleo y otras políticas de estímulo al empleo juvenil

Informe de Política Monetaria

Julio de 2021



Gerencia Técnica
Agosto 4 de 2021