Descargar

Principales variables del pronóstico macroeconómico

Tenga en cuenta

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

Autor o Editor

Gerencia Técnica Subgerencia de Política Monetaria e Información Económica Departamento de Programación e Inflación Sección de Inflación Sección de Programación Macroeconómica Sección de Gestión del Proceso de Pronóstico Departamento de Modelos Macroeconómicos Sección de Pronóstico Sección de Desarrollo de Modelos y Capacidades

Autores y/o editores

Gerencia Técnica Subgerencia de Política Monetaria e Información Económica Departamento de Programación e Inflación Sección de Inflación Sección de Programación Macroeconómica Departamento de Modelos Macroeconómicos Sección de Pronóstico Sección de Desarrollo de Modelos y Capacidades

A partir de octubre de 2019, el *Informe sobre Inflación* que produce el equipo técnico una vez al trimestre cambió de nombre y ahora se titula *Informe de Política Monetaria*. Este informe, sobre el cual el equipo técnico realiza su recomendación de política monetaria, se publicará el día hábil siguiente a la reunión de la Junta Directiva de los meses de enero, abril, julio y octubre.

Fecha de publicación
Lunes, 03 mayo 2021

Resumen macroeconómico

Después de la profunda caída de la actividad económica en el segundo trimestre de 2020, la recuperación ha sido consistentemente más vigorosa que la pronosticada por el equipo técnico del Banco. Al tiempo, las tasas de inflación total y básica han caído y permanecen en niveles bajos. Este hecho sugiere que una parte importante de la reactivación económica se relaciona con la recuperación del producto interno bruto (PIB) potencial y soporta el diagnóstico de una demanda agregada débil y amplios excesos de capacidad. Los datos más recientes del crecimiento de 2020 mostraron que la contracción de la actividad económica del año fue del 6,8 %, menor que la estimada en el *Informe de Política Monetaria* de enero (-7,2 %). A pesar de las cuarentenas y restricciones a la movilidad de enero, los indicadores de alta frecuencia apuntan a una economía que en el primer trimestre habría sido sustancialmente más dinámica de lo esperado. Esta recuperación ha venido acompañada por caídas en la inflación total y básica. La reducción de esta última fue menor que la proyectada en enero, una vez se aíslan cambios en algunos precios relativos, lo cual sugiere que las sorpresas recientes de crecimiento tienen elementos de demanda y que los excesos de capacidad, si bien amplios, podrían ser inferiores a los previamente estimados. No obstante, la incertidumbre sobre la medición de los excesos de capacidad sigue siendo inusualmente alta y acentuada por la heterogeneidad en la afectación de diferentes sectores económicos y componentes del gasto, así como por el comportamiento dispar de los precios. El tamaño de los excesos de capacidad, y especialmente la evolución de la pandemia en los próximos trimestres, constituyen riesgos sustanciales sobre el pronóstico macroeconómico del presente informe.

A pesar de la fortaleza inesperada de la recuperación de la economía, el equipo técnico sigue estimando amplios excesos de capacidad, los cuales se mantendrían en el horizonte de pronóstico, al tiempo con una inflación básica que continuaría por debajo de la meta. La demanda interna sigue en niveles inferiores a los de 2019, en un entorno en el que la incertidumbre sobre el tamaño de los excesos de capacidad de la economía continúa siendo inusualmente alta (Gráfico 1.1). A esto se suma una alta tasa de desempleo nacional (14,6 % para febrero de 2021), que refleja un mercado laboral holgado. Las tasas de inflación total y básica observadas continúan por

debajo del 2 %. Se estima que las presiones inflacionarias provenientes de la tasa de cambio siguen siendo bajas, con un traspaso a la inflación que ha sido relativamente reducido, lo cual es compatible con una brecha de producto negativa. La presencia de excesos de capacidad productiva y la proyección de la inflación básica por debajo de la meta del 3 % en el horizonte de pronóstico justifican la postura expansiva de la política monetaria.

La valoración sobre algunos choques y sus efectos, así como la presencia de ciertas fuentes de incertidumbre y los supuestos sobre sus impactos macroeconómicos, se mantienen presentes en este informe. En particular, el Covid-19 sigue afectando la salud pública, y la apertura de la economía es incompleta. El equipo técnico juzga que este choque afecta tanto la demanda como la oferta agregada, pero también que el impacto en la demanda es más profundo y persistente. Dada esta persistencia, el pronóstico central incorpora un cierre gradual de la brecha del producto en ausencia de nuevas olas de contagio a medida que avanza la vacunación. El pronóstico central sigue incluyendo la expectativa sobre un aumento de las tasas de inflación total y básica en el segundo trimestre de 2021, producto de la devolución de alivios de precios temporales que tuvieron lugar en 2020. La aparición de rebrotes de la infección (de intensidad y duración inciertas) es un factor de riesgo importante que puede alterar las anteriores proyecciones. Adicionalmente, el pronóstico continúa incluyendo una senda creciente de las primas de riesgo soberano, como reflejo del mayor nivel de endeudamiento público que se ha alcanzado después de la pandemia y que persistirá probablemente en el horizonte de la proyección, aun en presencia de un ajuste fiscal. Asimismo, se incorporan los impactos de corto plazo que un ajuste fiscal como el propuesto por el Gobierno tendría en la demanda interna privada, y que serían compatibles con una senda de recuperación gradual de la misma en 2022. Las características y la magnitud del ajuste fiscal, así como la correspondiente respuesta de los mercados, son una fuente de incertidumbre para el pronóstico.

Sin embargo, la nueva información disponible presenta algunos elementos que, si bien no cambian el diagnóstico general descrito, podrían estar señalando cambios apreciables en el escenario macroeconómico. Los datos más recientes sobre inflación, crecimiento, política fiscal y contexto internacional apuntan hacia una economía más dinámica de lo previsto. En contraste, la materialización del tercer pico de la pandemia en Colombia implica un retraso en el proceso de apertura de la economía y una desaceleración de la actividad económica. A continuación se presenta una descripción de estos elementos y de los cambios en el pronóstico macroeconómico.

La caída anual estimada del PIB (-0,3 %) para el primer trimestre de 2021 es menos acentuada que la proyectada en enero pasado (-4,8 %). Los cierres parciales registrados en enero para enfrentar la segunda ola de contagios del Covid-19 habrían tenido un impacto negativo en la economía menos fuerte que lo estimado. Así lo sugieren los indicadores de movilidad, de demanda de energía, de industria y ventas minoristas, de comercio exterior, las cifras de transacciones comerciales de algunos bancos y el indicador de seguimiento a la economía (ISE) del Departamento Administrativo Nacional de Estadísticas (DANE). Con esto, se estima que en el primer trimestre el producto caiga un 0,3 % anual. El consumo privado seguiría recuperándose y mostraría un nivel algo superior al registrado un año atrás, mientras que el consumo público presentaría un aumento importante. Si bien se anticipa una recuperación en la inversión en vivienda y en otros edificios y estructuras, los niveles seguirían siendo bajos y la formación bruta de capital fijo continuaría con caídas anuales significativas. Las importaciones volverían a recuperarse a un mejor ritmo que las exportaciones, pero ambas registrarían descensos anuales importantes.

La mejor dinámica observada de la actividad económica frente a lo proyectado, el incremento en los precios del petróleo y otros productos de exportación, junto con el aumento esperado del gasto público en el presente año, explican un alza en el pronóstico de crecimiento económico para 2021 (del 4,6 %, en un rango del 2 % al 6 % en enero, al 6,0 %, en un rango del 3 % al 7 % en abril). Con esto, la brecha del producto sería menor y se cerraría más rápido de lo previsto en el informe anterior, pero continuaría siendo negativa en el horizonte de pronóstico. La evolución futura de la pandemia implica una incertidumbre significativa alrededor de estos pronósticos, como lo refleja la amplitud de los intervalos de proyección. El retraso en la recuperación de la actividad económica resultante del rebrote del Covid-19 en el primer trimestre habría sido menor que el proyectado en el informe de enero. En el escenario central de pronóstico esta mejor dinámica continuaría en 2021 de la mano de los mejores niveles de confianza de los hogares y las empresas. Las tasas de interés reales bajas y una oferta de crédito activa también soportarían dicha dinámica. Estas condiciones impulsarían la recuperación del consumo y la inversión. A lo anterior se suma el mayor crecimiento del gasto público y las obras civiles que se deriva del Plan Financiero del Gobierno. Adicionalmente, la recuperación esperada de la demanda global y los mayores niveles proyectados del precio del petróleo y del café contribuirían a un mejor desempeño de los ingresos externos y favorecerían la inversión, principalmente la destinada al sector petrolero. Con todo esto, el pronóstico de crecimiento para 2021 se revisó al alza del 4,6 % en enero (en un rango del 2 % al 6 %) al 6,0 % en abril (en un rango del 3 % al 7 %). Estas proyecciones incluyen una estimación de los efectos de la tercera ola de contagio del Covid-19, con un impacto económico mayor y más persistente que la ola anterior, y suponen que no habrá rebrotes importantes adicionales de la pandemia, por lo cual las restricciones a la movilidad se volverían a flexibilizar. Para 2022 el crecimiento económico sería del 3 %, en un rango entre el 1 % y 5 %, cifra más baja que la estimación del informe de enero (3,6 %, en un rango entre el 2 % y 6 %), por cuenta de una mayor base de comparación, dada la revisión al alza del nivel del PIB en 2021. Este pronóstico incorpora los efectos sobre la demanda privada de un ajuste fiscal del tamaño propuesto por el Gobierno, el cual entraría en vigor en 2022. Los excesos de capacidad productiva serían menores que los estimados en enero, pero seguirían siendo amplios y con una elevada incertidumbre, como se refleja en la amplitud de los rangos de pronóstico. La posibilidad de nuevos rebrotes (de intensidad y duración inciertas) es un riesgo importante a la baja para la proyección de crecimiento del PIB, recogido en los límites inferiores de los rangos señalados.

En marzo de 2021 la inflación (1,51 %) y la inflación sin alimentos ni regulados (SAR: 0,94 %) descendieron con respecto al dato de diciembre y continuaron por debajo de la meta del 3 %. En ese período la caída de la inflación resultó menor que la proyectada, hecho explicado en gran parte por aumentos no anticipados en algunos ítems de alimentos (3,92 %) y regulados (1,52 %). El incremento en los precios internacionales de los alimentos y de los fletes, la mayor demanda externa por carne bovina, así como presiones alcistas puntuales de oferta en el grupo de perecederos habrían explicado una desaceleración menor que la esperada en el índice de precios al consumidor (IPC) de alimentos. La sorpresa al alza en el grupo de regulados se debió a incrementos no anticipados en los precios internacionales de los combustibles, de algunos servicios públicos y de la educación regulada. El descenso de la inflación anual SAR entre diciembre y marzo fue similar al estimado en enero, aunque con un impacto importante a la baja causado por reducciones significativas de las tarifas de telefonía ante la entrada inminente de un nuevo operador. Si se descuenta el efecto de este cambio en dicho precio relativo, la inflación SAR habría superado el pronóstico del informe anterior. Dentro de esta medida de la inflación básica, el IPC de bienes (1,05 %) se aceleró debido a la reversión del efecto del día sin IVA (noviembre), la cual fue capturada en gran medida en febrero, y posiblemente por la transmisión de la reciente depreciación del peso a los precios internos de algunos ítems

(electrodomésticos y aparatos de uso doméstico). Por su parte, los precios de la canasta de servicios se desaceleraron y presentaron el menor crecimiento anual (0,89 %) entre los grandes grupos del IPC. En esta última canasta los ajustes anuales de los arriendos continuaron cediendo, los servicios con más restricciones para normalizar sus operaciones (turismo, cine, discotecas, etc.) siguieron registrando caídas importantes de precios y, como se mencionó, las tarifas de telefonía descendieron de forma sustancial por cuenta de una mayor competencia en dicho mercado.

En lo que resta de 2021 y en 2022 la inflación total seguiría siendo afectada por unos amplios excesos de capacidad productiva, aunque menores que los estimados en enero. **Con esto, la convergencia de la inflación a la meta sería algo más rápida que la estimada en el informe pasado, en ausencia de rebrotes fuertes del Covid-19.** Para finales de ambos años el pronóstico de inflación del equipo técnico aumentó e indica que esta se situaría alrededor del 3 %, en buena medida por cambios en los precios de los alimentos y los regulados. Las proyecciones de la inflación SAR también subieron, pero se mantienen por debajo del 3 %. En el segundo semestre de 2021 los alivios de impuestos indirectos registrados en 2020 se revertirían y tendrían un efecto por una sola vez sobre el nivel de precios, impactando transitoriamente la inflación SAR. No obstante, la indexación a una baja tasa de inflación pasada, la debilidad en la demanda y unos amplios excesos de capacidad productiva mantendrían la inflación básica por debajo de la meta, cercana al 2,3 % al final de 2021 (antes 2,1 %). La reversión en 2021 de los efectos de los alivios a los precios de los servicios públicos de 2020 debería generar un incremento del IPC de regulados en el segundo semestre de este año. La variación anual de estos precios sería mayor que la estimada en el informe de enero debido a una mayor senda esperada del precio de los combustibles y por los aumentos no anticipados en los precios de la educación regulada. La proyección del IPC de alimentos aumentó frente al informe pasado, al incorporar los factores no anticipados en enero (ciclo agrícola menos favorable, mayores presiones provenientes de los precios internacionales y costos de transporte). Con todo esto, al final de 2021 y 2022 la inflación anual se situaría en el 3 % y el 2,8 %, respectivamente, tasas mayores que la proyectadas en enero (2,3 % y 2,7 %). Para los mismos años, las expectativas de inflación de los analistas económicos sugieren que la inflación se situaría en el 2,8 % y 3,1 %, respectivamente. Los pronósticos de inflación de este informe involucran una elevada incertidumbre debido a: 1) la evolución futura de la pandemia; 2) la dificultad para evaluar el tamaño y la persistencia de los excesos de capacidad productiva; 3) el momento y la medida en que se reviertan los alivios de precios y, 4) el comportamiento futuro de los precios de los alimentos.

Para 2021 se revisaron al alza el pronóstico de crecimiento de la demanda externa (del 4,4 % al 5,2 %) y el supuesto del precio promedio del petróleo (de USD 53 a USD 61 por barril Brent). Las tasas de interés externas de largo plazo aumentaron y se han reflejado en una depreciación del peso, lo cual podría resultar en condiciones financieras externas menos holgadas para los países emergentes, incluido Colombia. En el cuarto trimestre de 2020 el crecimiento económico promedio de los socios comerciales del país fue mejor que el esperado. Esta mejor dinámica, junto con el fuerte estímulo fiscal aprobado en los Estados Unidos y el inicio de la vacunación masiva en el mundo, explican gran parte del alza en el pronóstico de crecimiento de la demanda externa para 2021. A esto se suma la resiliencia del mercado de bienes ante la crisis mundial y la normalización esperada del comercio global. Estos factores y las menores restricciones esperadas a la movilidad deberían contribuir a que los socios comerciales alcancen en 2021 un crecimiento promedio del 5,2 % y de alrededor del 3,4 % para 2022, más cercano al de largo plazo. Las mejores perspectivas de crecimiento global elevaron el precio del petróleo y sus pronósticos, a lo cual también contribuyó la interrupción de la producción ocasionada por el fuerte invierno, los menores inventarios y las mayores restricciones de

oferta por parte de los principales países productores. En los Estados Unidos los anuncios recientes de la Reserva Federal y los pronósticos del mercado sugieren que su tasa de interés de política permanecerá estable en los siguientes dos años. No obstante, el fuerte incremento del gasto público en ese país generó expectativas de mayor crecimiento e inflación, así como mayor incertidumbre sobre el momento en que se inicie la normalización de su política monetaria. Lo anterior se reflejó en un alza de las tasas de interés de largo plazo. En este entorno, las economías emergentes de la región, incluida Colombia, registraron aumentos en sus primas de riesgo, en las tasas de interés locales de largo plazo y una depreciación de sus monedas frente al dólar. Los recientes rebrotes del Covid-19 en varias de estas economías; las limitaciones de oferta de vacunas, y la lentitud observada en los sistemas de inmunización de algunos países; el fuerte incremento en los niveles de deuda pública, y las tensiones entre los Estados Unidos y China, entre otros, son factores que generan una elevada incertidumbre sobre los diferenciales de tasas de interés, las condiciones de financiamiento externo y el comportamiento futuro de las primas de riesgo. El impacto que esto tenga sobre la tasa de cambio y sobre las condiciones financieras internas son riesgos sobre el pronóstico macroeconómico y la política monetaria.

Las condiciones financieras internas siguen favoreciendo la recuperación de la actividad económica. La transmisión de las reducciones en la tasa de interés de política hacia las tasas de interés de crédito ha sido significativa. La cartera bancaria se sigue recuperando, en un entorno en el que la pandemia ha afectado la oferta y la demanda de préstamos, y en el que se ha materializado el riesgo de crédito. Las tasas de interés de los préstamos comerciales preferenciales y ordinarios se han reducido en una magnitud similar a las caídas de la tasa de interés de política. Como se ha observado históricamente, esta transmisión ha sido más lenta hacia las tasas de interés de los créditos de consumo, y aún más demorada hacia las tasas de interés hipotecarias. En marzo el monto del crédito comercial se estabilizó en niveles superiores a los registrados antes de la pandemia, después del aumento generado por las fuertes necesidades de liquidez de las empresas en el segundo trimestre de 2020. La cartera dirigida a los hogares se sigue recuperando y ya supera los valores observados en febrero del año anterior. No obstante, el crecimiento de la cartera total es bajo. Al tiempo, las provisiones de cartera y el indicador de mora se incrementaron, y las utilidades de los establecimientos de crédito se deterioraron. A pesar de esto, los desembolsos de crédito se siguen recuperando y los indicadores de solvencia siguen muy por encima del mínimo regulatorio.

Decisión de política monetaria

En las reuniones de marzo y abril la JDBR decidió mantener la tasa de política monetaria inalterada en 1,75 %.

Índice de recuadros del informe

- Recuadro 1 - La transmisión de los cambios en la tasa de interés de política monetaria (TPM) hacia las tasas de interés de los establecimientos de crédito (EC)
- Recuadro 2 - Análisis de las expectativas macroeconómicas implícitas en los instrumentos del mercado financiero

Presentación del informe

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

Informe de Política Monetaria - Abril de 2021 from Banco de la República - Colombia on Vimeo.

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