
INFORME DE **POLÍTICA** **MONETARIA**

ISSN - 2711 - 1164



04 /
2020



Actualizado 29/05/2020 8:00 a.m.



Abril de 2020

INFORME DE **POLÍTICA MONETARIA**

* Presentado por el equipo técnico a la Junta Directiva, para su reunión del 30 de abril de 2020.

Banco de la República
Bogotá, D. C. (Colombia)





ACTUALIZACIÓN 29/05/2020 8:00 a.m.

Esta nueva versión incorpora el siguiente Recuadro:

- Recuadro 3: El choque del precio internacional del petróleo: características y perspectivas.

Además la presente actualización contiene correcciones de tipo ortotipográfico que no alteran la información presentada anteriormente.

ACTUALIZACIÓN 06/05/2020 9:36 p.m.

Esta nueva versión incorpora los dos siguientes Recuadros:

- Recuadro 1: Aproximación al impacto del aislamiento preventivo sobre el crecimiento del PIB en 2020
- Recuadro 2: Medidas que ha implementado la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) para enfrentar los efectos del Covid-19 sobre la economía colombiana.

Además la presente actualización contiene correcciones de tipo ortotipográfico que no alteran la información presentada anteriormente.



INFORME DE **POLÍTICA MONETARIA**



Elaborado por:
Departamento de Programación e Inflación
Subgerencia de Política Monetaria e Información Económica

Gerencia Técnica

Hernando Vargas

Gerente

Subgerencia de Política Monetaria e Información Económica (*)

Juan José Ospina

Subgerente

Departamento de programación e inflación

Carlos Huertas

Director

Sección de Inflación

Adolfo León Cobo

Jefe

Édgar Caicedo

Juan Pablo Cote

Nicolás Martínez

Carlos Daniel Rojas

Karen Pulido

Sección de Programación Macroeconómica

Aarón Garavito

Jefe

Luis Hernán Calderón

Camilo González

Andrea Salazar

Franky Galeano

Asesores e Investigador asociado del Departamento de Programación e Inflación

Celina Gaitán

Sergio Restrepo

Daniel Parra

Departamento de Modelos Macroeconómicos

Franz Hamann

Director

Sección de Pronóstico

Julián Pérez

Jefe

Jose Vicente Romero

Santiago Forero

Nicolás Moreno

Marcela De Castro

Sara Naranjo

Sección de Desarrollo de Modelos y Capacidades

Alexander Guarín

Jefe

César Anzola

Juan Camilo Méndez

(*) En la elaboración de este Informe también colaboraron José David Pulido, investigador junior de la Subgerencia de Política Monetaria e Información Económica; Eliana González, jefe de la Sección de Estadística; Juan Sebastián Corrales, jefe de la Sección de Sector Público; Katherine Ramírez, Eva María Ramírez, Iván Gonzalo Mendoza y Juan Felipe Suárez, estudiantes en práctica.

Ciudad de edición: Bogotá D. C., Colombia.

Sugerencias y comentarios: +57 (1) 343 1011 / atencionalciudadano@banrep.gov.co

Política monetaria en Colombia

De acuerdo con el mandato constitucional, el Banco de la República debe “velar por mantener el poder adquisitivo de la moneda, en coordinación con la política económica general”¹. Para cumplir con este mandato, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) adoptó como estrategia un esquema flexible de inflación objetivo, en el cual las acciones de política monetaria (PM) buscan conducir la inflación a una meta puntual y alcanzar el nivel máximo sostenible del producto y del empleo.

La flexibilidad del esquema le permite a la JDBR mantener un balance apropiado entre el logro de la meta de inflación y el propósito de suavizar las fluctuaciones del producto y el empleo alrededor de su senda sostenible. La JDBR estableció una meta de inflación del 3%, planteada sobre la variación anual del índice de precios al consumidor (IPC). En el corto plazo la inflación puede ser afectada por factores que están fuera del control de la PM, como por ejemplo cambios en los precios de los alimentos debido a fenómenos climáticos. Para incorporar lo anterior, la JDBR anuncia, junto con la meta, un rango de ± 1 punto porcentual (3 ± 1 pp), el cual no es un objetivo de la PM, pero refleja el hecho de que la inflación puede fluctuar alrededor de la meta, sin pretender que sea siempre igual al 3%.

El principal instrumento que tiene la JDBR para el control de la inflación es la tasa de interés de política (tasa repo a un día o tasa de interés de referencia). Dado que las acciones de PM toman tiempo en tener un efecto completo sobre la economía y la inflación², para fijar su valor la JDBR evalúa el pronóstico y las expectativas de la inflación frente a la meta, así como el estado actual y las perspectivas sobre la evolución de la economía.

La JDBR se reúne una vez al mes, pero solo en ocho meses sesiona de forma ordinaria para tomar decisiones de PM (enero, marzo, abril, junio, julio, septiembre, octubre y diciembre). En los cuatro meses restantes (febrero, mayo, agosto y noviembre) no se toman, en principio, decisiones de este tipo³. Al finalizar las Juntas donde se toman decisiones de PM, se publica un comunicado y se hace una rueda de prensa a cargo del gerente general del Banco y el ministro de Hacienda. El siguiente día hábil se publican las minutas de la Junta, donde se describen las posturas que llevaron a adoptar la decisión. Adicionalmente, en enero, abril, julio y octubre se publica, junto con las minutas, el *Informe de Política Monetaria* (IPM)⁴ realizado por el equipo técnico del Banco: el miércoles de la semana siguiente a la Junta el gerente general aclara inquietudes sobre las minutas y el gerente técnico del Banco presenta el IPM. Este esquema de comunicación busca entregar información relevante y actualizada que contribuya a la toma de mejores decisiones por parte de los agentes de la economía⁵.

1 Constitución Política de Colombia (1991), artículo 373 y Sentencia C-481/99 de la Corte Constitucional.

2 Para un mayor detalle véase M. Jalil y L. Mahadeva (2010). “Mecanismos de transmisión de la política monetaria en Colombia”, Universidad Externado de Colombia, Facultad de Finanzas, Gobierno y Relaciones Internacionales, ed. 1, vol. 1, núm. 69, octubre.

3 Un miembro de la Junta puede solicitar en cualquier momento una reunión extraordinaria para tomar decisiones de PM.

4 Antes conocido como *Informe sobre Inflación*.

5 El actual esquema de comunicación fue aprobado por la JDBR en la reunión de agosto de 2019.

Contenido

01	Resumen /11
	1.1 Resumen macroeconómico /11
	1.2 Decisión de política monetaria /15
02	Pronósticos macroeconómicos y análisis de riesgos /16
	2.1 Contexto externo /16
	2.2 Proyecciones macroeconómicas /21
03	Situación económica actual /30
	3.1 Comportamiento de la inflación y precios /30
	3.2 Crecimiento y demanda interna /32
	3.3 Mercado laboral /37
	3.4 Mercado monetario y financiero /39

Recuadro 1: Aproximación al impacto del aislamiento preventivo sobre el crecimiento del PIB en 2020 /41

Recuadro 2: Medidas que ha implementado la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) para enfrentar los efectos del Covid-19 sobre la economía colombiana /46

Recuadro 3: El choque del precio internacional del petróleo: características y perspectivas /50

Anexo 1: Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros /55

Anexo 2: Principales variables del pronóstico macroeconómico /57

Índice de gráficos

Gráfico 1.1 Tasa de política, TIB e IBR /15

Gráfico 2.1 Indicadores del mercado laboral y de confianza de los consumidores en algunas economías avanzadas /16

Gráfico 2.2 Índice de gestores de compras (PMI) de los Estados Unidos, la zona del euro y China /17

Gráfico 2.3 Indicador económico semanal de los Estados Unidos /17

Gráfico 2.4 Reporte de movilidad para algunos países /17

Gráfico 2.5 Indicadores de actividad económica de China /18

Gráfico 2.6 Precios de los productos básicos exportados por algunas economías de la región /18

Gráfico 2.7 Supuesto anual de crecimiento de los socios comerciales /18

Gráfico 2.8 Precio internacional del petróleo /19

Gráfico 2.9 Balance entre oferta y demanda mundial por petróleo /19

Gráfico 2.10 Supuesto anual del precio del petróleo /19

Gráfico 2.11 Flujos netos de inversión extranjera hacia economías emergentes /20

Gráfico 2.12 Supuesto anual de la tasa de interés de la Fed /20

Gráfico 2.13 Promedio mensual de la tasa de cambio nominal y de la prima de riesgo (CDS a cinco años) para algunos países de América Latina /21

Gráfico 2.14 Supuesto anual de la prima de riesgo para Colombia /21

Gráfico 2.15 Índice de precios al consumidor (IPC) /22

Gráfico 2.16 Índice de precios al consumidor sin alimentos ni regulados /22

Gráfico 2.17 Pronósticos de inflación de bancos y comisionistas de bolsa /23

Gráfico 2.18 Producto interno bruto /25

Gráfico 2.19 Producto interno bruto acumulado de 4 trimestres /25

Gráfico 2.20 PIB anual /26

Gráfico 2.21 Brecha del producto anual /27

Gráfico 2.22 Cuenta corriente anual /28

Gráfico 2.23 Tasa de política esperada por analistas /28

Gráfico 3.1 IPC total e indicadores de las canastas básicas /30

Gráfico 3.2 IPC de alimentos y sus componentes /31

Gráfico 3.3 Abastecimiento de las centrales de abasto /31

Gráfico 3.4 IPC de transables y de no transables, sin alimentos ni regulados /31

Gráfico 3.5 Componentes del IPC de no transables, sin alimentos ni regulados /32

Gráfico 3.6 IPC de regulados y sus componentes /32

Gráfico 3.7 IPP de oferta interna y sus componentes /32

Gráfico 3.8 PIB y demanda interna trimestral /33

Gráfico 3.9 PIB trimestral por el lado del gasto /33

Gráfico 3.10 Gasto de consumo final de los hogares y del Gobierno General /33

Gráfico 3.11 Formación bruta de capital fijo trimestral /34

Gráfico 3.12 Exportaciones, importaciones y balanza comercial /34

Gráfico 3.13 PIB trimestral por el lado de la oferta /34

Gráfico 3.14 Producción de café /35

Gráfico 3.15 PIB e Indicador de seguimiento a la economía /35

Gráfico 3.16 Demanda de energía semanal en 2020 /35

Gráfico 3.17 Índices de confianza de los consumidores, industrial y comercial /36

Gráfico 3.18 Reportes de tendencias de movilidad en Colombia discriminados por lugar de destino /36

Gráfico 3.19 Tasa de desempleo (feb-10 a feb-20) /37

Gráfico 3.20 Contribución a la variación anual del empleo /37

Total nacional (feb-19 a feb-20) /37

Gráfico 3.21 Variación anual de la TD (23 ciudades) e Indicador de internet /38

Gráfico 3.22 Curva de Beveridge para las 7 ciudades principales /39

Gráfico 3.23 Agregados monetarios semanales /39

Gráfico 3.24 Pasivos sujetos a encaje (PSE) /39

Gráfico 3.25 Cartera bruta en moneda nacional semanal /40

Gráfico 3.26 Tasas de interés comerciales semanales /40

Gráfico 3.27 Tasas de interés de los hogares semanales /40

01 / Resumen

1.1 Resumen macroeconómico

La pandemia del Covid-19 es un choque global que generará una recesión mundial en 2020, cuya magnitud y persistencia son inciertas, como lo es también la velocidad de recuperación en 2021. El confinamiento de los hogares y el cierre de los mercados internos y externos para enfrentar la pandemia han generado caídas significativas en los indicadores más recientes de actividad económica global y local. El cierre de la mayoría de los mercados implica un desplome simultáneo de la oferta y la demanda en el corto plazo, así como una gran incertidumbre sobre el comportamiento de los precios, la magnitud de la caída del producto y el tamaño que alcanzarán los excesos de capacidad productiva en cada economía. Hacia adelante, el proceso de recuperación de las economías involucra otros factores de incertidumbre tales como la duración de la pandemia y posibles nuevas olas de contagio; la capacidad fiscal para enfrentar la crisis; la flexibilidad de los mercados laborales y el tamaño de su deterioro; la salud y la capacidad de los sistemas financieros para otorgar crédito; el acceso a fuentes de financiamiento externo y los flujos de capitales, entre otros. Todo esto se ha visto reflejado en una gran varianza de los pronósticos de actividad económica de distintos analistas para cada país. En la medida en que se conoce más información, la caída estimada del producto global para 2020 tiende a ser más pesimista y la recuperación esperada para 2021 se torna más incierta.

El bajo nivel y la alta volatilidad del precio del petróleo es otro choque negativo y una fuente adicional de incertidumbre sobre la economía colombiana. Hasta el momento, el acuerdo alcanzado por los principales países productores para limitar su oferta no ha sido suficiente para compensar la caída observada y esperada de la demanda de este bien básico por cuenta del Covid-19. Esto se ha reflejado en un precio del petróleo en niveles históricamente bajos caracterizado por una gran volatilidad. La Agencia Internacional de Energía y otros analistas de este mercado pronostican una senda de lenta recuperación del precio del crudo.

En Colombia no hay antecedentes de los efectos negativos de una pandemia como la del Covid-19, ni de las respuestas de política económica necesarias para enfrentarla. Esto, unido al comportamiento descrito de los precios del petróleo, hace que el diagnóstico y el pronóstico de la economía colombiana tenga una incertidumbre inusualmente alta. Por esta razón, en este informe solo se presentan rangos, mas no valores puntuales, para los pronósticos de crecimiento, excesos de capacidad productiva e inflación. Como se mencionó, el cierre transitorio de varios mercados implica gran incertidumbre sobre el comportamiento de los precios y sobre el tamaño de la caída del producto. Adicionalmente, la posible persistencia de la pandemia y la dificultad de pronosticar el grado del deterioro del mercado laboral y de la inversión, entre otros, generan una incertidumbre elevada sobre las proyecciones del producto potencial y de los excesos de capacidad productiva de la economía. En estas condiciones, el uso convencional de los métodos de pronóstico puede generar resultados sesgados y poco confiables, puesto que no existe evidencia histórica de un choque conjunto como el que se está enfrentando, y no puede suponerse un comportamiento normal de los mercados de bienes, factores o financieros (al menos por algún tiempo). Por estos motivos, el ejercicio de pronóstico se construyó a partir de escenarios y simulaciones mediante modelos estáticos y dinámicos, que conforman la base para la definición de los intervalos presentados para el crecimiento económico, la brecha del producto, para la inflación y para los principales supuestos externos para 2020. Dada la incertidumbre señalada, es difícil asignar probabilidades a los escenarios posibles, por lo cual el pronóstico no incluye un valor puntual de una medida de tendencia central para estas variables, ni una senda trimestral para aquellas.

La presencia conjunta de estos dos choques, Covid-19 y la caída del precio del petróleo a niveles menores que los registrados en el período 2014-2015, implica un impacto negativo mayúsculo sobre la demanda y oferta agregadas de la economía. También genera caídas importantes en los ingresos externos y fiscales del país, y fuertes presiones en el gasto público para atender la pandemia. En este entorno, las primas de riesgo soberano han aumentado, el peso se ha depreciado y las tasas de interés de la deuda pública interna de largo plazo se han incrementado. Todo esto representa retos sin precedentes a distintos horizontes para el Banco de la República en los frentes monetario y cambiario, y para el Gobierno Nacional en los frentes sanitario, fiscal y social.

Las primeras acciones del Banco de la República han estado encaminadas a garantizar la liquidez requerida por la economía y el sistema financiero, y el buen funcionamiento de los mercados cambiario y de deuda pública. En el contexto de parálisis que conlleva la pandemia, las firmas enfrentan problemas en sus flujos de caja que pueden complicar el cumplimiento de sus obligaciones y el mantenimiento del empleo. Adicionalmente, muchos hogares también ven disminuidos sus ingresos por cuenta de la caída en la actividad económica y asimismo enfrentan problemas para cumplir con sus obligaciones. En este entorno, las primeras acciones tomadas por el Banco de la República en marzo y abril estuvieron encaminadas a garantizar la liquidez requerida para que los diversos agentes de la economía pudieran acceder a sus fuentes de ahorro y para que el sistema financiero contara con los recursos necesarios para financiar a firmas y hogares. Asimismo, las medidas de política del Banco buscaron estabilizar los mercados cambiario y de deuda pública y privada, fuertemente golpeados por la combinación de los choques de la pandemia y del precio del petróleo. El funcionamiento adecuado de los mercados de deuda pública y privada es esencial para la transmisión de la política monetaria, por cuanto en ellos se forman las referencias de los precios del dinero y del crédito. Estos últimos son, además, claves para la valoración de garantías y portafolios, elementos fundamentales en el comportamiento de los agentes económicos y en la operación de los mercados financieros. La estabilización del mercado cambiario ante movimientos transitorios no asociados con factores fundamentales es importante para minimizar presiones cambiarias innecesarias sobre los precios internos y preservar la confianza en la moneda en un contexto de alta incertidumbre. Una oferta apropiada de crédito es también esencial para la transmisión de la política monetaria y para suavizar el impacto macroeconómico de los choques que ha recibido el país. Las acciones del Banco han incluido la extensión de montos, plazos, contrapartes y garantías de sus operaciones transitorias de liquidez (repos); compras permanentes de títulos de deuda pública y privada; la reducción de los requerimientos de encaje, y la intervención en los mercados de derivados de tasa de cambio para garantizar el acceso a coberturas de riesgo y la adecuada formación de precios. Adicionalmente, en su reunión de marzo de 2020 la Junta Directiva tomó la decisión de reducir la tasa de interés de referencia en 50 pb, para ubicarla en 3,75%.

Hacia adelante es muy probable que la demanda externa relevante para Colombia se contraiga de forma significativa en 2020, con una recuperación lenta en 2021. En este horizonte el precio del petróleo se recuperaría, pero a niveles bajos e inferiores a los registrados en 2019, debido a la debilidad en la demanda global. En el presente mes se conoció la variación anual del PIB de China (-6,8%) y de los Estados Unidos (0,3%) para el primer trimestre de 2020; además, socios comerciales importantes del país, como Ecuador y Brasil, estaban siendo fuertemente afectados por la pandemia. Igual acontecía en países europeos como Italia, España y el Reino Unido. En estas condiciones, para 2020 se espera una contracción importante en el nivel del producto promedio de los socios comerciales de Colombia (entre -4% y -9%), con una recuperación lenta en 2021 y a niveles inferiores a los registrados en 2019. Con respecto al precio del petróleo, a pesar de los acuerdos de los países productores para limitar su oferta, las estimaciones sugieren que la caída en la demanda será más fuerte y, con ello, los precios del crudo se recuperarían de forma lenta a niveles muy inferiores a los registrados el año pasado (entre USD 25 y USD 45 por barril para 2020).

En los Estados Unidos y en otros países desarrollados la postura de la política monetaria se mantendría ampliamente expansiva por varios años. Como respuesta al fuerte deterioro en el mercado laboral, a una inflación y sus expectativas por debajo de la meta, junto con la persistencia de excesos de capacidad productiva, los bancos centrales de estos países mantendrían unas tasas de interés cercanas a cero, junto con una amplia liquidez que se verá reflejada en una expansión de sus hojas de balance. El aumento del gasto público de esos países para enfrentar la pandemia y reactivar la economía será importante, y con ello el incremento de los niveles de la deuda pública relativa al producto también será significativo.

En una economía emergente exportadora de petróleo y receptora de remesas como la colombiana, podrían persistir las presiones alcistas sobre la medida de riesgo soberano, la cotización del peso y el costo del financiamiento externo. Junto con la caída en la demanda externa generada por el Covid-19, se esperan precios del petróleo en niveles bajos y un descenso en las remesas de trabajadores. A estos menores ingresos externos se sumaría el aumento de la deuda pública requerido para enfrentar la pandemia y reactivar la economía. Todo lo anterior generaría presiones alcistas en la prima de riesgo soberano, en el costo de financiamiento externo y en la cotización del peso frente al dólar. Si bien la liquidez mundial ha aumentado por cuenta de las acciones de los bancos centrales de los países avanzados, los efectos de la pandemia y la incertidumbre sobre su persistencia han generado salidas de capitales del país y aumentos de los costos de financiamiento que enfrenta la economía colombiana, que en los últimos años había acumulado desbalances externos por cuenta de una demanda privada dinámica. En el caso colombiano, esta incertidumbre se amplifica por la interacción que puede haber entre la evolución del precio del petróleo, los flujos de capital y la prima de riesgo soberano. Este es un riesgo importante en el pronóstico macroeconómico. Un adicional endurecimiento fuerte de las condiciones financieras externas del país podría generar presiones significativas sobre la moneda.

En Colombia la magnitud de la caída del producto para 2020, su persistencia y posterior recuperación en 2021 es incierta y dependerá de varios factores. Los efectos del Covid-19 en el país y los esfuerzos por frenar su propagación implican una caída de la actividad económica, con una mayor afectación en ciertos sectores como el turismo, transporte, entretenimiento, otros servicios y la producción de algunos bienes durables. Este impacto inicialmente genera un cierre obligado de varios sectores (algunos servicios y bienes durables) y un aumento transitorio de la demanda de bienes específicos y esenciales para enfrentar la epidemia (bienes de consumo no durables y semidurables). Es posible también que se presenten interrupciones de la oferta o encarecimiento de materias primas y servicios requeridos para la producción. La magnitud del deterioro que tendrá el mercado laboral y la inversión también es incierta, así como su impacto en el producto potencial de la economía. Como se mencionó, en estas condiciones, el equipo técnico realizó simulaciones estáticas que tuvieron en cuenta distintos escenarios con diferentes grados de afectación de los sectores de la economía por el cierre y varios senderos posibles de recuperación económica. Lo anterior se complementó con simulaciones realizadas con los modelos macroeconómicos dinámicos y con el juicio del equipo técnico. Los resultados de estos ejercicios sugieren que, para 2020, el crecimiento económico se situaría entre -2% y -7%. Estos valores están sujetos a numerosas fuentes de incertidumbre, que incluyen el comportamiento de la tasa de infección y posibles medidas adicionales sanitarias y fiscales que afecten la actividad económica. El grado de afectación de esta última puede variar significativamente dependiendo de estos factores, en la medida en que choques repetidos pueden tener efectos proporcionalmente mayores sobre la inversión y la demanda de trabajo de las firmas.

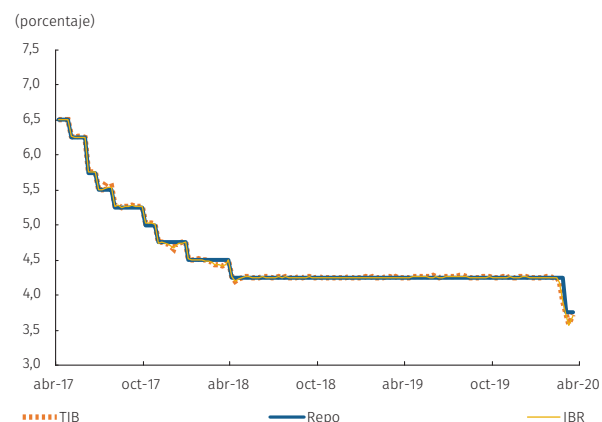
La brecha del producto, que se estimaba ligeramente negativa antes del choque, se ampliaría, aunque la incertidumbre sobre los tamaños de los excesos de capacidad relevantes para la política monetaria es significativa. El choque del Covid-19 tiene impactos

sobre la oferta y la demanda, en la medida en que hay cierres temporales de empresas y el confinamiento contrae tanto la producción como el consumo de muchos bienes y servicios. A un plazo mayor, los cierres de sectores pueden tener efectos adversos más duraderos sobre la confianza de los consumidores, los hábitos de consumo, las decisiones de inversión de las firmas y su salud financiera, y el mercado laboral. En esta medida, se espera una ampliación de la brecha del producto negativa. No obstante, existe gran incertidumbre sobre el tamaño y la persistencia de dichos efectos y, por ende, sobre la medición y evolución de los excesos de capacidad de la economía. De acuerdo con los escenarios examinados por el equipo técnico y con el rango de crecimiento mencionado, la brecha del producto estaría entre -3% y -7% en promedio en 2020.

En 2020 y 2021 la debilidad en la demanda y los excesos de capacidad productiva llevarían la inflación a niveles menores o iguales que la meta del 3%. En el segundo trimestre del año las escasas transacciones en varios sectores por cuenta de los cierres y los auxilios anunciados por el gobierno para ciertos servicios públicos generan incertidumbre sobre las medidas de varias canastas del índice de precios al consumidor (IPC). Al final de 2020 se estima que una demanda agregada débil y los excesos de capacidad productiva podrían conducir la inflación básica (sin alimentos ni regulados) a niveles bajos y más cercanos al 2% que al 3%, en un escenario en el cual no habría presiones adicionales fuertes de depreciación de la moneda. La dinámica esperada para la inflación básica se explica principalmente por el comportamiento estimado para el grupo no transable, cuya variación anual podría reducirse sustancialmente. El traspaso de la depreciación observada del peso a los precios de los bienes y servicios transables sería bajo, en parte por la debilidad en la demanda, por menores ajustes en los precios internacionales y por unos márgenes de comercialización que se reducirían significativamente. No obstante, la variación de los precios de esta subcanasta del IPC dependerá del comportamiento futuro de la tasa de cambio y, en particular, de las condiciones financieras externas del país. La desaceleración del IPC de regulados sería fuerte y alcanzaría variaciones anuales inferiores al 2%, como consecuencia de mayores caídas esperadas en el precio de la gasolina y sus derivados, y menores ajustes en los precios del transporte. Una amplia oferta de alimentos y una débil demanda en las comidas fuera del hogar contribuirían a menores ritmos de aumento en el IPC de alimentos, cuyos incrementos se acercarían al 3% al final del año. Algunos segmentos de los precios regulados y de los alimentos también podrían ser afectados por presiones adicionales de la depreciación del peso. Con todo esto, se espera que 2020 finalice con una inflación anual entre 1% y 3%, y que en 2021 converja a niveles cercanos a la meta.

La naturaleza de los choques dificulta la transmisión de la política monetaria a la economía. La transmisión de los cambios de la política monetaria a la actividad económica y la inflación supone un funcionamiento adecuado del mercado de crédito y una sensibilidad apreciable de las decisiones de consumo e inversión a variaciones en el costo del crédito y del dinero. Ambos factores pueden verse seriamente perturbados en las condiciones impuestas por los choques que enfrenta la economía actualmente. Por una parte, en este contexto de alta incertidumbre sobre la actividad económica presente y futura, la capacidad y disposición a prestar de los intermediarios financieros puede verse seriamente restringida. Es por esto que la respuesta más importante en el corto plazo de la política económica ha sido el suministro adecuado de fondos líquidos a los intermediarios financieros y la provisión de garantías estatales a los nuevos préstamos ofrecidos por aquellos. Por otra parte, en una situación de cuarentena y cierre de sectores, la sensibilidad de los gastos de consumo (especialmente durable) y la inversión frente a las reducciones de las tasas de interés puede verse seriamente limitada. En estas condiciones, la potencia de los recortes de las tasas de interés para estimular la actividad económica será mayor cuando se haya avanzado en la normalización gradual de los mercados de bienes y de crédito. En el ínterin, disminuciones en la tasa de interés alivian la carga financiera de los deudores con créditos a tasa variable y la de aquellos cuyos préstamos se originen en adelante.

Gráfico 1.1
Tasa de política, TIB e IBR^{a/}
(datos semanales)



a/ TIB: tasa interbancaria.

IBR: Indicador bancario de referencia.

Repo: tasa de política.

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

1.2 Decisión de política monetaria

En las reuniones de marzo y abril, de manera unánime, la JDBR decidió disminuir la tasa de política monetaria en medio punto porcentual en cada una de ellas. La reducción de 100 pb en los dos meses situó la tasa en 3,25% actualmente (Gráfico 1.1).

02/ Pronósticos macroeconómicos y análisis de riesgos

2.1 Contexto externo

La pandemia del Covid-19 ha generado un contexto externo profundamente desfavorable, con una alta incertidumbre sobre la magnitud y persistencia de este choque y sus efectos sobre la economía mundial. Desde el informe publicado en enero el panorama económico internacional sufrió un significativo e inesperado deterioro. Esto ha sido el resultado de la rápida expansión del Covid-19 desde China hacia el resto del mundo y de las medidas de aislamiento social para contener el virus, lo cual ha generado disrupciones significativas en el funcionamiento del sistema económico y en los mercados financieros mundiales. Dado lo anterior, el Fondo Monetario Internacional proyecta una recesión global sin precedentes para este año que, según los indicadores recientes de actividad económica, ya se estaría materializando. Por su parte, la Organización Mundial del Comercio espera una caída del intercambio de mercancías, el Banco Mundial pronostica menores remesas de trabajadores, y la Organización Mundial del Turismo prevé una contracción de estos servicios en el mundo. A su vez, el Instituto de Finanzas Internacionales espera que la reducción en los flujos de capitales hacia países emergentes se mantenga a lo largo del año. A esto se suma la caída de los precios internacionales de los bienes básicos y unas condiciones menos favorables de los mercados financieros, representadas en mayor volatilidad y primas de riesgo. En este entorno, y como reacción a la emergencia, las diferentes autoridades económicas mundiales han respondido con estímulos significativos que buscan mitigar el impacto económico del Covid-19.

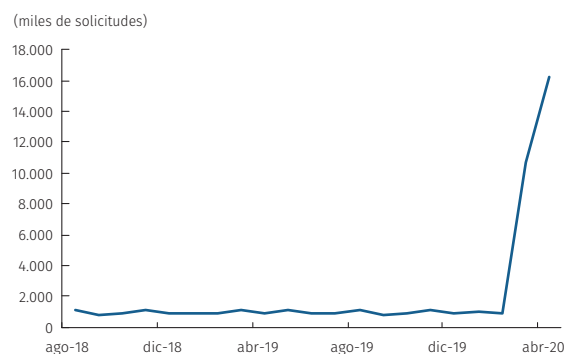
2.1.1 Demanda externa

Los indicadores de actividad económica más recientes para los países avanzados muestran un retroceso importante que estaría conduciendo a una recesión sin precedentes. En la zona del euro y en los Estados Unidos la rápida expansión del virus llevó a que se tomaran medidas de aislamiento y cierre de fronteras desde marzo. El consumo privado estaría siendo afectado por las restricciones a la movilidad, la mayor incertidumbre que enfrentan los hogares y el menor ingreso de los trabajadores debido al incremento en el desempleo. En marzo la tasa de desempleo en los Estados Unidos se incrementó hasta 4,4% y las solicitudes de seguro por desempleo acumularon cerca de 27 millones desde marzo hasta el 17 de abril¹ (Gráfico 2.1, panel A). A la vez, se han reducido considerable-

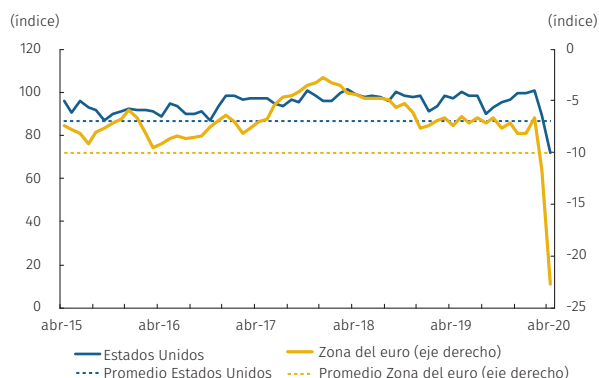
Gráfico 2.1

Indicadores del mercado laboral y de confianza de los consumidores en algunas economías avanzadas

A. Solicitudes de seguro por desempleo en los Estados Unidos^{a/}



B. Índice de confianza del consumidor

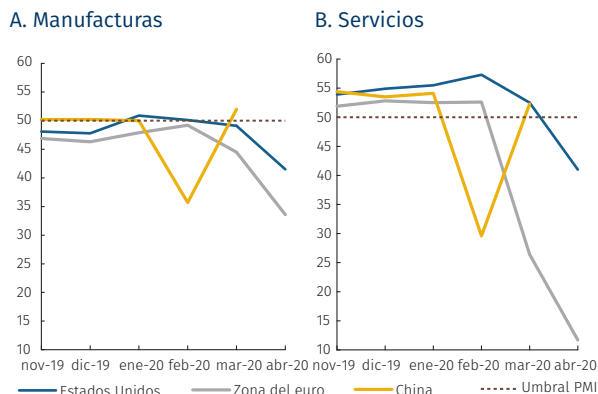


Nota: Los promedios de los indicadores de confianza para los Estados Unidos y la zona del euro se tomaron desde 1978 y 1985, respectivamente.

a/ El dato de abril corresponde al acumulado entre el 1 y el 17 de ese mes. Fuentes: Reserva Federal del Banco de San Luis (Fred) y Comisión Europea.

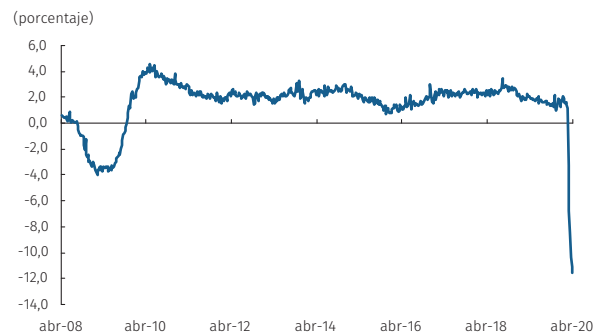
1 Al momento de escribir este informe se conocieron que las solicitudes de seguro por desempleo acumularon 30,8 millones desde marzo hasta el 25 de abril.

Gráfico 2.2
Índice de gestores de compras (PMI) de los Estados Unidos, la zona del euro y China (índice desestacionalizado)



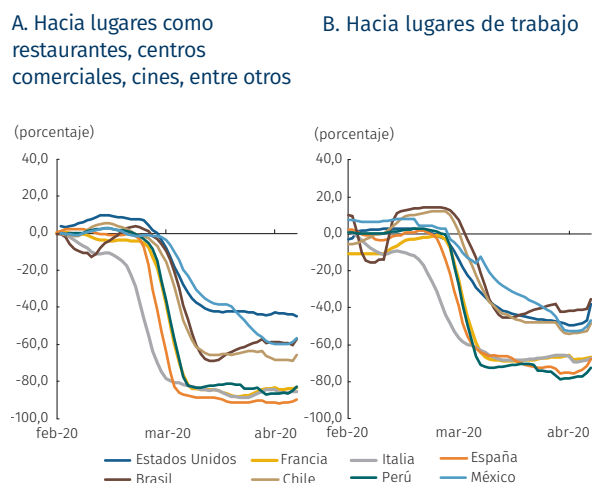
Nota: un registro del índice de gestores de compra (PMI, por su sigla en inglés) por encima del umbral indica expansiones y por debajo sugiere contracciones en el sector con respecto al mes previo. Para los Estados Unidos el dato del PMI de servicios de abril corresponde a la mediana de la encuesta de Bloomberg. Fuente: Bloomberg.

Gráfico 2.3
Indicador económico semanal de los Estados Unidos



Nota: las unidades del índice corresponden a las unidades de crecimiento anual del PIB. Fuente: Reserva Federal del Banco de Nueva York, Indicador económico semanal, <https://www.newyorkfed.org/research/policy/weekly-economic-index>. Actualizado al 25 de abril de 2020.

Gráfico 2.4
Reporte de movilidad para algunos países



Nota: corresponde al promedio móvil de siete días. Fuente: Google LLC "Google COVID-19 Community Mobility Reports, disponible en <https://www.google.com/covid19/mobility>. Tomado el 29/04/2020.

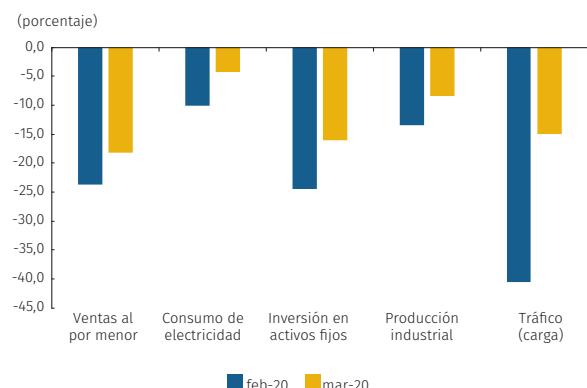
mente las expectativas de los consumidores (Gráfico 2.1, panel B) y los desplazamientos de los ciudadanos tanto a sus lugares de trabajo como a centros de consumo (Gráfico 2.4). Por su parte, la inversión privada estaría siendo afectada por la caída en la producción y las menores expectativas de los empresarios. Los indicadores muestran que las condiciones empresariales tanto del sector de servicios como de las manufacturas se han deteriorado en dichos países (Gráfico 2.2). Este impacto en la demanda agregada se estaría dando de forma simultánea con choques de oferta debido al cierre de fábricas y negocios, lo que a su vez ha generado reducciones en la producción, ruptura de las cadenas de suministros y aumento del desempleo. En los Estados Unidos los resultados para el primer trimestre del año muestran una caída del PIB del 4,8% trimestral anualizado². Estas tendencias podrían mantenerse en la medida en que se extiendan los períodos de cuarentena masiva. Por ejemplo, el índice de actividad económica semanal de los Estados Unidos siguió disminuyendo en las últimas semanas luego del fuerte deterioro observado a finales de marzo (Gráfico 2.3) debido, en parte, a las mayores afectaciones del mercado laboral, la reducción de las ventas al por menor y el desplome de la confianza de los consumidores, entre otros.

En China, país donde se produjeron los primeros brotes del virus y las primeras medidas de cuarentena, el PIB se contrajo 6,8% anualmente en el primer trimestre del año, el peor resultado de su historia reciente. Según los datos oficiales, este país estaría conteniendo el virus mediante estrictas medidas de aislamiento social adoptadas por el gobierno, con lo cual el número de nuevas personas infectadas y fallecidas se habría reducido considerablemente en el último mes. Estos resultados han permitido abrir de nuevo los mercados, por lo que en marzo los índices de condiciones empresariales repuntaron (Gráfico 2.2) y algunos indicadores sugieren signos de menor deterioro de la economía (Gráfico 2.5), aunque el nivel de actividad aún se encontraría lejos de alcanzar lo observado antes del choque. Lo anterior evidencia la persistencia del impacto de la pandemia. Adicionalmente, este país enfrenta un contexto externo desfavorable debido a la recesión económica mundial y riesgos de nuevas oleadas de infecciones por el Covid-19.

Los socios comerciales de la región enfrentan choques simultáneos que en conjunto llevarían a una significativa contracción de sus economías. Al igual que en otros países del mundo, el aislamiento social y las restricciones de movilidad (Gráfico 2.4) han afectado el desempeño económico de nuestros socios comerciales en la región. Además, estos países enfrentan un panorama externo especialmente complejo, debido a la reducción de los precios internacionales de las materias primas que exportan (Gráfico 2.6), especialmente en el caso de los productores de petróleo. Adicionalmente, la menor demanda externa como consecuencia de la crisis global afectaría las exportaciones de bienes industriales y las restricciones al transporte aéreo.

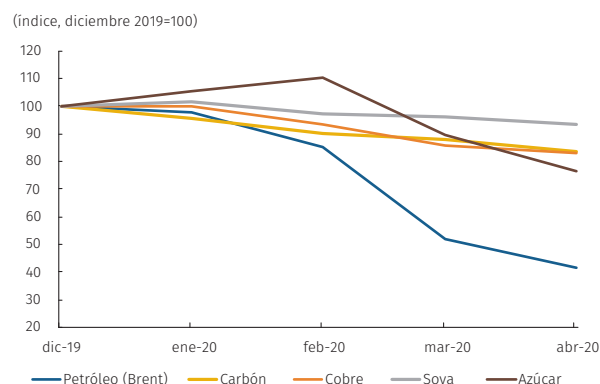
2 Al momento de la escritura de este informe se conoció que el PIB de la zona del euro tuvo en el primer trimestre de 2020 una contracción del 14,4% trimestral anualizado.

Gráfico 2.5
Indicadores de actividad económica de China
(variación anual)



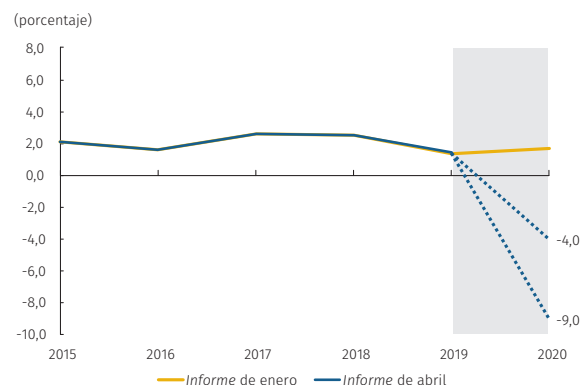
Fuente: Bloomberg; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.6
Precios de los productos básicos exportados por algunas economías de la región



Fuentes: Bloomberg, Datastream; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.7
Supuesto anual de crecimiento de los socios comerciales



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

reo de pasajeros producirían una contracción de las actividades asociadas con el turismo. Los países que reciben remesas de trabajadores también verían afectados sus ingresos externos por la reducción de estas transferencias, debido a las cuarentenas y a las mayores tasas de desempleo en los países donde residen los migrantes. A pesar de la amplia liquidez global, para las economías emergentes las condiciones financieras internacionales podrían seguir siendo adversas, como resultado del aumento generalizado de las primas de riesgo, las mayores tasas de interés para la deuda externa y la reducción en los flujos de capitales (Gráfico 2.11).

Para 2020 la variación anual del PIB real de los socios comerciales se situaría en un rango entre -4,0% y -9,0%, y se recuperaría parcialmente en 2021 (Gráfico 2.7).

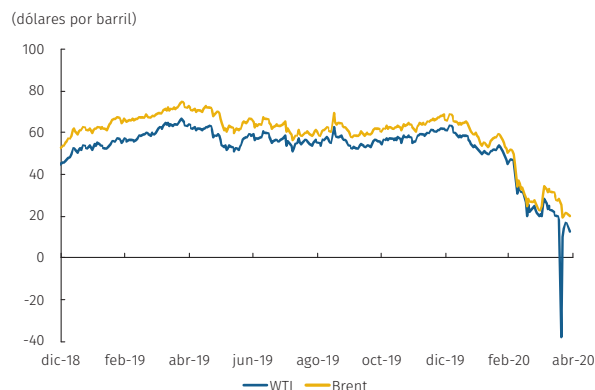
La incertidumbre sobre la magnitud y duración del choque generado por la pandemia del Covid-19 es elevada, y los riesgos que se ciernen sobre el crecimiento global implican un sesgo a la baja. Oleadas de contagio adicionales o la creación de una vacuna serán factores que determinen la intensidad de esta emergencia global. La pertinencia de las medidas adoptadas en el ámbito económico y sanitario influirán sobre la recuperación de las diferentes economías. En este contexto de debilitamiento de la actividad económica, los bancos centrales de las economías avanzadas han reducido sus tipos de interés y han adoptado medidas no convencionales para ampliar la liquidez, mejorar el flujo del crédito hacia los hogares y las empresas, y asegurar la estabilidad financiera. Las autoridades monetarias de la región también han bajado sus tasas de interés y han hecho uso de diversos instrumentos de política para proveer mayor liquidez a los mercados. Por su parte, las medidas adoptadas en materia fiscal por parte de los gobiernos de las economías monitoreadas han incluido rebajas impositivas, subsidios, préstamos y garantías crediticias, así como incrementos del gasto en salud, entre otros. En varios de estos países sus niveles elevados de deuda y la caída en los ingresos fiscales podrían limitar el espacio para un mayor endeudamiento público. En este informe se supone que la caída más fuerte de la demanda externa se dará en el segundo trimestre y que sus niveles se irían recuperando en la medida que se supere la emergencia sanitaria, operen las medidas fiscales y monetarias, y se empiecen a abrir los mercados nacionales e internacionales.

2.1.2 Desarrollos de precios en el extranjero

El bajo nivel del precio del petróleo y su alta volatilidad es otro choque negativo y una fuente adicional de incertidumbre que enfrenta la economía colombiana.

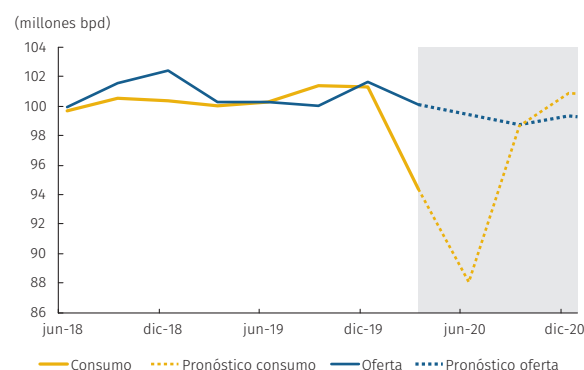
En los últimos meses el precio internacional del petróleo ha registrado una caída no anticipada, significativa y acelerada. En el bimestre marzo-abril la referencia Brent alcanzó un precio promedio de USD 30,3 por barril (bl) y un mínimo de USD 19,3 por bl, mientras que el WTI llegó a cotizarse en valores negativos (Gráfico 2.8) con lo cual esta caída se constituye como una de las más drásticas de la historia y refleja una situación de mercado con amplios excesos de oferta (Gráfico 2.9). El mercado del crudo ha estado impactado por la caída significativa observada y es-

Gráfico 2.8
Precio internacional del petróleo



Fuente: Bloomberg.

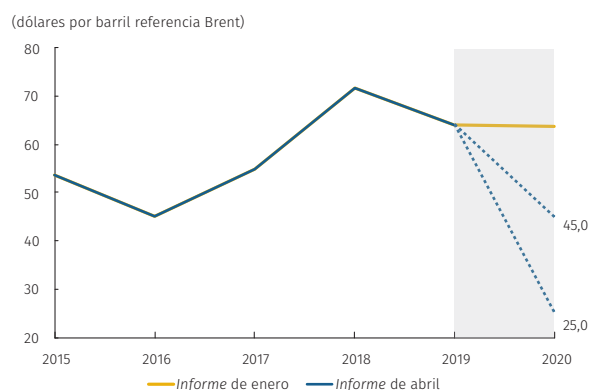
Gráfico 2.9
Balance entre oferta y demanda mundial por petróleo



Nota: los datos de oferta y demanda fueron obtenidos del reporte de abril de la Administración de Información Energética de los Estados Unidos (EIA, por su sigla en inglés) y son para petróleo y otros líquidos derivados. Estos datos no consideran el acuerdo de recorte del 12 de abril de la OPEP y otros países.

Fuentes: Bloomberg y EIA; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.10
Supuesto anual del precio del petróleo



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

perada de la actividad económica mundial y por las medidas de aislamiento social para enfrentar la pandemia, las cuales han reducido la movilidad de las personas y el transporte aéreo de pasajeros. En cuanto a la oferta, se espera que la producción se reduzca debido al reciente acuerdo de recorte de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y otros países³, y a la menor extracción en los Estados Unidos y otros productores en respuesta al deterioro de la rentabilidad del sector. No obstante, al menos en el corto plazo, analistas y agencias especializadas han señalado que estas reducciones no serían suficientes para compensar completamente el sobreabastecimiento actual. Este exceso de oferta ha incrementado los inventarios y ha encendido las alarmas sobre la capacidad de almacenamiento mundial y las posibilidades de que se sature aún más. Así, para este año se espera que el precio promedio del Brent se sitúe por debajo de lo observado en 2019 y en un rango entre los USD 25 y los USD 45 por barril (Gráfico 2.10). Además, se supone que el choque negativo sobre el precio del petróleo es transitorio y esta cotización debería tener una recuperación lenta durante el año. Para mayor detalle sobre las características y perspectivas de este choque, véase Recuadro 3, p. 50.

En el horizonte de pronóstico la inflación en las economías avanzadas se mantendría por debajo de la meta, en un contexto de persistentes excesos de capacidad productiva, menores costos laborales y reducciones en los precios de las materias primas. En marzo la inflación anual en los Estados Unidos y en la zona del euro disminuyó frente al registro del mes anterior, al pasar de 2,3% a 1,5% y de 1,2% a 0,7%, respectivamente. A su vez, los registros de inflación básica pasaron de 2,4% a 2,1% y de 1,2% a 1,0%, en su orden. Las expectativas de inflación para 2020 y 2021, provenientes tanto de encuestas como las derivadas del mercado, se han reducido y sugieren un panorama de escasas presiones inflacionarias en estos países. Dichas expectativas estarían acordes con la recesión económica esperada, los bajos precios del petróleo, los fuertes aumentos previstos del desempleo y los menores ajustes o reducciones en los costos salariales.

Para 2020 se estima un deterioro anual de los términos de intercambio para Colombia. En el bimestre enero-febrero se registró una caída anual de 4,2% en este indicador, debido al descenso en los precios en dólares de las exportaciones totales (7,5%), en particular de los bienes de origen minero, lo cual fue contrarrestado parcialmente por los menores precios de las importaciones totales (3,5%), especialmente de bienes intermedios. Dada la debilidad de la demanda mundial de materias primas, se espera que los precios de algunos de los bienes básicos que vende el país se mantengan por debajo del nivel observado en 2019, lo que afectaría el precio implícito de las exportaciones del país. Este efecto sería compensado, en parte, por la caída en los precios de las importaciones, acorde con la recesión económica mundial. Lo anterior resultaría en

3 Este acuerdo retiraría del mercado 9,7 millones de barriles diarios por dos meses, 7,7 millones en el segundo semestre de 2020 y 5,8 millones en 2021.

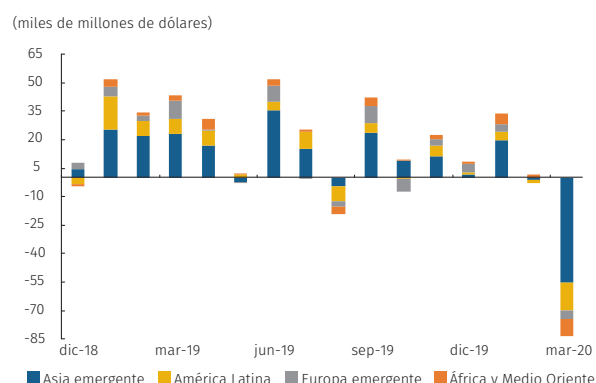
un deterioro anual de los términos de intercambio de al menos el 10,0%, con consecuencias negativas para el ingreso nacional. La incertidumbre de este pronóstico es alta y también depende del comportamiento de los precios internacionales de los bienes importados.

2.1.3 Desarrollos financieros externos

En el primer trimestre de 2020 los indicadores de riesgo global aumentaron, la demanda por activos seguros se incrementó, los índices accionarios cayeron y en las economías emergentes se registraron salidas de capitales. La volatilidad financiera medida con el índice VIX tuvo un aumento del 118% frente al trimestre anterior y en marzo superó los niveles de la crisis financiera de 2008, alcanzando su máximo histórico. Por su parte, los rendimientos de los bonos soberanos de las economías avanzadas reflejaron la mayor demanda de activos más seguros y durante el trimestre disminuyeron. Consistente con este escenario mundial, en el primer trimestre de 2020, en especial en marzo, se registraron salidas de flujos netos de inversión extranjera en las economías emergentes (Gráfico 2.11), concentradas principalmente en el mercado de renta variable y en las regiones de Asia Emergente y América Latina. Para 2020 el Instituto de Finanzas Internacionales prevé una reducción anual de las entradas brutas de capital para las economías emergentes. En el caso de Colombia, se espera que continúe con el acceso al financiamiento externo, aunque no se puede descartar mayor volatilidad en los costos.

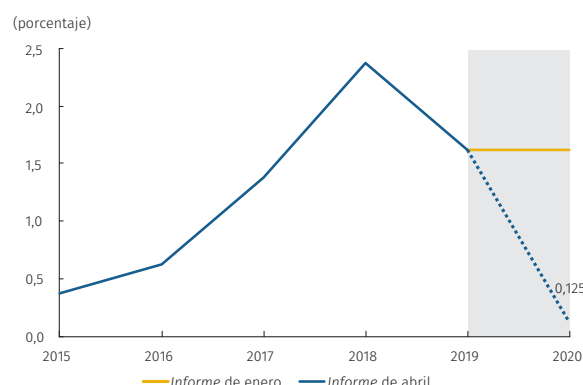
Para lo que resta de 2020 se espera que la tasa de interés de la Reserva Federal se mantenga en un rango entre 0,0% y 0,25% (Gráfico 2.12). Los miembros del Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC, por su sigla en inglés) redujeron la tasa de interés de referencia en 150 pb en reuniones extraordinarias que tuvieron lugar el 3 y el 18 de marzo, alcanzando el mínimo técnico entre 0,0% y 0,25%. Estas decisiones se tomaron ante el riesgo que representaba el Covid-19 para la actividad económica de este país y ante el deterioro de las condiciones financieras y económicas mundiales. Para lo que resta del año no se esperan cambios en la tasa de interés de la Fed, supuesto que estaría en línea con la información proveniente de los futuros y con las proyecciones de los analistas. Adicionalmente, la Fed ha tomado medidas para proveer liquidez, dentro de las que se cuentan las dirigidas a las corporaciones no financieras (CPFF), a los fondos del mercado monetario (MMLF) y a agentes primarios (PDCF), con el objeto de soportar el flujo de crédito a hogares y empresas. A esto se suman las líneas *swap* para otras economías, destinadas a mantener la liquidez internacional en dólares. La Reserva Federal ha aumentado también sus compras de títulos del tesoro y de agencias respaldados por hipotecas. Por su parte, el Banco Central Europeo (BCE) ha tomado diversas medidas que incluyen las compras adicionales de activos (APPA), las operaciones de financiación a más largo plazo (TLRO-III) y la puesta en marcha de un programa temporal de compras de activos de valores del sector público y privado (Programa de Compra de emergencia Pandémica), al tiempo que ha mantenido estables sus tipos de interés.

Gráfico 2.11
Flujos netos de inversión extranjera hacia economías emergentes^{a/}



a/ Corresponde a flujos netos de inversión en instrumentos de deuda y acciones con periodicidad mensual.
Fuente: Instituto de Finanzas Internacionales (IIF por sus siglas en inglés).

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



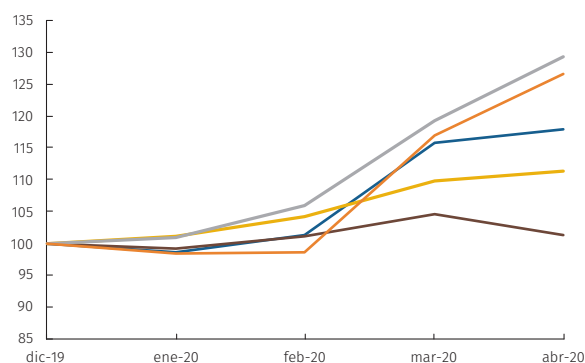
a/ Corresponde al supuesto anual del punto medio del rango de la tasa de interés de la Fed para final de año.
Fuente: Reserva Federal de San Luis; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Gráfico 2.13

Promedio mensual de la tasa de cambio nominal y de la prima de riesgo (CDS a cinco años) para algunos países de América Latina

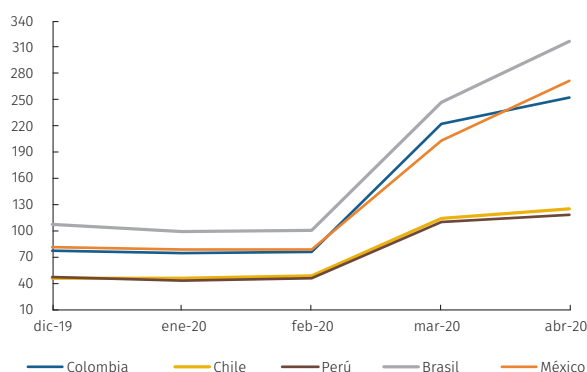
A. Índice de tasa de cambio nominal

(índice, base diciembre de 2019)



B. Credit default swap a cinco años

(puntos base)

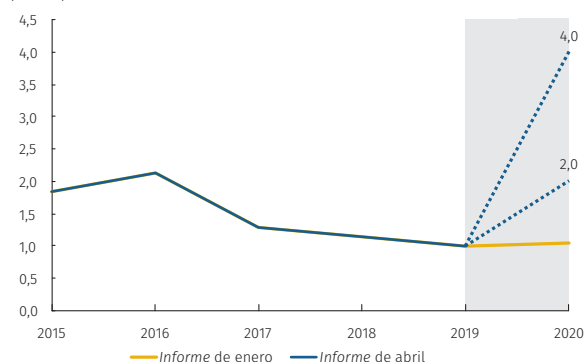


Fuente: Bloomberg; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2.14

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

(puntos porcentuales)



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

Para 2020 se supone que la prima de riesgo se situaría en niveles superiores a los del promedio histórico. En general, las primas de riesgo de las economías de la región mostraron alta volatilidad y mayores niveles desde marzo, como resultado del impacto negativo del Covid-19, que ha generado una alta incertidumbre en los mercados financieros internacionales y depreciaciones de las monedas de estos países (Gráfico 2.13). En el primer trimestre el promedio de los *credit default swaps* (CDS a cinco años) de Colombia fue de 124,8 pb y alcanzó un máximo de 356,6 pb, nivel inferior al registrado en la crisis financiera de 2008 (600,4 pb). En promedio para 2020 se supone que la prima de riesgo se ubicaría entre 200 pb y 400 pb (Gráfico 2.14). Este supuesto tiene en cuenta los menores precios del petróleo actuales y esperados, y el efecto de la acumulación de déficit externos del país en el saldo de pasivos externos netos. Todo esto se enmarca en un ambiente de altísima incertidumbre y volatilidad en los mercados financieros internacionales.

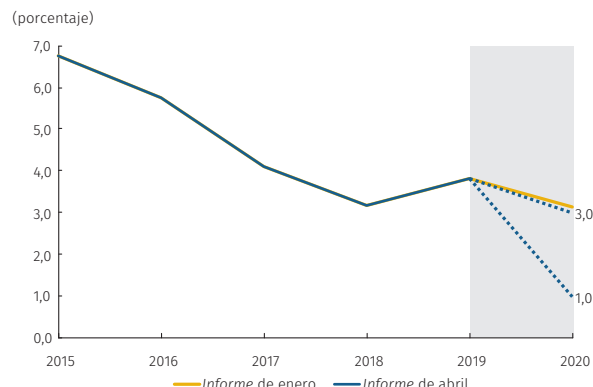
2.2 Proyecciones macroeconómicas⁴

2.2.1 Inflación

La emergencia sanitaria y las consecuentes medidas de aislamiento social han elevado la incertidumbre que rodea la proyección de la inflación en el horizonte de pronóstico. Dicha incertidumbre es producto de la complejidad del choque actual, en el cual la medición de los cambios en los precios se dificulta debido a la ausencia de transacciones en algunos mercados y donde tanto la oferta como la demanda de bienes y servicios se están viendo afectadas. No obstante, en el balance se estima que las presiones bajistas debidas a la caída de la demanda podrían primar sobre los efectos de posibles restricciones en la oferta para determinar la dinámica de la inflación durante 2020. En particular, se considera que dichas presiones a la baja empezarían a observarse a partir del segundo trimestre. Las medidas de aislamiento social afectarían principalmente el desempeño de sectores considerados como no esenciales, es decir, aquellos diferentes a los de producción de alimentos, y de bienes y servicios de salud. Para dichos sectores, los mercados permanecerán parcial o totalmente cerrados, por lo que no se esperan cambios apreciables de sus precios. Adicionalmente, las medidas del Gobierno Nacional relacionadas con el control de precios de ciertos bienes y servicios (incluido lo decretado recientemente para arriendos), algunas medidas de alivio (reducción de precios de los combustibles) y la disminución de impuestos indirectos y aranceles también contribuirían al descenso de la inflación en el corto plazo. Así, se espera que la inflación total se sitúe en un rango entre 1% y 3% a finales del año (Gráfico 2.15). Para 2021 se anticipa un repunte gradual hacia la meta, a medida que la economía se recupere.

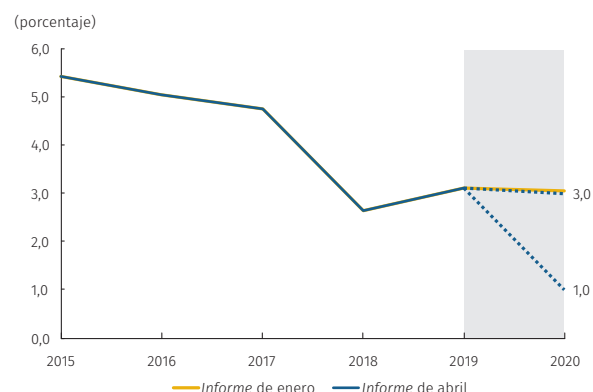
4 Los resultados suponen una política monetaria activa en la cual la tasa de referencia del Banco de la República se ajusta para garantizar el cumplimiento de la meta de inflación.

Gráfico 2.15
Índice de precios al consumidor (IPC)
(fin de período; variación anual)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 2.16
Índice de precios al consumidor sin alimentos ni regulados
(fin de período; variación anual)



Fuente: Banco de la República.

Las políticas para enfrentar la pandemia tendrían un efecto bajista importante sobre la inflación básica, principalmente en el segundo trimestre. En dicho período las medidas de aislamiento social serían más estrictas, con el consecuente cierre de algunos mercados. Además, en este trimestre estarían vigentes las medidas de control de precios y disminución de impuestos y aranceles, así como el cierre o limitaciones de la operación comercial. Debe considerarse que, ante el cierre temporal de los establecimientos no esenciales en algunos meses de este trimestre, podrían generarse retos importantes en la recolección de información empleada para el cálculo del IPC.

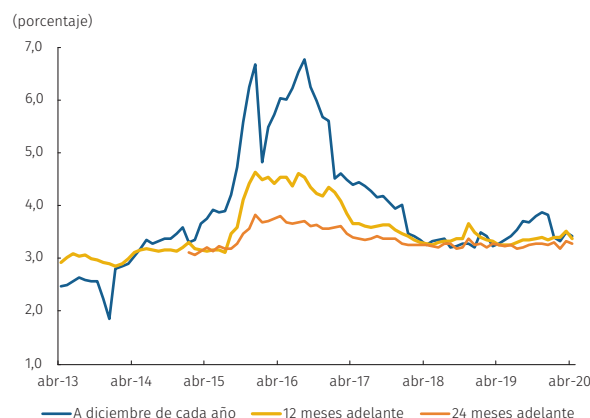
La demanda continuaría afectada durante varios trimestres, lo cual limitaría las alzas de precios en general. Esto constituiría el principal determinante de la evolución de las canastas de transables y no transables en el horizonte de pronóstico.

Factores como la caída de la confianza y de los ingresos de los hogares, en un entorno de aumento probable del desempleo, mantendrían la demanda deprimida durante un tiempo. Esta circunstancia, junto con descensos adicionales de los precios internacionales de algunos bienes importados y posibles caídas en los márgenes de comercialización, haría que el traspaso de la fuerte depreciación observada hacia los precios de los transables sea bajo. La inflación de no transables podría caer por debajo del 3% en el horizonte de pronóstico, dado que se espera una brecha del producto más negativa, reducciones en los costos laborales, la ausencia de demanda de algunos servicios no esenciales y controles temporales anunciados en los precios de los arriendos. En este contexto, diferentes ejercicios de simulación señalan que la inflación básica (sin alimentos ni regulados) caería y se mantendría en niveles por debajo de la meta de inflación en 2020 (Gráfico 2.16). Para 2021 se estima que la inflación básica repunte paulatinamente, como consecuencia del cierre de la brecha de producto.

Se espera que la variación anual de los precios regulados presente reducciones significativas como reflejo de los menores precios del petróleo y ajustes moderados en las tarifas de servicios públicos. La reducción en el precio de los combustibles decretada por el Gobierno determinaría en gran parte el comportamiento de la canasta de regulados en 2020. Adicionalmente, se espera que en lo que resta del año se presenten ajustes muy bajos en las tarifas de los servicios públicos por cuenta de las medidas tomadas por el Gobierno Nacional y las autoridades locales tendientes a aliviar la caída de los ingresos de los hogares. Con todo esto, es probable que a finales de 2020 el ajuste anual del grupo de los regulados sea inferior al 2%. Es importante señalar que la evolución de esta canasta presenta un amplio nivel de incertidumbre, dado que estará determinada por el comportamiento futuro del precio de los combustibles y del tipo de cambio, así como por la metodología que se utilice para medir los ajustes en los precios de algunos servicios públicos, según las recientes disposiciones del Gobierno.

La variación anual del IPC de alimentos caería durante el año, como consecuencia de una demanda débil y un abastecimiento que continuaría siendo adecuado. El precio de las comidas

Gráfico 2.17
Pronósticos de inflación de bancos y comisionistas de bolsa



Fuente: Banco de la República.

fuera del hogar sería uno de los rubros más afectados por la menor demanda, no solo por la reducción de ingresos sino por las medidas que tomen voluntariamente los consumidores para prevenir el contagio. Las medidas preventivas que ordenan el cierre de locales dificultan la ocurrencia o medición de algunos cambios en precios. Adicionalmente, el anuncio de vigilancia gubernamental sobre los precios de algunos alimentos contribuirá a la dinámica de esta canasta en 2020. De esta forma, se espera que a finales del año los ajustes de este rubro se sitúen alrededor del 3%. Hacia adelante, la incertidumbre sobre su comportamiento dependerá, entre otros factores, de la reactivación de la actividad económica, el costo de los insumos y el balance entre la depreciación de la tasa de cambio (que afecta principalmente a los procesados) y la evolución de los precios internacionales de los alimentos.

En abril las medidas de expectativas de inflación derivadas de los títulos de deuda pública se han reducido y se encuentran por debajo del 3%. Las de los analistas indican una inflación esperada de alrededor del 3,4% a finales de año y del 3,3% en 2021. Desde el informe de enero (cifras a 24 de enero), y con información hasta el 23 de abril, la inflación implícita (*break even inflation*, BEI) que se extrae de los TES denominados en pesos y UVR disminuyó 127 pb, 105 pb y 42 pb para las estimaciones a dos, tres y cinco años, respectivamente. Por el contrario, para las de diez años aumentaron en 52 pb. Al 23 de abril de 2020 el BEI se ubicó en 2,3%, 2,5%, 3,1% y 4,1% para los plazos de dos, tres, cinco y diez años, respectivamente. Cabe señalar que las medidas provenientes del mercado de TES pueden estar afectadas por la volatilidad actual de ese mercado. Por su parte, los resultados de la encuesta mensual del Banco⁵ aplicada a analistas sugiere que la inflación esperada a finales de 2020, a doce y veinticuatro meses, será de 3,4% (Gráfico 2.17). En el informe de enero dichos valores se ubicaban en 3,4% a diciembre de 2020 y en 3,4% y 3,3% a doce y veinticuatro meses.

2.2.2 Actividad económica

La economía colombiana, al igual que la mayoría de las economías del mundo, enfrenta un choque al crecimiento, de magnitud y duración inciertas, debido a la propagación del Covid-19 y a la emergencia sanitaria que ello ha ocasionado. El choque del Covid-19 es, en principio, de naturaleza transitoria. No obstante, la información y análisis disponibles al momento de producir este informe no eran suficientes para establecer, con un nivel razonable de certidumbre, qué tanto se habría expandido la epidemia en Colombia y cuál sería su evolución en los próximos meses, dadas las rigurosas medidas de aislamiento y distanciamiento social adoptadas por el país desde el 20 de marzo. Por lo mismo, aún era posible

5 La Encuesta Mensual de Expectativas de Analistas Económicos (EME) consulta a los analistas económicos sobre sus expectativas de inflación, tasa de intervención del Banco de la República, tasa representativa del mercado (TRM) y crecimiento del PIB, para determinados horizontes temporales. Los datos corresponden a la encuesta publicada el 15 de abril de 2020.

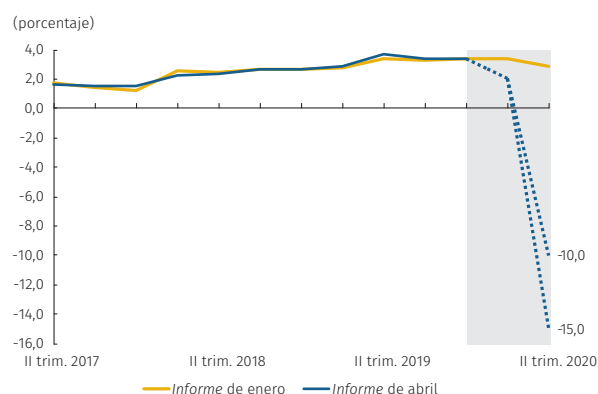
considerar un amplio abanico de escenarios de evolución y salida de este choque, que iban desde el relajamiento paulatino de dichas medidas a partir del 27 de abril en todo el territorio nacional y regreso a la normalidad, hasta la necesidad de su reimposición parcial o total en meses venideros, o incluso en el próximo año, todas ellas de diferentes duraciones y con impactos muy diversos en el crecimiento económico de corto, mediano e incluso de largo plazo del país.

Pero, incluso teniendo mayor claridad sobre el aspecto epidemiológico del fenómeno, subsisten muchos niveles adicionales de incertidumbre que hacen muy complejo el ejercicio de pronóstico del PIB. Así, más allá de cierta información no tradicional y anecdótica, se desconoce la forma como las medidas de cuarentena están afectando muchos de los sectores productivos de la economía, su capacidad de retención del empleo, los patrones de consumo de los individuos y su percepción de incertidumbre, los balances financieros de las firmas y los hogares y las decisiones de inversión de empresarios, entre otros. También es muy difícil establecer cómo se comportarían estas variables una vez sea superada la pandemia y qué tan rápido retornarán a su nivel precrisis. En el frente externo, además, es incierta la rapidez con la que se normalice el comercio, lo que dependería, a su vez, de la forma como evolucione la epidemia en las economías de los socios comerciales del país. Se desconoce, asimismo, la duración del impacto que pueda tener dicho choque en los términos de intercambio, en el funcionamiento de los mercados financieros internacionales y en los flujos de capitales. Todas estas variables tienen alta incidencia en la senda de crecimiento de la economía y, a la fecha, los rangos dentro de los que se podrían mover sus pronósticos son excepcionalmente amplios.

Paralelamente con el fenómeno del Covid-19, el país ha tenido que enfrentar una fuerte caída del precio del petróleo que, aunque en principio se estima como transitoria, es un segundo choque cuya duración también es incierta y que igualmente debería tener consecuencias negativas sobre el crecimiento vía las dinámicas del ingreso nacional, la inversión y el gasto público. La producción del sector petrolero, junto con sus exportaciones (que hasta hace unos meses se esperaba que contribuyeran positivamente al crecimiento), probablemente disminuirán. Esto tendría impactos negativos sobre otros sectores productivos encadenados a la actividad petrolera. De la misma manera, se observaría una disminución de los planes de inversión, algo que ya se ha empezado a anunciar por parte del principal productor, Ecopetrol. Todo lo anterior, además, impactaría los ingresos futuros del gobierno nacional y los gobiernos locales, con las consiguientes restricciones que eso impondría en la expansión del consumo e inversión públicos. Como se señala en la primera sección de este capítulo, en este informe se considera razonable esperar una recuperación paulatina del precio internacional del petróleo en los próximos meses, de la mano de un aumento de la demanda mundial, una vez se supere el período crítico de la pandemia. Ello debería favorecer la recuperación de la economía hacia el mediano y largo plazos. Sin embargo, esta senda alcista moderada podría enfrentar riesgos importantes a la baja, lo que suma una incertidumbre significativa a cualquier ejercicio de pronóstico del PIB de Colombia en la actualidad.

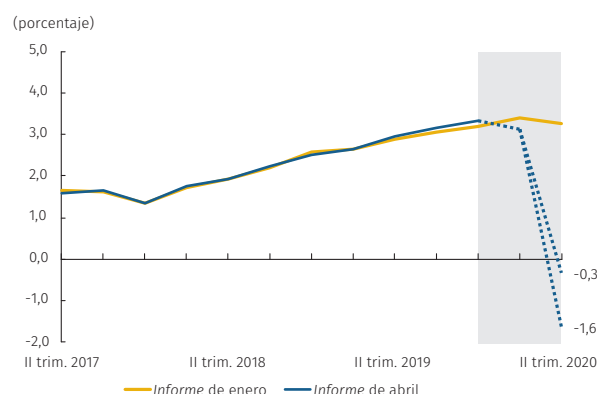
Por las razones expuestas, en este informe se propone una simulación del PIB para lo que resta del año, más que un estricto ejercicio de pronóstico. Un ejercicio de pronóstico tradicional exige poder atribuirle una puntual probabilidad de ocurrencia a cada escenario propuesto, algo que, en las actuales circunstancias, con un elevado nivel de incertidumbre en múltiples frentes, y una situación sin precedentes históricos, puede ser poco informativo. En estas condiciones, el uso convencional de los métodos de pronóstico puede generar resultados sesgados y poco confiables, puesto que no existe evidencia histórica de un choque conjunto como el que se está enfrentando y no puede suponerse un comportamiento normal de los mercados de bienes, factores y financieros. No obstante, el ejercicio de simulación contempla unos supuestos que el consenso del equipo técnico del Banco de la República puede calificar como razonables, dadas las condiciones actuales. Por otro lado, en Colombia, al igual que en muchos países, las medidas (voluntarias y obligatorias) para mitigar el contagio y prevenir la saturación de los sistemas de salud han disminuido drásticamente la actividad de varios sectores considerados como no esencia-

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



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

Gráfico 2.19
Producto interno bruto acumulado de 4 trimestres^{a/}
(variación porcentual anual)



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

les, pero intentando preservar el normal funcionamiento de aquellos que lo son, como el de la producción de alimentos, y el de bienes y servicios de salud. En este entorno, los mecanismos usuales de oferta y demanda, que contemplan los modelos centrales de pronóstico, no operan plena y eficientemente, y no ofrecen el detalle requerido en el nivel sectorial. Por ello, la estimación del impacto del choque sanitario sobre la actividad económica requiere de enfoques adicionales tipo matriz insumo-producto que, si bien son de naturaleza estática, pueden ser más apropiados para medir estos impactos en el corto plazo, al permitir involucrar reducciones severas de la demanda de algunos bienes y servicios e, incluso, el cierre completo de ciertos mercados.

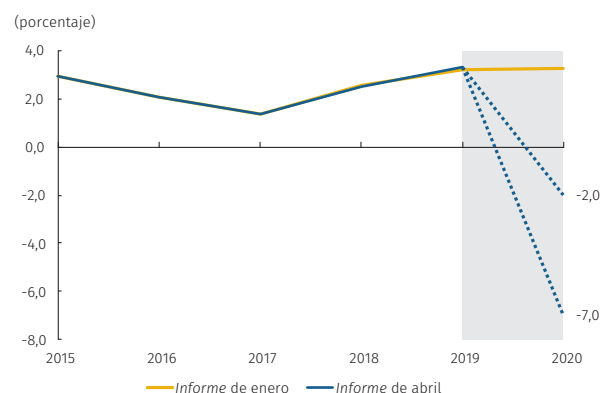
La simulación efectuada para el segundo trimestre, utilizando la metodología de la matriz insumo-producto, sugiere una fuerte contracción del PIB.

Esta metodología permite incorporar las reducciones pronunciadas de la demanda de manera diferenciada por sectores, los impactos derivados de los encadenamientos sectoriales y los cierres de algunos mercados, como consecuencia de las restricciones impuestas por la emergencia sanitaria (véase Recuadro 1, p. 41)⁶. Para el ejercicio de simulación se supuso la estrategia anunciada por el Gobierno: un período de aislamiento social estricto en abril y hasta el 11 de mayo, con un levantamiento parcial de las medidas en sectores particulares en los primeros días de este último mes. Adicionalmente, se supuso una recuperación lenta de la economía en junio y un esfuerzo importante en materia fiscal en este trimestre, que se reflejarían en un aumento del consumo público para atender la emergencia sanitaria, así como la continuación de los programas de transferencias a los hogares. El resultado del ejercicio depende mucho del grado de afectación de la demanda de los diferentes sectores, el cual es muy incierto. Para unos intervalos razonables de afectación, el crecimiento anual del segundo trimestre estaría entre -10% y -15% (gráficos 2.18 y 2.19). Por el lado de la oferta, las ramas más afectadas serían la de actividades artísticas y recreación, y la de comercio, reparación, transporte, alojamiento y servicios de comida, con caídas superiores al 30% anual en el trimestre. Por el lado de la demanda, esta contracción se reflejaría tanto en el consumo privado como en la inversión. En el primer caso, el componente no durable sería el de menor afectación, entre otras razones porque estaría siendo apoyado por las transferencias de recursos que está efectuando el Gobierno a las familias. Otro gasto que resultaría fuertemente impactado es el de las exportaciones, dado el decrecimiento económico de los socios comerciales del país, explicado anteriormente. Se espera que el consumo público reciba un impulso debido al esfuerzo adicional de gasto en salud que están realizando el gobierno nacional y los gobiernos regionales y locales.

En un escenario de relajamiento paulatino de las medidas de distanciamiento social y de restablecimiento de la confianza, es posible esperar una recuperación gradual de la economía para la segunda mitad del año, que debería continuar en

6 Este Recuadro estará disponible a partir del miércoles 6 de mayo de 2020.

Gráfico 2.20
PIB anual
(variación porcentual anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

2021. Si a corto plazo las medidas de distanciamiento social tienen éxito en contener y mitigar los efectos más severos de la pandemia en la salud pública, es factible esperar una normalización gradual del ritmo de la actividad económica hacia la segunda mitad del año. Este escenario supone que el relajamiento anunciado por las autoridades de las medidas de confinamiento, junto con una reducción de la percepción del riesgo en salud, debería venir acompañado de una recuperación de la confianza de consumidores y empresarios que permitiría la reactivación progresiva del consumo y de la inversión durante el tercero y cuarto trimestres del año. Específicamente, se estima que los proyectos de obras civiles y buena parte de los planes de inversión del sector público retomarían su curso normal en la segunda mitad del año, en la medida en que la fase crítica de la emergencia sea superada. Por último, se supone una recuperación gradual del empleo este año, contando con cierta flexibilidad del mercado laboral. En ese escenario, a partir del tercer trimestre debería darse una importante apertura de los mercados más afectados por el choque. Dado lo anterior, y teniendo en cuenta el pronóstico para el primer trimestre de 2,0% (véase el capítulo 3) y el de la simulación para el segundo trimestre previamente explicado, los diferentes ejercicios de simulación, utilizando los modelos dinámicos y estáticos del Banco, sugieren que el crecimiento se situaría en 2020 entre -2% y -7% (Gráfico 2.20). Cabe señalar que los límites superior e inferior de este rango no guardan relación directa con los valores máximo y mínimo de los rangos de las variables exógenas presentadas al comienzo de este capítulo.

Los anteriores ejercicios de simulación suponen el acceso al mercado financiero externo a un costo más alto y un comercio exterior que se mantendría débil en 2020 y que se reactivaría de forma gradual hacia 2021. En el frente externo, si bien se esperan presiones alcistas sobre el costo del financiamiento internacional, se supone que los mercados de capitales permanecerían abiertos para el país, lo que debe facilitar el fondeo tanto del sector público como del privado. Se supone, además, un restablecimiento gradual del comercio exterior de la mano de la recuperación de los socios comerciales del país, los cuales superarían el choque del Covid-19 con algún grado de sincronía con la economía colombiana.

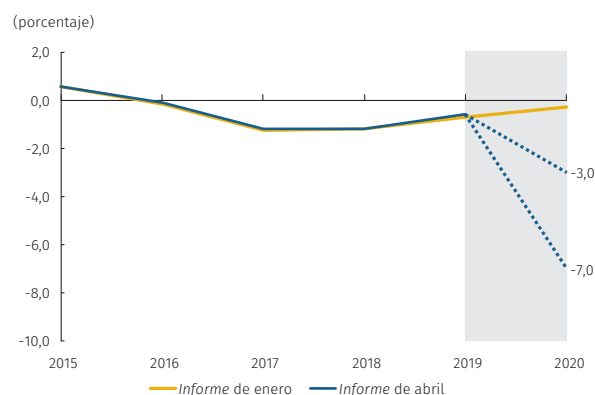
El canal del crédito debería contribuir a la recuperación de la actividad económica. Las medidas adoptadas por el Banco de la República de aumento de liquidez, reducción de la tasa de interés y de los encajes, junto con las acciones del gobierno en el plano económico, contribuirán a soportar el sistema de pagos y el mercado de crédito. Esto contribuirá a facilitar la recuperación del gasto privado, al reducir los costos de financiamiento en el mercado local en la medida que se normalice el funcionamiento de la economía y se restablezcan los canales de transmisión de la política monetaria.

En un entorno como el descrito, la recuperación gradual de la actividad económica se debería prolongar hacia 2021. En ese año el crecimiento estaría apoyado en un restablecimiento gradual de la demanda externa, una mejora de los términos

de intercambio y unas tasas de interés relativamente bajas, entre otros factores. De esta forma, el PIB retornaría a los niveles observados previos a la crisis hacia finales de 2021, en un contexto que supone recuperaciones graduales del mercado laboral, de la confianza del consumidor y de las condiciones de inversión, con mayores niveles de deuda pública.

La brecha del producto, que se estimaba ligeramente negativa en el informe de enero, se ampliaría de manera considerable en 2020, aunque la incertidumbre sobre el tamaño del exceso de capacidad productiva es significativa. El fenómeno del Covid-19 y las medidas para contenerlo genera impactos tanto sobre la demanda como sobre la oferta de la economía, que lleva incluso al cierre transitorio de mercados en varios sectores productivos. En el corto plazo, estos choques son simultáneos en la medida en que implican el cierre temporal de empresas y el confinamiento de gran parte de la población en sus casas. Sin embargo, hacia el mediano plazo, una vez se han relajado las medidas de confinamiento, es probable que persista el choque sobre la demanda. Los cierres iniciales de los mercados probablemente tendrán efectos adversos más duraderos sobre el empleo, la confianza de los consumidores, los hábitos de consumo, las decisiones de inversión de las firmas y su salud financiera. A esto se suma que las economías de los socios comerciales probablemente solo se restablecerán gradualmente, lo que implica una reactivación lenta de variables como las remesas y las exportaciones. En esta medida, aunque cabe esperar una afectación de la capacidad productiva de la economía, es muy probable que se observe una brecha del producto negativa importante. Aun así, hay una gran incertidumbre sobre el tamaño y la persistencia de dichos efectos y, por ende, sobre la medición y evolución de los excesos de capacidad de la economía. De acuerdo con los escenarios examinados por el equipo técnico y con el rango de crecimiento mencionado, la brecha del producto estaría entre -3% y -7% en promedio en 2020 (Gráfico 2.21). Hacia 2021 la incertidumbre sobre el comportamiento de la brecha es mayor, y dependerá, entre otros factores, del tamaño de la caída del producto en 2020, de la velocidad de la recuperación de la economía y del comportamiento de las distintas variables que afectan el producto potencial del país.

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

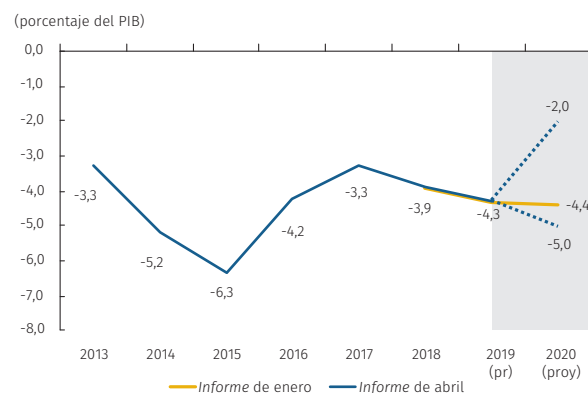


a/ Esta brecha se calcula como la diferencia entre el PIB observado y el PIB potencial (tendencial) que resulta del modelo 4GM.
Fuente: Banco de la República.

2.2.3 Balanza de pagos

Para 2020 las simulaciones sugieren que el déficit corriente podría reducirse frente a lo observado el año anterior. No obstante, la incertidumbre es alta debido a la magnitud y diversidad de choques que enfrenta el país. La corrección del déficit durante 2020 sería el resultado, principalmente, de la recesión esperada para la economía colombiana y el cambio en los precios relativos. En particular, la caída de la inversión y el consumo privado junto con la depreciación del peso llevarían a una reducción de las importaciones de bienes y servicios, y de las utilidades de las empresas con capital extranjero enfocadas en el mercado local. A esto se le sumaría las menores ganancias de las firmas de los sectores minero y petrolero

Gráfico 2.22
Cuenta corriente anual



(pr): preliminar.
(proy): proyección.
Fuente: Banco de la República.

por la caída en sus ingresos⁷. Con todo lo anterior, para 2020 las simulaciones muestran una reducción del déficit en la cuenta corriente en millones de dólares frente a lo observado el año anterior. Esto sería similar a lo registrado en otros eventos en el pasado, tales como la recesión de 1999, la crisis financiera internacional y el choque petrolero de 2015. Como proporción del PIB el déficit se ubicaría en un rango entre -2% y -5% (Gráfico 2.22)⁸.

Algunos factores no permitirían un mayor cierre del déficit externo y podrían generar presiones al alza en este indicador.

Dentro de estos se cuentan el efecto negativo sobre las exportaciones de bienes y servicios de la disminución de los términos de intercambio, debido a los menores precios internacionales de las materias primas exportadas por el país, en particular del petróleo y el carbón. A esto se le suma la menor demanda externa por la contracción económica de los socios comerciales. Otros factores incluyen la reducción de las remesas de trabajadores explicada por el deterioro del mercado laboral en los países de residencia de los migrantes, los menores ingresos por inversiones en el exterior, entre otros.

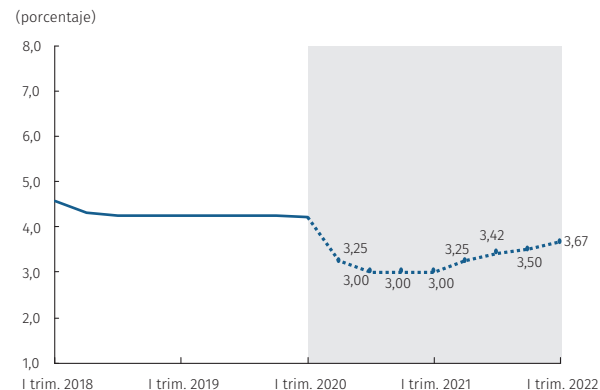
La contracción de la actividad económica y la respectiva disminución del déficit corriente reducirían las necesidades de financiamiento externo del país.

La inversión extranjera directa seguiría siendo una de las principales fuentes de recursos, aunque podría verse afectada por la disminución en la reinversión de utilidades debido a la caída en la rentabilidad de las empresas extranjeras, los menores proyectos de inversión durante el período de recesión económica y la reducción en la dinámica de la actividad minera y petrolera resultante de los bajos precios internacionales de las materias primas. Adicionalmente, a pesar de la volatilidad en los mercados internacionales, el endeudamiento externo seguiría siendo una fuente importante de recursos. Por un lado, el costo de dicho financiamiento se ha incrementado en un entorno de mayores primas de riesgo para los países de la región. No obstante, este efecto estaría siendo mitigado por el relajamiento de la política monetaria en las principales economías del mundo, cuyos bancos centrales también han expandido considerablemente sus hojas de balance para proveer liquidez a los mercados y estimular sus economías. Finalmente, vale la pena mencionar que el país enfrenta esta coyuntura con características que mitigan la vulnerabilidad externa, como pasivos externos concentrados en inversión extranjera directa en Colombia, un saldo negativo en los activos externos netos, sin inversiones directas, relativamente acotado, y activos en el exterior, que sumaban USD 121,9 mil millones a diciembre de 2019 (sin inversiones directas).

7 La estructura de financiamiento externo del país, soportada principalmente en recursos de inversión directa, permite que las utilidades de estas compañías sean un amortiguador del déficit de la cuenta corriente en el contexto económico actual.

8 Las cifras preliminares del primer trimestre del año indican que el déficit se ubicaría alrededor del 3,7% del PIB, resultado inferior a lo observado en el mismo período del año anterior. Esto estaría asociado, principalmente, a las menores ganancias de empresas con capital extranjero y al aumento de las remesas de trabajadores.

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



Fuente: Banco de la República.

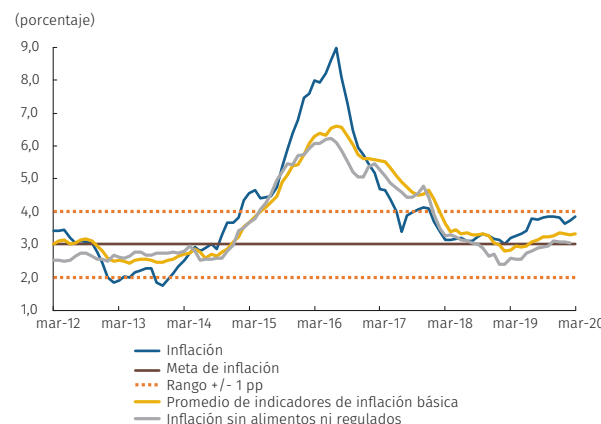
2.2.4 Política monetaria y tasas de interés esperadas por los analistas

Los analistas contemplan reducciones de la tasa de interés de política, lo que la ubicaría en el 3% a finales de 2020 (Gráfico 2.23). De acuerdo con la encuesta mensual de expectativas realizada por el Banco de la República a los analistas en abril, la mediana de las respuestas sugiere que la tasa de interés de política bajaría hasta 3% a finales de 2020, con reducciones de 50 pb en el segundo trimestre y de 25 pb en el tercero. Los analistas esperan una normalización muy gradual de la política monetaria en 2021. La encuesta recoge un primer incremento de 25 pb en el segundo trimestre de 2021 y otro en el tercero del mismo año. En este sentido, el equipo técnico también prevé la necesidad de un relajamiento importante de la postura monetaria. No obstante, el momento, la magnitud y la velocidad a la cual se presenten cambios en la tasa estarán determinados principalmente por: 1) la magnitud y persistencia de los choques de oferta y demanda que efectivamente se materialicen; 2) la forma como los agentes incorporen a sus expectativas de inflación los choques generados por la crisis sanitaria y los confinamientos; 3) la evaluación sobre condiciones financieras locales y la transmisión de la tasa de política, y 4) la evolución de las condiciones financieras externas, su efecto sobre la tasa de cambio y de esta sobre los precios.

El comportamiento esperado del crecimiento y la inflación sería afectado por la intensidad y duración en la cual evolucione la crisis sanitaria generada por el Covid-19. Una duración más prolongada, una afectación más profunda de la pandemia o nuevas oleadas de contagio en Colombia o en nuestros principales socios comerciales serían riesgos que se ciñen sobre la actividad económica y podrían generar mayores presiones a la baja sobre la inflación. No obstante, algunos riesgos al alza sobre las proyecciones de inflación provienen de choques de oferta más pronunciados y de condiciones financieras externas menos favorables que las contempladas por el equipo técnico. Aunque se anticipa que el choque negativo de demanda sea el que prime sobre la dinámica de la inflación, existe la posibilidad de que la configuración de los choques de oferta genere presiones importantes en la estructura de costos de las firmas. En segundo lugar, es posible que las condiciones financieras externas sean menos favorables, generando presiones adicionales sobre la tasa de cambio, las cuales se transmitan a los precios a pesar de una demanda deprimida.

03 / Situación económica actual

Gráfico 3.1
IPC total e indicadores de las canastas básicas
(variación anual)



Fuentes: DANE y Banco de la República.

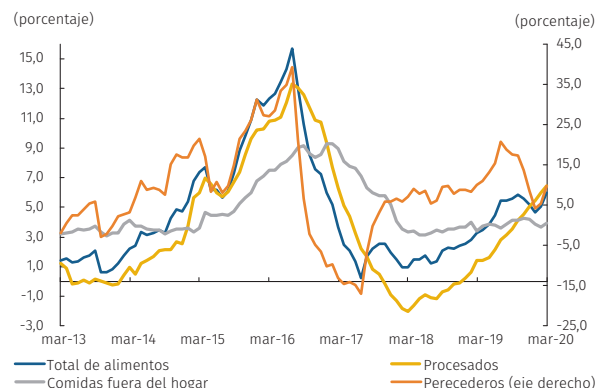
3.1 Comportamiento de la inflación y precios

La inflación al consumidor, que comenzó el año disminuyendo según lo previsto, empezó a ser afectada en marzo por la emergencia sanitaria relacionada con el Covid-19 y por la caída del precio internacional del petróleo. A enero la inflación anual continuó reduciéndose como resultado de la disolución de los choques de oferta que la afectaron el año anterior. Sin embargo, la fuerte depreciación del peso a partir de febrero, asociada con la caída del precio del petróleo, junto con la aparición del Covid-19 en marzo, generó alzas en los precios de los alimentos que derivaron en un aumento no anticipado de la inflación total al 3,86%, superando el dato de diciembre de 2019 (3,80%) (Gráfico 3.1). En particular, la emergencia sanitaria indujo un aumento atípico, y probablemente transitorio, en las compras de alimentos por parte de los hogares hacia finales del trimestre, lo cual probablemente impulsó al alza los precios de estos bienes. Estos incrementos fueron parcialmente compensados por una importante disminución del precio interno de los combustibles decretada por el gobierno en marzo, en respuesta al menor precio internacional del petróleo, y cuyos efectos se vieron parcialmente reflejados en este último mes.

La inflación básica, medida como el IPC sin alimentos ni regulados, cayó levemente en el primer trimestre, con resultados en marzo que indican un posible debilitamiento de la demanda. La variación anual de este indicador para dicho mes fue del 3,04%, por debajo de lo observado en diciembre. Otros dos indicadores también cayeron en este lapso: el IPC sin alimentos, del 3,37% en diciembre al 3,18% en marzo, y el núcleo 20, del 3,42% al 3,31% en marzo; mientras que el IPC sin perecederos, combustibles ni servicios públicos aumentó (del 3,46% al 3,70%). El promedio de los cuatro indicadores se mantuvo estable en 3,3% (Gráfico 3.1). En marzo, la recomposición del gasto originada por el aislamiento preventivo habría implicado un menor consumo de bienes y servicios diferentes de alimentos y de artículos de primera necesidad, lo que se tradujo en presiones bajistas sobre los diversos indicadores de inflación subyacente. Esta menor demanda y la reducción de algunos precios internacionales de materias primas habrían compensado también las presiones alcistas asociadas con la mayor depreciación del peso. Consecuentemente, la variación en marzo de la inflación básica estuvo por debajo de lo previsto por el equipo técnico en el informe anterior (3,25%).

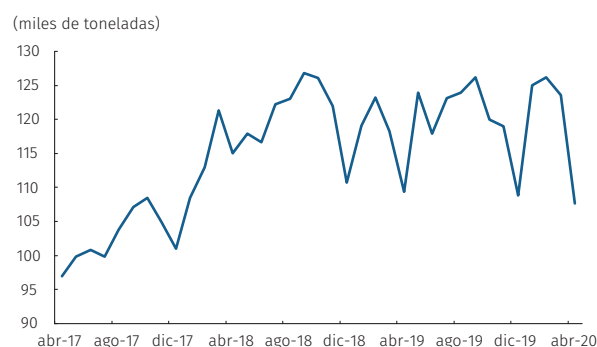
En marzo se observó un fuerte repunte del precio de los alimentos, que obedeció más a aumentos de la demanda (probablemente transitorios) que a problemas en la oferta agropecuaria. Los precios de los alimentos (que se ajustaron en diciembre de 2019 en 5,2%) aumentaron de manera importan-

Gráfico 3.2
IPC de alimentos y sus componentes
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.3
Abastecimiento de las centrales de abasto^{a/}
(promedio mensual)



a/ El dato de abril corresponde al promedio de las tres primeras semanas del mes.
Fuente: DANE (Sipsa).

Gráfico 3.4
IPC de transables y de no transables, sin alimentos ni regulados
(variación anual)



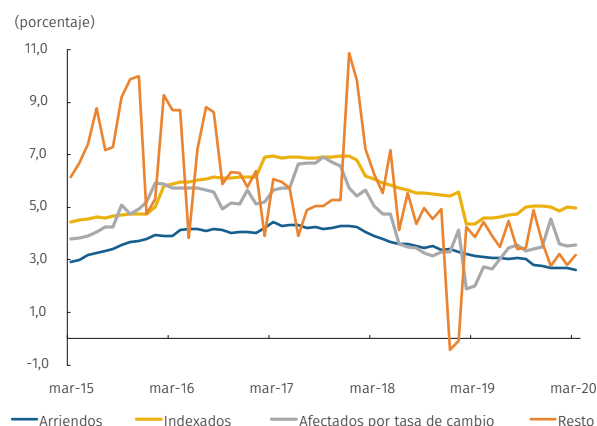
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

te en marzo (a 6,0%), por encima de las previsiones. El repunte de estos precios fue generalizado y afectó las tres subcanastas que lo componen, aunque el incremento en las comidas fuera del hogar se dio solo a partir de marzo (Gráfico 3.2). Los precios de los alimentos perecederos fueron los que más aumentaron y los que más contribuyeron al alza de los alimentos en el mes (pasando del 8,7% en diciembre al 5,4% en febrero, y llegando al 9,8% en marzo). Este significativo repunte tendría más que ver con un impulso atípico de la demanda, asociado con la emergencia sanitaria, como ya se comentó, que a una afectación de la oferta. Esto último según se desprende del nivel históricamente alto de abastecimiento de productos que se registró en las principales centrales de abastos del país durante marzo (Gráfico 3.3). A comienzos de abril el indicador de abastecimiento reportaba una caída que podría estar relacionada con el acopio bajo, propio de la temporada de Semana Santa, y con el cierre de la central de abastos de Bogotá durante dos días por razones sanitarias. El aumento de los precios de los alimentos procesados (6,5% anual en marzo) habría sido impulsado por la transmisión de la depreciación, cuyo efecto se sumó en el último mes al aumento extraordinario de la demanda.

En el primer trimestre la variación anual de transables sin alimentos ni regulados (SAR) se mantuvo relativamente estable por debajo del 3%, mientras que el ajuste anual de no transables SAR continuó reduciéndose (Gráfico 3.4). La variación anual de transables SAR, que terminó en 2,2% en diciembre de 2019, registró pocos cambios durante el primer trimestre, situándose en marzo en 2,5%. Este resultado fue inferior a lo esperado en el informe de enero. La demanda agregada, debilitada por la emergencia sanitaria, habría empezado a contrarrestar el impulso inflacionario de la fuerte depreciación reciente del peso. A esto se sumó el retroceso de los precios internacionales del petróleo y de otros bienes básicos. Por su parte, la variación anual de no transables SAR se situó en marzo en 3,3%, por debajo de lo registrado en diciembre (3,5%). Los resultados de marzo también estuvieron por debajo de lo previsto en el informe de enero. La caída de la demanda, generada por las medidas de aislamiento social en el marco de la emergencia sanitaria, habría limitado las alzas de estos precios en el último mes. Dentro de esta subcanasta, la variación anual de arriendos mantuvo su tendencia decreciente y su ajuste anual de precios se situó en 2,6% (Gráfico 3.5).

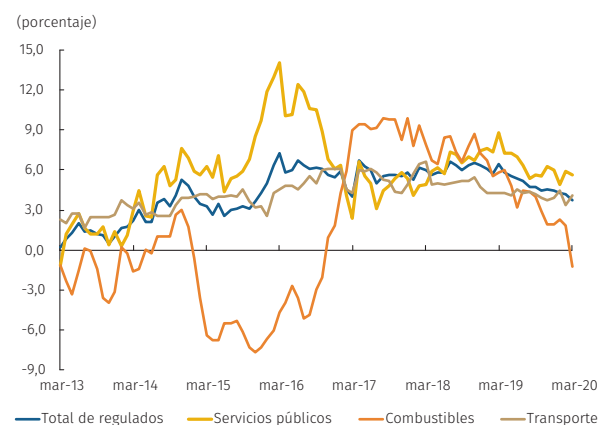
Los precios de los regulados fueron afectados por un importante descenso en los combustibles en marzo, relacionado con la caída del precio internacional del petróleo. El ajuste anual del IPC de regulados (3,8%) viene desacelerándose desde marzo del año pasado (6,4%), pero aún mantiene un nivel por encima del 3% (Gráfico 3.6). En los combustibles se esperan descensos adicionales hacia los próximos meses, dado que la más reciente disminución del precio de la gasolina, reglamentada en marzo por el gobierno, no se transmitió completamente a su IPC. De igual forma, dentro de los regulados, la variación anual en las tarifas de los servicios públicos se desaceleró entre diciembre (6,0%) y marzo (5,7%), en parte por la caída de los precios del petróleo (que incide en las tarifas

Gráfico 3.5
Componentes del IPC de no transables, sin alimentos ni regulados
(variación anual)



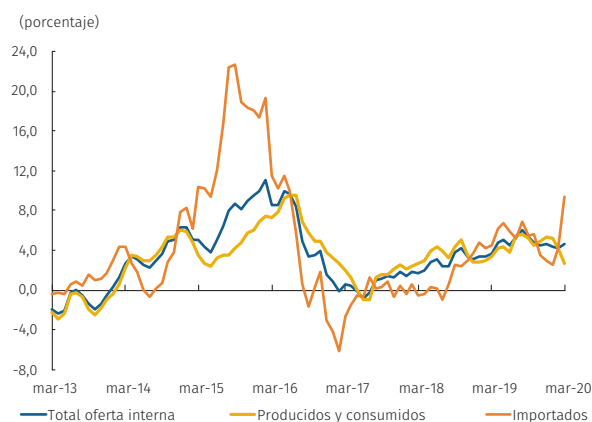
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.6
IPC de regulados y sus componentes
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.7
IPP de oferta interna y sus componentes
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

de gas y energía) y muy recientemente por las medidas implementadas por el gobierno nacional y las autoridades locales para aliviar el gasto de los hogares ante la emergencia generada por el Covid-19.

Contrario a lo que se venía observando en meses anteriores, el ajuste de los costos no laborales, medidos con la variación anual del índice de precios del productor (IPP) de oferta interna, se incrementó en marzo. La tendencia decreciente de la variación anual del IPP de oferta interna, observada desde septiembre del año pasado, se detuvo en febrero (4,23%) y repuntó en marzo (4,62%) (Gráfico 3.7). Esto, debido al fuerte ajuste anual del IPP importado (del 4,15% en febrero al 9,35%), producto de la alta depreciación del peso con respecto al dólar. Por su parte, la caída del precio del petróleo explicó en gran medida la caída del ajuste anual del IPP de producidos y consumidos (del 4,26% en febrero al 2,62%). Hacia adelante es posible que los cambios anuales del IPP de oferta interna sigan siendo mayores que los del IPC. Esto porque históricamente la transmisión de la depreciación del peso a los precios al productor ha sido más fuerte y rápida que la observada hacia la inflación al consumidor, en parte por las diferencias en las canastas que los componen⁹. Adicionalmente, el traspaso de la depreciación nominal a los precios al consumidor podría ser bajo por la caída observada y esperada en el consumo privado y por la posible reducción en los márgenes de comercialización.

3.2 Crecimiento y demanda interna

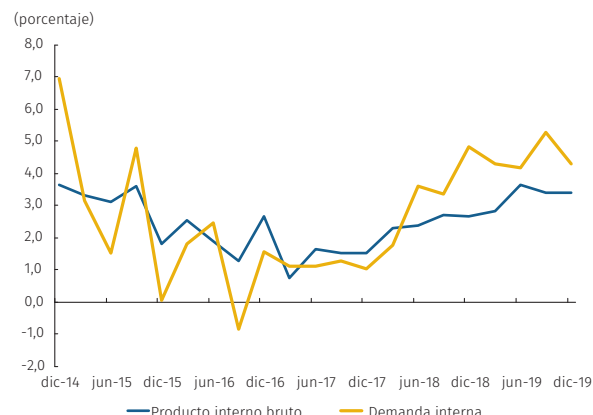
En marzo la pandemia del Covid-19, y las fuertes medidas de distanciamiento social para enfrentarla, generaron una caída abrupta en los indicadores de actividad económica y un cambio significativo en la tendencia que traía el producto. En el cierre de 2019 y los dos primeros meses del presente año la actividad económica continuaba recuperándose, después del ajuste producido por la caída de los términos de intercambio de mediados de la década. Debido a ello, en este informe se espera que en el primer trimestre de 2020 el crecimiento del PIB registre una desaceleración importante, estimación que hasta hace menos de dos meses no era posible prever.

3.2.1 El PIB a finales de 2019

En el cuarto trimestre de 2019 la economía colombiana mantuvo un dinamismo importante, con lo cual el desempeño de todo el año superó al de 2018 y al de la mayoría de los países de América Latina. De acuerdo con el DANE, el PIB (con series desestacionalizadas y ajustadas por efectos calendario) cerró el año 2019 con un crecimiento del 3,4%, y se expandió durante todo 2019 a una tasa del 3,3%, cifra superior a la de un año atrás (2,5%) (Gráfico 3.8). Este crecimiento, igual a la expansión

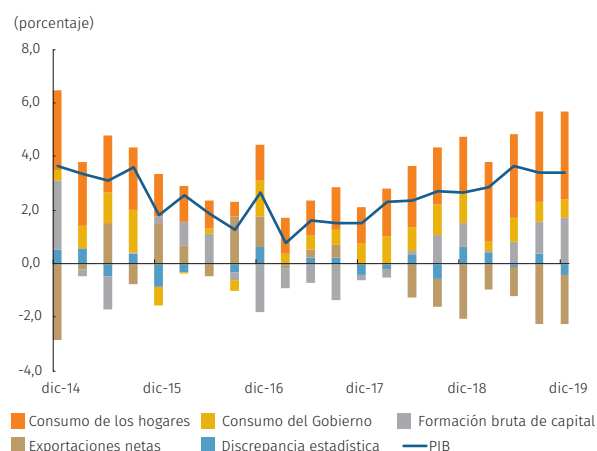
9 Por ejemplo, el IPP contiene materias primas importadas las cuales son pagadas en dólares y pasadas a pesos con la tasa de cambio vigente.

Gráfico 3.8
PIB y demanda interna trimestral^{a/}
(variación anual)



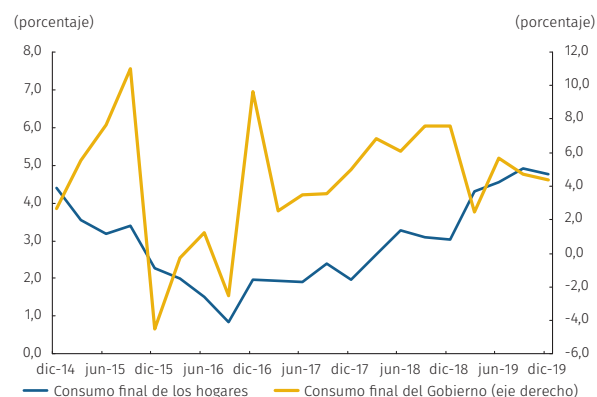
a/ Series desestacionalizadas y ajustadas por efecto calendario.
 Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.9
PIB trimestral por el lado del gasto^{a/}
(variación anual, contribuciones)



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

Gráfico 3.10
Gasto de consumo final de los hogares y del Gobierno General^{a/}
(variación anual)



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

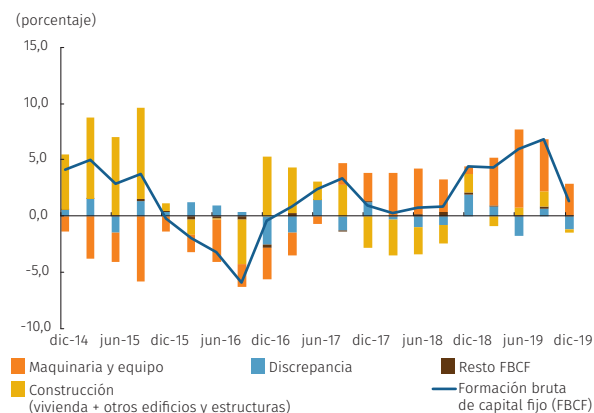
que se estima para el largo plazo, fue el mejor desempeño de la economía colombiana desde el fin del ciclo alcista de los precios de las materias primas en 2014.

En 2019 la mayor dinámica se dio en la demanda interna (Gráfico 3.9), la cual siguió mostrando un importante crecimiento al cierre del año, con aumentos superiores al 4,0% por quinto trimestre consecutivo. Para el año completo el crecimiento del agregado ascendió al 4,5%, con una tasa similar tanto para el consumo como para la inversión, que en ambos casos fue mayor que la observada en 2018.

Al igual que en los trimestres anteriores de 2019, en el cuarto se observó un sólido aumento del consumo, con un crecimiento mayor que el del PIB. El impulso principal provino del componente privado, que en el cuarto trimestre registró un crecimiento del 4,7%. A lo largo de todo el año este agregado se expandió a una tasa del 4,6%, superior a la registrada en 2018 (3%). Entre los factores que explicaron el buen desempeño del consumo de los hogares están las tasas de interés relativamente bajas en un contexto de condiciones crediticias amplias, el fuerte crecimiento de las remesas externas de trabajadores (las cuales incrementaron el ingreso disponible de los hogares) y la inmigración. Por su parte, el consumo público presentó una expansión importante en 2019 (4,3%), impulsada por el buen dinamismo del gasto de las administraciones locales y regionales en su último año de gobierno. No obstante, su crecimiento se desaceleró frente a 2018, acorde con el proceso de ajuste requerido para cumplir con los lineamientos de la regla fiscal (Gráfico 3.10). El buen dinamismo del consumo total en el cuarto trimestre (4,6%) fue mayor que el esperado por el equipo técnico en el informe anterior.

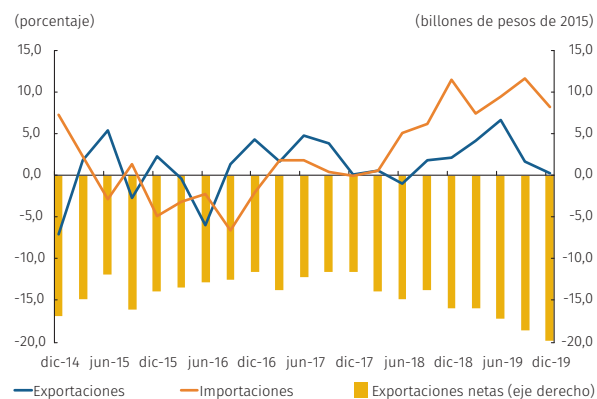
El importante aumento de la inversión en 2019 tuvo un componente transitorio en el segundo y tercer trimestres, como lo sugiere la desaceleración observada a finales de año. En 2019 todos los componentes de la inversión registraron expansiones, con la notable excepción del componente de vivienda, que viene cayendo desde 2016. La inversión en maquinaria y equipo, cuyo dinamismo más importante se dio en el gasto en equipo de transporte, fue la que más jalonó el desempeño de este agregado durante el año (Gráfico 3.11), y ello fue posible por el estímulo que dio la Ley de Financiamiento y por la renovación de las flotas de los sistemas de transporte público en distintas ciudades, entre otros factores. Sin embargo, la desaceleración registrada por este subcomponente de la inversión en el cuarto trimestre sugiere que una parte de su significativa expansión durante el segundo y tercer trimestres era transitoria, como se había previsto. La inversión en construcción presentó un comportamiento heterogéneo. Por un lado, la de vivienda se contrajo, en un entorno de excesos de oferta persistentes y de aumentos moderados en precios. Por otro lado, después de la caída observada en 2018, la inversión en otros edificios y estructuras presentó una recuperación importante, de la mano de la construcción en obras civiles.

Gráfico 3.11
Formación bruta de capital fijo trimestral^{a/}
(variación anual, contribuciones)



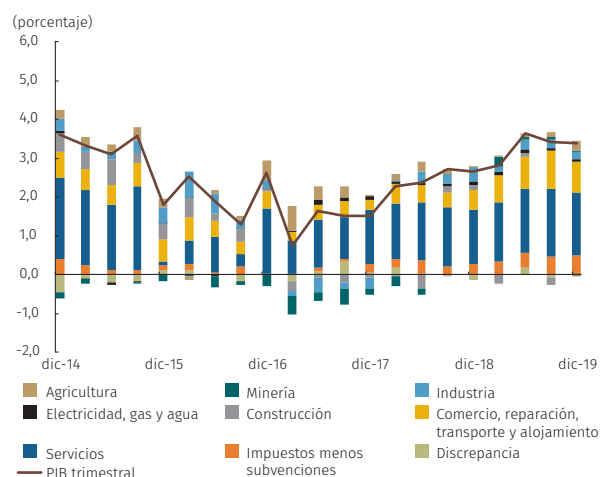
a/ Series desestacionalizadas y ajustadas por efecto calendario.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.12
Exportaciones, importaciones y balanza comercial^{a/}
(variación anual y billones de pesos de 2015)



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

Gráfico 3.13
PIB trimestral por el lado de la oferta^{a/}
(variación anual y contribuciones)



a/ Series desestacionalizadas y ajustadas por efecto calendario.
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Las exportaciones, que habían mostrado una fuerte expansión en la primera mitad de 2019, se desaceleraron en el segundo semestre y en especial a finales de año cuando registraron un decrecimiento en niveles. La moderación en el ritmo de crecimiento de las ventas externas estuvo asociada, principalmente, con caídas en las exportaciones de petróleo y refinados durante el cuarto trimestre de 2019, que contrastaron con sus mejores desempeños al inicio del año. En el año completo las exportaciones reales se aceleraron frente a lo registrado en 2018, a lo cual contribuyó la buena dinámica de las ventas al exterior de café y oro, así como las exportaciones de servicios. Asimismo, las exportaciones de carbón en cantidades moderaron su caída en ese año. En contraste, el menor crecimiento de los socios comerciales fue un limitante para el desempeño de las ventas externas.

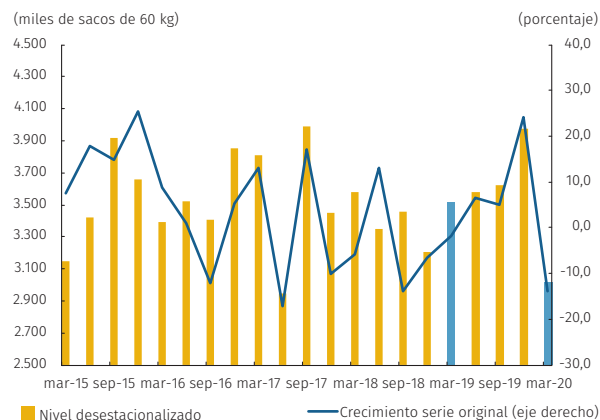
Las importaciones ganaron participación en el PIB a lo largo de 2019, aunque en el cuarto trimestre su crecimiento se moderó. En todo el año este componente del PIB se aceleró y creció a una tasa del 9,2%, comportamiento consistente con el de la demanda interna intensiva en bienes de capital importados. Así, el déficit comercial en pesos constantes se amplió frente al registro de 2018 (Gráfico 3.12). Sin embargo, al cierre de 2019 las compras del exterior registraron una desaceleración, asociada con la menor dinámica del componente importado de la inversión.

Por el lado de la oferta, los sectores de administración pública, educación y salud, de comercio, transporte y alojamiento, y de actividades financieras y de seguros fueron los que presentaron el mejor desempeño en el cuarto trimestre y en 2019 en general (Gráfico 3.13). En particular, el sector comercio se vio favorecido por el buen desempeño de la demanda interna y por el aumento en el número de turistas y de migrantes provenientes del exterior que favorecieron la dinámica de esta última rama.

En los demás sectores se registraron crecimientos positivos pero menores, excepto en la construcción, donde se observó una contracción. En minería la expansión moderada fue posible gracias al aumento de la producción de petróleo, gas y oro, siendo esta última estimulada por el importante aumento en el precio internacional de este metal. La producción de carbón se estancó en el balance del año, afectada por los choques de oferta, aunque presentó una tasa anual positiva en el cuarto trimestre debido a una baja base de comparación. Por otro lado, la industria manufacturera mostró una expansión baja (1,6% tanto en el año completo como en el último trimestre) y similar a la de 2018. En ella la refinación de petróleo contrajo su crecimiento en el año, afectada por el mantenimiento a la Refinería de Cartagena, aunque tuvo recuperaciones trimestrales a lo largo del año.

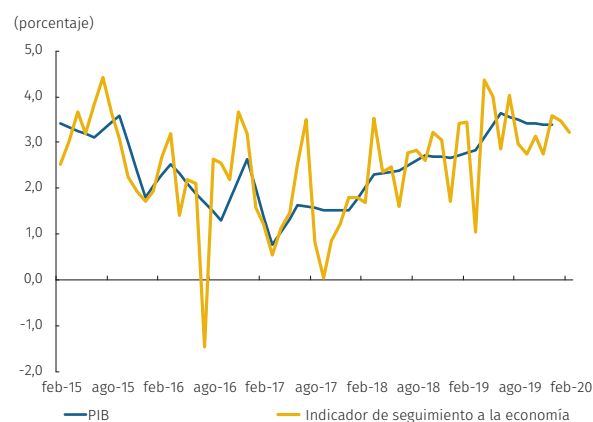
El aumento de la producción cafetera favoreció el desempeño del sector agropecuario a finales de 2019, aunque para el año completo se observó un crecimiento muy moderado en el sector (2,0%). De acuerdo con la Federación Nacional de Cafeteros, durante el cuarto trimestre de 2019 la producción

Gráfico 3.14
Producción de café
(trimestral y variación anual)



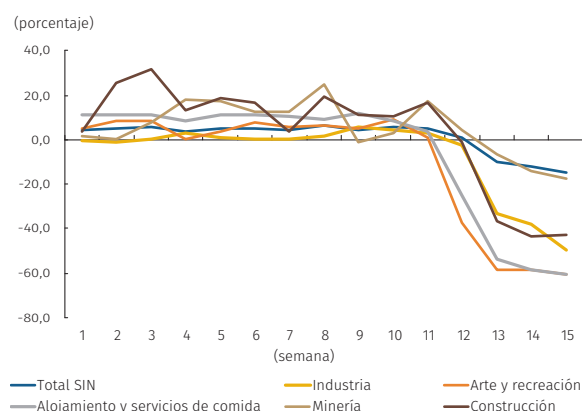
Fuente: Federación Nacional de Cafeteros; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.15
PIB e Indicador de seguimiento a la economía^{a/}
(variación anual)



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

Gráfico 3.16
Demanda de energía semanal en 2020
(total y no regulada por sectores; variación anual)



Nota: la variación anual se toma entre las semanas equivalentes de 2019 y 2020 con referencia al domingo como primer día de la semana. De esta forma, las semanas 13 y 14 de 2020 comprenden del 22 al 28 de marzo y del 29 de marzo al 4 de abril, respectivamente, y las semanas 13 y 14 de 2019 comprenden del 24 al 30 de marzo y del 31 de marzo al 6 de abril, respectivamente.
Fuente: XM; cálculos del Banco de la República.

de café presentó un comportamiento muy positivo, al alcanzar los 4,5 millones de sacos (Gráfico 3.14), lo que significa un crecimiento anual del 24,1%. No obstante, el desempeño de otros cultivos distintos a café y, en menor medida, de ganadería, contrarrestaron buena parte del desempeño cafetero.

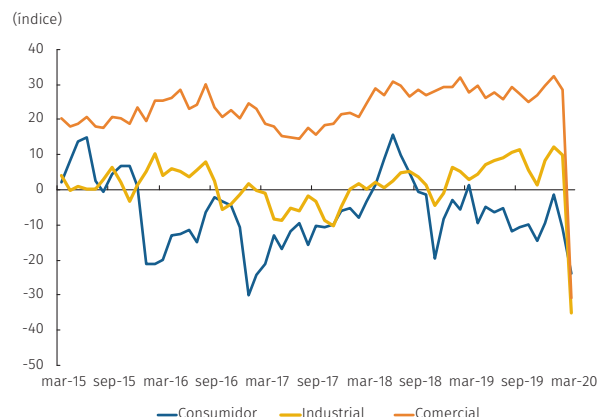
La construcción fue la única gran rama de la oferta que se contrajo, tanto en todo el año como en el cuarto trimestre, debido a la pronunciada caída del renglón de edificaciones. Si bien el segmento de construcción de obras civiles tuvo su mayor expansión desde 2014, favorecido principalmente por la construcción de carreteras, puentes y túneles asociados con proyectos y concesiones de cuarta generación (4G), así como con vías interurbanas, la construcción de edificaciones residenciales y no residenciales presentó una caída pronunciada en 2019 (-7,7%), con registros negativos en todos los trimestres del año.

3.2.2 El inicio del año y los primeros impactos de la pandemia

Los indicadores disponibles para los dos primeros meses de 2020 sugerían que la demanda interna mantenía un fuerte ritmo de crecimiento (especialmente por el consumo), con lo que se preveía un desempeño económico para el primer trimestre del año mejor que el previsto en el informe anterior (3,4%). El indicador de seguimiento a la economía (ISE), divulgado por el DANE, registró una expansión anual promedio de 3,3% (en su serie corregida por estacionalidad y efectos calendario) durante el bimestre enero-febrero, cifra superior al 3,2% del cuarto trimestre de 2019 (Gráfico 3.15). A su vez, con series desestacionalizadas las ventas al por menor sin combustibles registraron un crecimiento anual del 7,7% durante el mismo bimestre, lo que representó una aceleración frente al 6,7% del cuarto trimestre del año anterior. La producción real de la industria presentó una expansión anual promedio del 3,0% durante enero y febrero, mayor que el 0,8% del cierre de 2019. A lo anterior se suma una expansión promedio en el bimestre enero-febrero del 5,0% en la demanda de energía total, frente al 3,7% del cuarto trimestre.

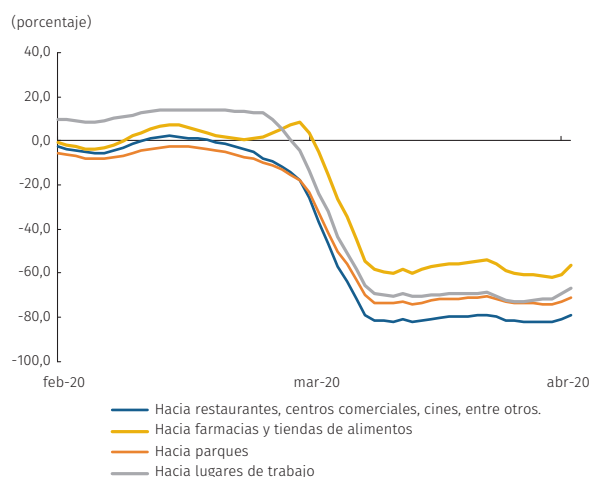
Sin embargo, con información a marzo se observa un quiebre profundo en estas tendencias, asociado con la situación de emergencia sanitaria que experimenta Colombia y la gran mayoría de países del mundo. En efecto, en marzo la demanda de energía total decreció 0,6%, con registros inferiores al -9,0% en las dos últimas semanas del mes (semanas 13 y 14) (Gráfico 3.16). Dentro de la demanda no regulada de energía, se encuentran contracciones en varias ramas de actividad en estas mismas semanas, donde alojamiento y servicios de comida, y actividades artísticas, de entretenimiento y recreación presentaron disminuciones pronunciadas. A lo anterior se suman las fuertes caídas en marzo de la confianza del consumidor, la industrial y la comercial, según lo mide Fedesarrollo (Gráfico 3.17), así como en el número de vehículos matriculados (-38,9%), según cifras del RUNT, y las severas reducciones de las transacciones en el comercio a finales del mes, de acuerdo con las cifras de varios bancos comercia-

Gráfico 3.17
Índices de confianza de los consumidores, industrial y comercial



Fuente: Fedesarrollo.

Gráfico 3.18
Reportes de tendencias de movilidad en Colombia discriminados por lugar de destino



Nota: corresponde al promedio móvil de siete días.

Fuentes: Google LLC "Google COVID-19 Community Mobility Reports, consultado en: <https://www.google.com/covid19/mobility/> Accessed: <29/04/2020>

les. Esto, además, estaría confirmándose con el indicador del pulso económico regional¹⁰ del Banco de la República, el cual mostró una importante reducción en marzo y con diferentes indicadores de movilidad (Gráfico 3.18).

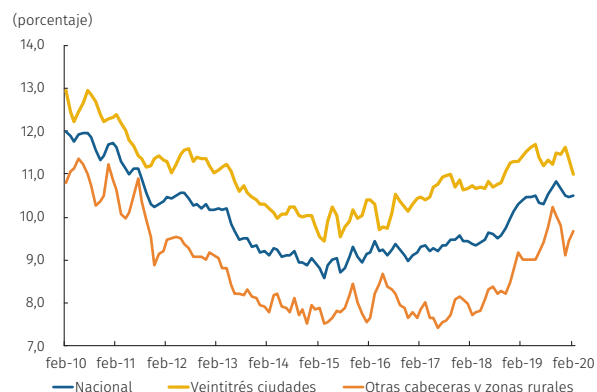
El aumento del riesgo de contagio comenzó a alterar el comportamiento de los consumidores a comienzos de marzo, reflejándose en cambios en sus patrones de gasto. El consumidor promedio empezó a privilegiar las compras de artículos de primera necesidad, como alimentos, medicinas y productos de aseo, en detrimento del gasto en bienes durables y semidurables, según lo sugieren algunos datos de transacciones de entidades financieras. Asimismo, se empezó a reducir el consumo de servicios de entretenimiento, diversión, restaurantes y hoteles, fenómeno reforzado por las disposiciones del Gobierno para prohibir la realización de eventos masivos y para disminuir las posibilidades de encuentro social, a partir del 12 de marzo. Estas tendencias se consolidaron con los simulacros regionales de cuarentena obligatoria y la disposición de aislamiento preventivo obligatorio nacional desde el 25 de marzo.

La estimación del crecimiento del PIB en estas circunstancias sin precedentes en Colombia es una tarea compleja y está sujeta a una incertidumbre excepcional. La multiplicidad de factores que hay que tener en cuenta, la limitación de información en tiempo real, la ausencia de episodios históricos comparables y la escasez de herramientas hacen que la estimación del dinamismo de la actividad económica tenga un mayor grado de complejidad. Para este informe, dicha estimación se realizó considerando el grado de afectación que estarían teniendo las medidas de aislamiento social y confinamiento en la demanda final y los consumos intermedios sectoriales, incorporados mediante una matriz insumo-producto (véase Recuadro 1).

Teniendo en cuenta un período de aislamiento preventivo obligatorio de siete días en todo el país en marzo, junto con la información disponible sobre el comportamiento del gasto en este período, el equipo técnico del Banco de la República estima que el PIB del primer trimestre se habría expandido a una tasa anual del 2,0%. Para efectuar esta estimación se supuso que en marzo el grueso del impacto de la emergencia sanitaria se habría dado sobre el consumo privado y, en menor medida, sobre las exportaciones e importaciones. Se considera que el choque no alcanzó a afectar las cifras de inversión y de consumo público de manera relevante, algo que sí se reflejaría más adelante. Desde el punto de vista sectorial, las ramas más afectadas por el inicio del aislamiento preventivo habrían sido las actividades artísticas y de recreación, alojamiento y servicios de comida. Con lo anterior, para el primer trimestre de 2020 se estima que el aislamiento habría generado una fuerte desace-

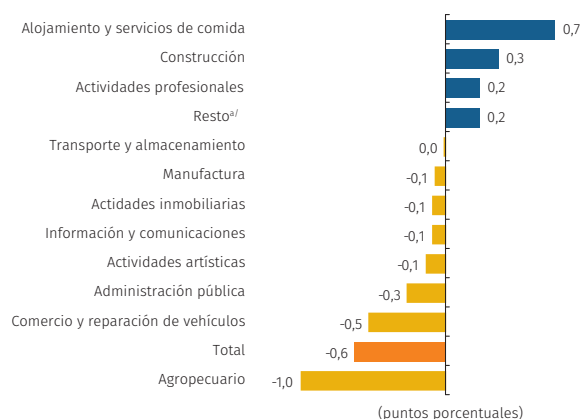
10 Los Indicadores nacionales y regionales incluidos en el pulso económico regional del Banco de la República son contruados a partir de sondeos realizados desde las diferentes sucursales regionales del país, a empresarios, directivos y administradores de establecimientos comerciales, financieros, industriales, gremios y otros contactos regionales; así como de la información disponible.

Gráfico 3.19
Tasa de desempleo (feb-10 a feb-20)
(trimestre móvil desestacionalizado)



Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.20
Contribución a la variación anual del empleo
Total nacional (feb-19 a feb-20)



a/ Incluye las actividades asociadas con la extracción de minas y canteras, el suministro de electricidad, gas y agua, y las actividades financieras y de seguros.
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

lación de la demanda interna y una caída en su nivel (aunque habría continuado creciendo a tasas anuales superiores a las del PIB). El pronóstico de crecimiento del PIB para el segundo trimestre implica una revisión a la baja significativa frente a la presentada en el informe anterior (superior al 3,0%).

3.3 Mercado laboral¹¹

A febrero de 2020, cuando la emergencia sanitaria del Covid-19 aún no afectaba al país, se observaba estabilidad en la tasa de desempleo nacional, con una moderada recuperación en las ciudades y un deterioro en el sector rural. A finales de 2019 la tasa de desempleo (TD) para el total nacional se ubicó en 10,5%¹², con una variación de 0,4 pp y -0,2 pp frente a lo observado en diciembre de 2018 y en el tercer trimestre del año anterior, respectivamente. En febrero de 2020 este indicador mostraba una relativa estabilidad en el total nacional, aunque con un comportamiento heterogéneo entre los dominios geográficos (Gráfico 3.19). En el caso de las 23 ciudades y sus áreas metropolitanas, la TD había disminuido 0,6 pp con respecto a diciembre de 2019, y su comportamiento era acorde con un mayor crecimiento económico (3,4% en el cuarto trimestre de 2019) y con las recientes señales de recuperación, según los índices de vacantes y de contratación de ese momento. Por su parte, las otras cabeceras y zonas rurales continuaban mostrando un deterioro en su mercado laboral, al registrar un aumento en la TD como resultado de una contracción de la demanda laboral, medida por la tasa de ocupación (TO). Este incremento de la TD había sido parcialmente mitigado por reducciones de la oferta laboral (TGP) en dicho grupo.

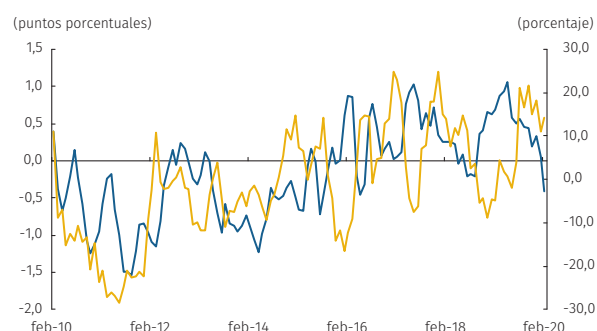
Antes de la emergencia sanitaria, los sectores de alojamiento, servicios de comida y construcción eran los que concentraban la generación de nuevo empleo en el país, mientras que el empleo en el sector agropecuario era el de más fuerte contracción. En el trimestre móvil terminado en febrero, se observaba que el crecimiento del empleo en las ciudades estaba, sobre todo, liderado por el segmento formal, puesto que sus tasas de contrataciones completaban varios meses consecutivos por encima de la de separaciones. A su vez, el empleo informal urbano también registraba una mejoría. La generación de nuevo empleo en el país estuvo liderada por los sectores de alojamiento, servicios de comidas y construcción, que en conjunto contribuyeron en 1,1 pp al crecimiento anual de los ocupados (Gráfico 3.20). Sin embargo, el número de ocupados en el nivel nacional registró una caída de 0,6% con respecto

¹¹ En el momento en que se desarrollaba la reunión ordinaria de la Junta Directiva del Banco de la República de abril, se publicaron los datos del mercado laboral correspondientes al mes de marzo.

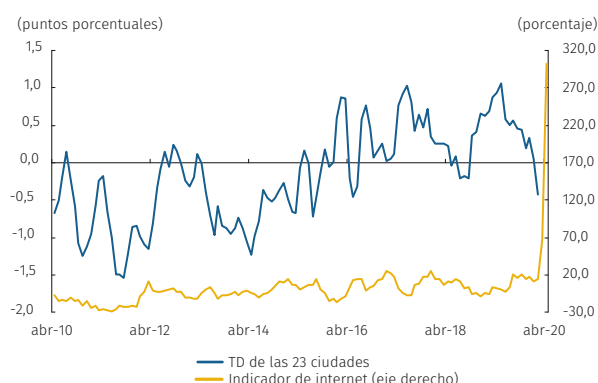
¹² Las series del mercado laboral presentan estacionalidad, es decir que sus valores son sistemáticamente más altos o bajos dependiendo de la época del año y, por tanto, este fenómeno debe corregirse mediante técnicas estadísticas para poder hacer comparaciones entre meses del mismo año. Por tal razón, la información presentada en esta sección está desestacionalizada y corresponde al trimestre móvil de las series, dada la representatividad estadística que tienen las cifras de algunos dominios geográficos en la GEIH.

Gráfico 3.21
Variación anual de la TD (23 ciudades) e Indicador de internet^{a/}

A. Datos a febrero de 2020



B. Datos a abril de 2020



Nota: con información disponible hasta el 24 de abril de 2020, el índice de búsquedas mostraba un crecimiento anual de 301,8% con respecto a abril del año anterior.

a/ Este indicador refleja el interés de búsqueda de la palabra "desempleo" en relación con el valor máximo del gráfico en Colombia desde 2007.

Fuentes: DANE (GEIH) y Google Trends; cálculos del Banco de la República.

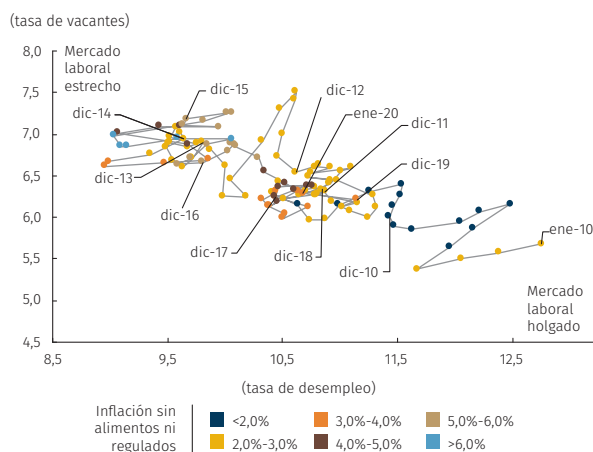
a igual período de 2019. Esto obedeció, principalmente, a una contracción del empleo rural en el sector agropecuario, explicada por las actividades asociadas con la explotación mixta (agrícola y pecuaria), los servicios de apoyo y la ganadería, en donde el empleo asociado con la cría de ganado bovino se habría visto afectado en mayor medida por la descertificación del país como libre de fiebre aftosa, en algunos períodos, y por el cierre de algunos mataderos nacionales desde 2016.

Las medidas adoptadas por el país para contrarrestar los efectos de la pandemia del Covid-19 cambiarían significativamente las condiciones del mercado laboral, afectando en mayor medida el empleo urbano e informal. La declaración de emergencia sanitaria luego de confirmarse la presencia del Covid-19 en Colombia, y en particular las medidas de confinamiento que se han dispuesto para mitigar el contagio del virus implicarían efectos adversos sin precedentes sobre el dinamismo de la actividad económica y, por tanto, sobre el ritmo de creación y destrucción de empleos en el país. Si bien es cierto que muchos sectores se han visto afectados por las restricciones de movilidad, se espera que el mayor impacto lo reciban las actividades de comercio, alojamiento, transporte y entretenimiento; las cuales en febrero de 2020 representaban el 43% y 48% del empleo nacional y urbano, respectivamente. A diferencia de otros períodos de contracción económica en el país, se espera que la caída de la ocupación se refleje no solo en un incremento en la tasa de desempleo, sino también en un aumento de la de inactividad, por cuenta de la imposibilidad de buscar trabajo. Asimismo, a diferencia de otros períodos de recesión, las medidas de aislamiento social y restricciones a la movilidad impedirían que el trabajo por cuenta propia e informal funcione como amortiguador; por el contrario, este sería uno de los segmentos más afectados y vulnerables a caídas de su ingreso disponible. Existe una alta incertidumbre sobre la magnitud del impacto que esta emergencia tendrá sobre el empleo, pues depende de la profundidad y duración de la contracción en la actividad económica, que a su vez es función de la intensidad y prolongación de las medidas de aislamiento. En todo caso, cifras en tiempo real asociadas con el mercado laboral en otros países (solicitudes de subsidios de desempleo, búsquedas en internet, afiliaciones a seguridad social, etc.) ya muestran señales de importantes deterioros en sus mercados laborales. Para Colombia, indicadores de internet ya muestran incrementos significativos de búsquedas de palabras asociadas con el desempleo (Gráfico 3.21)¹³.

Los efectos de la emergencia sanitaria y sus implicaciones sobre el empleo mantendrían el mercado laboral urbano holgado y, por tanto, no sería una fuente de presiones inflacionarias vía costos salariales. Con información disponible a enero de 2020, el indicador de estrechez en el mercado laboral, defini-

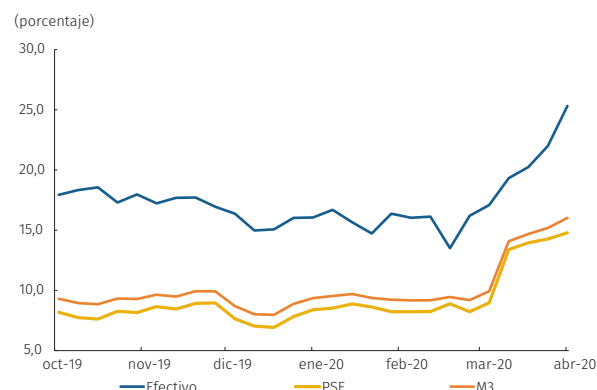
13 Para un análisis más detallado de la reciente evolución del mercado laboral, lo invitamos a consultar el *Reporte del Mercado Laboral* del Banco de la República, disponible en <https://www.banrep.gov.co/es/reporte-mercado-laboral>, cuya edición estará enfocada en los posibles efectos que la pandemia del Covid-19 tendría sobre los principales indicadores del mercado laboral colombiano.

Gráfico 3.22
Curva de Beveridge para las 7 ciudades principales



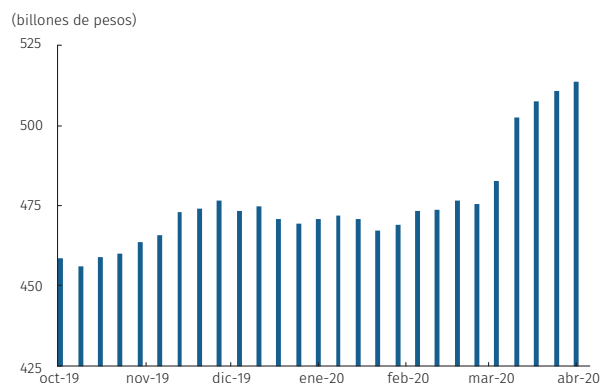
Nota: series desestacionalizadas. Trimestre móvil. Se usa la tasa de vacantes estimada por la metodología de contrataciones de la GEIH, véase Morales, L. F., y Lobo, J. (2017). *Estimating Vacancies from Firms' Hiring behavior: The Case of a Developing Economy*. Borradores de Economía, núm. 1017. Fuente: DANE (GEIH) y Banco de la República.

Gráfico 3.23
Agregados monetarios semanales (variación anual)



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.24
Pasivos sujetos a encaje (PSE) (saldo)



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

do como la razón entre vacantes y número de desempleados, mostraba un leve incremento en el margen. No obstante, al ubicar estos datos en la curva de Beveridge (Gráfico 3.22), en la que se relaciona la tasa de vacantes con la tasa de desempleo, se evidenciaba un mercado laboral situado alrededor de un punto medio, bajo el cual se mantenía holgado. Como la emergencia sanitaria involucraría un deterioro del mercado laboral y una disminución transitoria en el ingreso laboral de algunos segmentos, este continuaría estando holgado durante 2020, y no sería fuente de presiones inflacionarias vía costos salariales. Sin embargo, la creciente incertidumbre acerca de la profundidad y duración de dicho deterioro se manifestaría en un alto grado de incertidumbre sobre la magnitud de la holgura del mercado laboral en 2020.

3.4 Mercado monetario y financiero

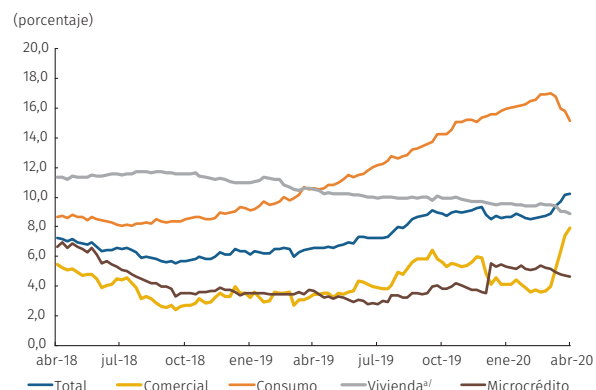
Desde finales de marzo la demanda por liquidez de los diferentes agentes de la economía aumentó, hecho que se vio reflejado en el incremento de depósitos a la vista y el efectivo (gráficos 3.23 y 3.24). El choque negativo conjunto (Covid-19 y caída del precio del petróleo) que está enfrentando la economía colombiana ha llevado a que los agentes presenten una mayor preferencia por recursos líquidos, lo cual se ha reflejado en mayores tasas de crecimiento de cuentas corrientes, de ahorro y efectivo, mientras que la demanda de depósitos a plazo (CDT y Bonos) se ha moderado significativamente¹⁴.

En marzo el crédito comercial se aceleró, mientras que los desembolsos a los hogares disminuyeron (Gráfico 3.25). El choque generado por la crisis sanitaria ha tenido un impacto en la demanda de crédito por parte de los hogares, lo cual se ha traducido en una desaceleración de la cartera de consumo y de vivienda. Por su parte, en lo corrido del segundo trimestre el crédito comercial ha experimentado un repunte importante, probablemente relacionado con la mayor demanda de recursos líquidos por parte del sector empresarial. En este entorno, las tasas de interés para los hogares no registran patrones definidos en su dinámica reciente, exceptuando el descenso observado en la de tarjetas de crédito (gráficos 3.26 y 3.27). Las tasas de interés de los créditos comerciales preferenciales y de construcción aumentaron, y las otras comerciales se mantuvieron relativamente estables.

El Banco de la República ha aumentado de forma significativa la liquidez para garantizar el buen financiamiento del sistema de pagos y de los mercados de deuda pública y de crédito. En este contexto, las políticas de liquidez en pesos del Banco de la República se han centrado en cinco frentes. En primer lugar, se ha incrementado de forma sustancial el monto y el plazo de la liquidez a la que tienen acceso los agentes del sistema

¹⁴ Entre el 28 de febrero y el 10 de abril las cuentas corrientes y los depósitos de ahorro aceleraron su crecimiento anual de 8,3% a 32,0% y de 10,7% a 22,4%, respectivamente. En el mismo periodo el efectivo pasó de 13,5% a 25,3%; por su parte, el crecimiento de los depósitos a plazo pasó de 6,9% a 3,5%

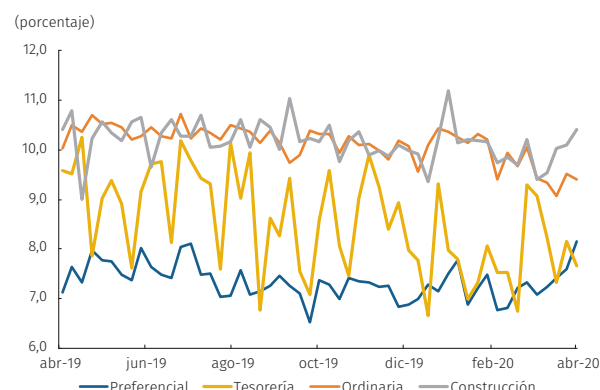
Gráfico 3.25
Cartera bruta en moneda nacional semanal
(variación anual)



a/ Vivienda ajustada: cartera bancaria más titularizaciones.

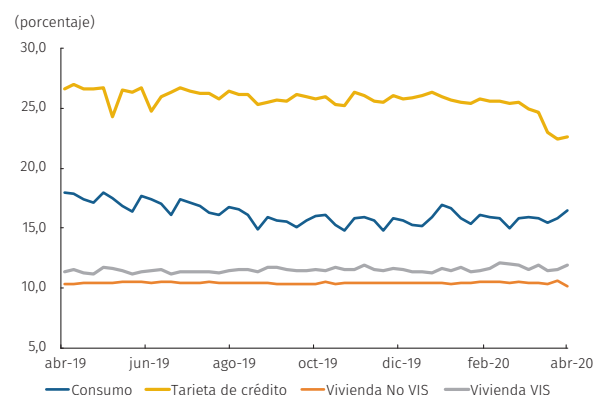
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.26
Tasas de interés comerciales semanales
(promedios ponderados)



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3.27
Tasas de interés de los hogares semanales
(promedios ponderados)



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

financiero, con el fin de que todos los pagos de la economía continúen haciéndose de forma oportuna. En segundo lugar, se ha permitido el uso de papeles de deuda privada calificada (como CDT, bonos ordinarios, papeles comerciales, entre otros) en las operaciones de expansión transitoria con el fin de ampliar el conjunto de activos elegibles para la obtención de liquidez por parte del sistema financiero. En tercer lugar, se permitió el acceso a las subastas de repos de expansión transitoria a un grupo más amplio de entidades financieras. En cuarto lugar, se autorizó la inyección permanente de liquidez a la economía mediante la compra definitiva de títulos de deuda pública y de títulos emitidos por establecimientos de crédito (certificados de depósito a término y bonos ordinarios) a un amplio conjunto de agentes financieros. Finalmente, y acorde con las políticas encaminadas a proveer una mayor liquidez, se redujeron los coeficientes de encaje y se permitió el uso de los Títulos de Solidaridad en las operaciones de liquidez. Así, la liquidez del sistema se ha mantenido significativamente holgada con la tasa de interés a un día situándose muy cerca, aunque en algunas ocasiones un poco por debajo, de la tasa de interés de política en lo corrido del segundo trimestre¹⁵. Un análisis detallado de las medidas adoptadas por la JDBR y otras implementadas por el Gobierno Nacional y la Superintendencia Financiera se presenta en el Recuadro 2, p. 46.

La mayor liquidez otorgada por el Banco de la República, la menor tasa de interés de política, y las medidas del Gobierno para incentivar el crédito están encaminadas a mitigar el choque negativo producto de la crisis sanitaria. De manera adicional a las medidas de liquidez adoptadas por el Banco de la República, el Gobierno Nacional dispuso nuevas líneas de crédito y un programa de garantías de apoyo a las empresas para capital de trabajo y consolidación de pasivos¹⁶. Además, el Gobierno, en cabeza del Fondo Nacional de Garantías, ofrecerá coberturas entre 70% y 90% del valor de los créditos entregados a trabajadores independientes, *fnitech*, microempresas y pymes. Finalmente, la Superintendencia financiera ajustó, temporalmente, la regulación para aliviar la carga financiera, flexibilizar los requerimientos de solvencia y agilizar los pagos electrónicos¹⁷. En conjunto, estas medidas deberían contribuir a mitigar el choque negativo que ha afectado a la economía colombiana, garantizando niveles amplios de liquidez y condiciones favorables de crédito.

15 Entre el 19 de marzo y el 17 de abril los promedios de la tasa interbancaria (TIB) y el indicador bancario de referencia *overnight* (IBR) fueron menores en 11 pb y 12 pb, respectivamente, frente al registrado por la tasa de política.

16 Un mayor detalle de los cupos de cada línea y de las condiciones financieras se encuentra en: https://www.supersociedades.gov.co/delegatura_aec/Documents/2020/CUADRO-LINEAS-CREDITO-OK.pdf, y en <https://www.bancoldex.com/soluciones-financieras/lineas-de-credito> <https://innpulsacolombia.com/es/entrada/actualizado-ministerio-de-comercio-e-innpulsa-colombia-presentan-lineas-de-credito>

17 Circulares externas 7 a 10, y 14, expedidas entre el 17 y el 30 de marzo.

Recuadro 1 Aproximación al impacto del aislamiento preventivo sobre el crecimiento del PIB en 2020

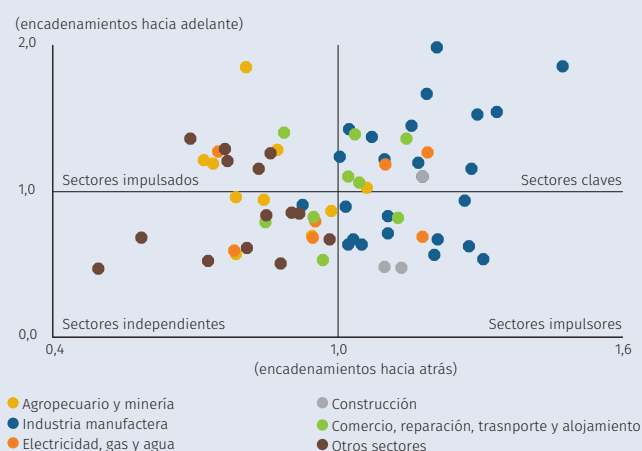
Juan Pablo Cote
Carlos Daniel Rojas*

La economía colombiana, al igual que el resto del mundo, enfrenta un choque sin precedentes en la historia reciente como consecuencia de la pandemia del Covid-19. Las medidas de aislamiento preventivo, tanto obligatorias como voluntarias, han generado que la actividad económica de diversos sectores se reduzca drásticamente. De ello da cuenta el comportamiento de diversos indicadores sectoriales observados en las primeras semanas del aislamiento, discutidos en detalle en el capítulo 3 del presente informe.

Como se ha mencionado, el cálculo de los posibles impactos del aislamiento social en el crecimiento económico de 2020 está afectado por un importante grado de incertidumbre. Debido a ello, los intervalos de pronóstico presentados en este informe, en particular para el año completo, se derivaron de diversos modelos tanto estáticos como dinámicos. Este recuadro presenta uno de los ejercicios realizados por el equipo técnico para cuantificar dichos impactos, con el uso de una herramienta que, aunque estática en su forma más básica, permite considerar aspectos que omiten las metodologías usuales de proyección¹. En particular, las medidas de aislamiento han generado reducciones severas de las demandas de ciertos sectores económicos y cierres de algunos mercados de servicios, lo que limita la operatividad total de los mecanismos usuales de oferta y demanda. En este sentido, el enfoque utilizado en este recuadro se basa en un modelo insumo-producto que utiliza la estructura económica de la base 2015 de las cuentas nacionales. Este método permite abarcar un gran número de sectores y los efectos por encadenamientos causados por reducciones drásticas y excepcionales en sus demandas. No obstante, a la fecha de escritura de este texto existe una incertidumbre significativa sobre diversos factores, como la duración de las medidas, el grado de afectación de los sectores económicos, la evolución de la pandemia en el país, la gradualidad en el retorno de las actividades económicas, entre muchos otros, y por ello los resultados obtenidos en este recuadro se limitan a ser simulaciones de escenarios posibles con base en supuestos que se consideraron razonables, dadas las condiciones actuales.

La matriz insumo-producto es una herramienta de análisis que permite, entre otros usos, estudiar los impactos totales sobre la producción, que se derivan de cambios en la demanda final y en el valor agregado de cada sector. Además de los impactos directos asociados con los choques en la demanda final o en el valor agregado, esta metodología permite considerar los impactos indirectos que se derivan de los encadenamientos que cada sector tiene con los demás sectores de la economía. Los sectores productivos se pueden clasificar en función del tipo de encadenamientos que tienen, así: sectores clave (cuyos encadenamientos hacia adelante y hacia atrás son importantes); sectores impulsados (con fuertes encadenamientos hacia adelante, pero bajos encadenamientos hacia atrás); sectores impulsores (cuya demanda intermedia de otros sectores es importante, pero no al contrario), y sectores independientes (con poca vinculación relativa con el resto de los sectores económicos). En el Gráfico R1.1 se muestra esta clasificación, agrupando los sectores de acuerdo con algunas de las grandes ramas de producción registradas en las cuentas nacionales.

Gráfico R1.1
Clasificación sectorial según índices de encadenamientos^{a/}



a/ Se presentan índices normalizados respecto al encadenamiento promedio: un valor mayor que 1,0 corresponde a un encadenamiento por encima del promedio, mientras que uno menor a 1,0 corresponde a un encadenamiento por debajo del promedio.
Fuente: DANE; cálculos de los autores.

1. Metodología

El impacto que sobre el crecimiento económico de 2020 puede tener la emergencia sanitaria derivada del Covid-19 y de las medidas adoptadas para enfrentarlo dependerá de tres parámetros o supuestos: 1) la magnitud de los impactos sectoriales directos, 2) la duración del aislamiento social o cuarentena y 3) la velocidad de recuperación de la actividad económica. Una vez definidos estos parámetros, se obtienen los efectos finales sectoriales (directos e indirectos) que se aplican a un escenario contrafactual de crecimiento, sin los efectos derivados del brote del Covid-19².

* Los autores son profesionales del Departamento de Programación e Inflación del Banco de la República. Las opiniones contenidas en este recuadro son responsabilidad exclusiva de los autores y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

1 Para un análisis regional del impacto del Covid-19 en Colombia véase Bonet-Morón et al. (2020).

2 En el escenario contrafactual (base) se estimó que el crecimiento anual del PIB del segundo trimestre sería del 2,7%; es decir, aquel correspondiente a la ausencia de la emergencia sanitaria derivada del Covid-19 y del desplome del precio del petróleo. Este se obtuvo utilizando series trimestrales de las cuentas nacionales desestacionalizadas y ajustadas por efectos calendario, y con una metodología artesanal de pronóstico de crecimiento.

- a. **Impactos sectoriales directos.** Los efectos sectoriales se modelaron a través de la modificación del vector de demanda final que enfrenta cada sector, junto con el “cierre” de sectores específicos, buscando sintetizar la no operatividad de ciertos mercados³. Para el “cierre” sectorial se recurrió al método de *extracción hipotética* de los sectores de alojamiento y de actividades artísticas y de recreación⁴. Esta última estrategia, ampliamente utilizada en la medición de costos económicos de catástrofes⁵, consiste en la sustracción de sectores específicos mediante la eliminación de su demanda final y sus relaciones intersectoriales en la matriz, lo que permite cuantificar su impacto total dentro del producto⁶.

Si bien esta aproximación permite considerar las relaciones intersectoriales y los efectos indirectos implícitos⁷, la incertidumbre sobre las reducciones en la demanda final sectorial es muy amplia. Por ello, se consideraron rangos de impacto específicos que permitan abarcar distintas posibilidades razonables, los cuales fueron informados con la estructura del gasto de los hogares, la disminución de transacciones en el comercio, la parálisis reportada en obras de construcción y la reducción esperada en la producción y las exportaciones de bienes mineros, entre otros. Los cuadros R1.1 y R1.2 presentan los valores mínimo, máximo y más probable para cada uno de los rangos de impactos considerados en esta simulación. Así definidas, estas cifras permiten establecer distribuciones de probabilidad para los impactos en la demanda final sectorial⁸.

- b. **Duración del aislamiento**⁹. Se consideraron dos casos:

Caso 1. Las medidas de aislamiento más estrictas, cuyo impacto sectorial se especifica en el Cuadro R1.1, transcurren durante todo abril. Estas medidas se mantienen hasta el 11 de mayo, con un relajamiento en algunos sectores¹⁰ (Cuadro R1.2), y en junio se observaría una recuperación gradual hacia los niveles previos al choque, esto es, hacia el nivel de abril en ausencia del choque de la pandemia y del aislamiento

to consecuente¹¹. Nuestro tercer conjunto de supuestos determinará la gradualidad de la recuperación.

Caso 2. Las medidas de aislamiento más estrictas (Cuadro R1.1) transcurren durante abril y mayo. En junio se registraría una recuperación gradual hacia los niveles previos al choque.

En ambos casos el impacto positivo sobre el valor agregado sectorial del esfuerzo fiscal para enfrentar la emergencia se supuso concentrado en abril.

- c. **Velocidad de la recuperación.** La progresión de la apertura de la economía, la posterior situación financiera de las empresas y los niveles de confianza que resulten luego de las medidas de aislamiento más estrictas son, a la fecha, magnitudes inciertas. No obstante, tomando como referencia los escenarios más aceptados por el consenso de los analistas sobre la posible evolución de la pandemia, la velocidad de recuperación se resume en dos parámetros: el primero consiste en la recuperación de la demanda en junio, expresada como porcentaje del choque del período de aislamiento estricto, y el segundo corresponde al tiempo que le tomará a la economía retornar a los niveles previos a la crisis (Cuadro R1.3). Si bien son parámetros que no consideran relaciones explícitas con supuestos externos o con la dinámica de distintos fundamentales del crecimiento, sí permiten capturar la gradualidad de la recuperación económica, ya sea por histéresis derivadas del aislamiento o por la incertidumbre sobre las disposiciones de aperturas sectoriales paulatinas. Nótese que esto omite casos de nuevas cuarentenas en la segunda mitad del año, al igual que aquellos con una recuperación muy rápida hacia los niveles previos a la crisis.

2. Resultados

Con el anterior conjunto de parámetros y sus posibles valores considerados, se realizó un ejercicio de simulación de Montecarlo con 300.000 iteraciones para obtener una distribución de las posibles realizaciones de dichos escenarios. Los rangos de variación por grandes ramas se presentan en el Cuadro R1.4 y los crecimientos generados para el segundo trimestre y todo el año, en los gráficos R1.2 y R1.3. Si bien la dispersión es amplia, todas las simulaciones indican una profunda caída de la actividad económica para el segundo trimestre de 2020 y para el año completo.

Por último, es importante señalar una de las limitaciones de este análisis. En las anteriores simulaciones se supuso estabilidad en los coeficientes de consumos intermedio de la matriz insumo-producto para los sectores que no se “cerraron”, lo cual es discutible dadas las medidas implementadas en algunos de ellos para mantener su operación como, por ejemplo, en aquellos donde la generación de valor no depende estrictamente de la presencia en el lugar de trabajo.

3 Los detalles metodológicos de este tipo de aproximaciones pueden consultarse en Miller y Blair (2009).

4 Al ser estos sectores, por su naturaleza social y de aglomeración, los más afectados por las medidas adoptadas por el Gobierno para la contención de la pandemia

5 Para una revisión véase Galbusera y Giannopoulos (2018).

6 Ello implica calcular una matriz inversa de Leontief distinta a la original.

7 Una gran cantidad de literatura económica ha demostrado la transmisión de choques por impactos vía cadenas productivas en sectores sin afectación directa. Véase, entre muchos otros, Acemoglu *et al.* (2012), Carvalho *et al.* (2016) o Boehm *et al.* (2019).

8 Se siguieron distribuciones PERT por sus parámetros fácilmente interpretables.

9 Hace referencia a las medidas de aislamiento social preventivo obligatorio definidas en principio por el Decreto 457 de 2020 expedido por el Gobierno Nacional y modificadas por los decretos 531 y 593 de 2020.

10 Los sectores de alojamiento, y de actividades artísticas y de recreación se suponen cerrados durante abril y mayo en los dos casos.

11 Este nivel se obtiene a partir del escenario contrafactual de crecimiento planteado para el segundo trimestre del año, antes del choque.

Cuadro R1.1
Niveles supuestos de demanda sectorial final
(aislamiento estricto)

Sector/subsector	Más probable	Mínimo (porcentaje)	Máximo
Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca			
Café	100	80	100
Otros cultivos	120	120	130
Ganadería	100	90	110
Otros	100	90	110
Explotación de minas y canteras			
Extracción de carbón	85	85	95
Extracción de petróleo y gas	85	85	95
Otros	85	85	95
Industria manufacturera			
Alimentos y bebidas (excepto productos de café)	120	110	130
Productos de café	100	100	100
Coquización y refinación	20	20	30
Fabricación de productos farmacéuticos	110	100	120
Otros	10	10	20
Electricidad, gas y agua			
	110	110	120
Construcción			
Edificaciones	40	30	50
Obras civiles	60	50	70
Actividades especializadas	40	40	60
Comercio, reparación, transporte y alojamiento			
Comercio y reparación	35	25	35
Transporte terrestre y por tuberías	35	35	55
Transporte acuático	20	20	30
Transporte aéreo	0	0	10
Almacenamiento y actividades complementarias	90	90	90
Mensajería	120	120	130
Servicios de comida	10	10	20
Alojamiento		Cerrado	
Información y comunicaciones			
	135	135	135
Actividades financieros y de seguros			
	95	95	95
Actividades inmobiliarias			
	90	90	95
Actividades profesionales			
	90	90	95
Administración pública, educación y salud			
Administración pública	100	100	110
Educación de mercado	90	90	90
Educación de no mercado	100	100	100
Salud	140	130	140
Actividades artísticas y de recreación			
Actividades artísticas y de recreación		Cerrado	
Hogares como empleadores	60	50	70

Fuente: cálculos de los autores.

Cuadro R1.2

Niveles supuestos de demanda sectorial final
(adicionales en primeros días de mayo)

Sector/subsector	Más probable	Mínimo (porcentaje)	Máximo
Industria manufacturera			
Productos textiles, de cuero y prendas de vestir	90	90	100
Transformación de madera y fabricación de productos de madera	90	90	100
Transformación de madera y productos de papel y cartón	90	90	100
Fabricación de productos químicos	90	90	100
Fabricación de productos de metal	90	90	100
Fabricación de aparatos y equipo eléctrico	90	90	100
Fabricación de maquinaria y equipo	90	90	100
Coquización y refinación	50	50	60
Construcción			
Edificaciones	90	90	100
Obras civiles	90	90	100
Actividades especializadas	90	90	100
Comercio, reparación, transporte y alojamiento			
Transporte terrestre y por tuberías	45	45	65

Fuente: cálculos de los autores.

Cuadro R1.3

Velocidades supuestas de recuperación

	Más probable	Mínimo (porcentaje)	Máximo
Relajamiento posterior	33,3% del choque	20,0% del choque	60,0% del choque
Número de meses en retornar a los niveles previos ^{a/}	9 meses	6 meses	24 meses

a/ Esta velocidad se establece una vez termina el período de aislamiento más estricto. Así, en el Caso 1 es desde mayo y en el Caso 2 desde junio.

Fuente: cálculos de los autores.

Cuadro R1.4

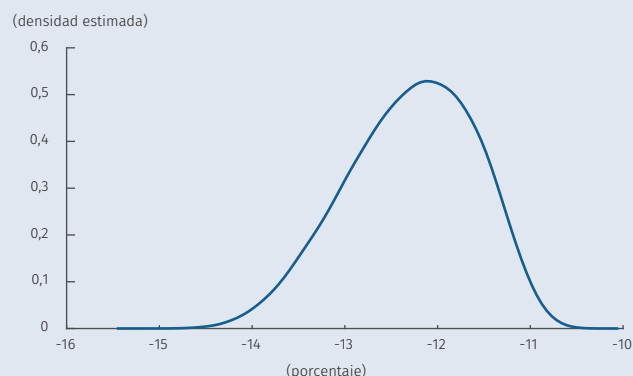
Crecimiento anual simulado por rama de actividad, segundo trimestre de 2020

Rama de actividad	Rango (95% de probabilidad) (porcentaje)	
	Caso 1	Caso 2
Agropecuaria, silvicultura, caza y pesca	[0,6; 2,7]	[0,1; 2,7]
Explotación de minas y canteras	[-10,7; -7,5]	[-14,7; -11,4]
Industria manufacturera	[-13,1; -10,7]	[-21,7; -18,2]
Electricidad, gas y agua	[-0,6; 0,7]	[-2,1; -0,4]
Construcción	[-17,3; -13,5]	[-40,8; -31,4]
Comercio, reparación, transporte y alojamiento	[-38,4; -30,2]	[-47,8; -41,8]
Información y comunicaciones	[1,8; 3,0]	[2,6; 3,4%]
Actividades financieras y de seguros	[-7,1; -5,7]	[-11,7; -9,7]
Actividades inmobiliarias	[-7,7; -6,1]	[-12,0; -9,5]
Actividades profesionales, científicas y técnicas	[-12,0; -9,9]	[-15,0; -12,6]
Administración pública y defensa, educación y salud	[3,1; 4,6]	[2,8; 4,6]
Actividades artísticas, de entretenimiento y recreación	[-69,0; -60,0]	[-70,2; -61,7]

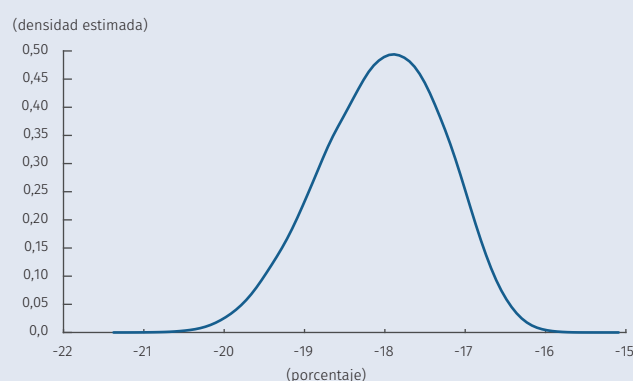
Fuente: cálculos de los autores.

Gráfico R1.2
Densidades para la variación anual del PIB, segundo trimestre de 2020

A. Caso 1



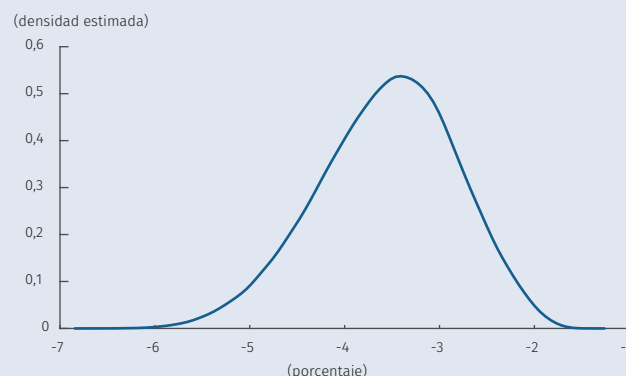
B. Caso 2



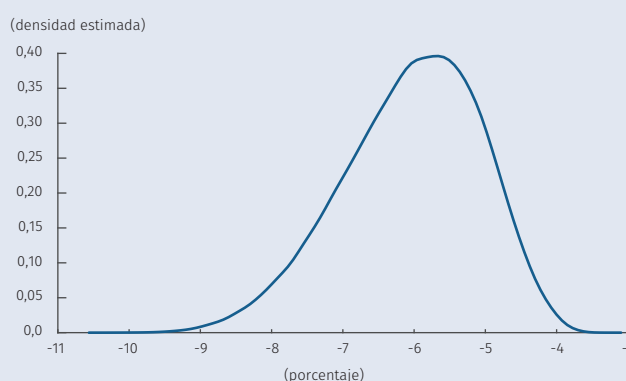
Fuente: cálculos de los autores.

Gráfico R1.3
Densidades para la variación anual del PIB, 2020

A. Caso 1



B. Caso 2



Fuente: cálculos de los autores.

Referencias

- Acemoglu, D.; Carvalho, V. M.; Ozdaglar, A.; Tahbaz-Salehi, A. (2012). "The Network Origins of Aggregate Fluctuations." *Econometrica*, vol. 80, núm. 5, pp. 1977-2016.
- Boehm, C. E.; Flaaen, A.; Pandalai-Nayar, N. (2019), "Input Linkages and the Transmission of Shocks: Firm-Level Evidence from the 2011 Tohoku Earthquake", *Review of Economics and Statistics*, vol. 101, núm. 1, pp. 60-75.
- Bonet-Morón, J.; Ricciulli-Marín, D.; Pérez-Valbuena, G.; Galvis-Aponte, L.; Haddad, E.; Araújo, I.; Perobelli, F. (2020). "Impacto económico regional del Covid-19 en Colombia: un análisis insumo-producto", Documentos de Trabajo sobre Economía Regional y Urbana [por publicar], Banco de la República.
- Carvalho, V. M.; Nirei, M.; Saito, Y.; Tahbaz-Salehi, A. (2016). "Supply Chain Disruptions: Evidence from the Great East Japan Earthquake", Columbia Business School Research Paper, núm. 17-5.
- Galbusera, L.; Giannopoulos, G. (2018). "On input-output Economic Models in Disaster Impact Assessment", *International Journal of Disaster Risk Reduction*, vol. 30, pp. 186-198.
- Miller, R. E.; Blair, P. D. (2009). *Input-Output Analysis: Foundations and Extensions*. Cambridge University Press.

Recuadro 2

Medidas que ha implementado la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) para enfrentar los efectos del Covid-19 sobre la economía colombiana

Luis Hernán Calderón*

Desde finales del primer trimestre de 2020 la economía colombiana enfrenta un choque sin precedentes en su historia: la pandemia del Covid-19 y sus efectos negativos sobre la oferta y demanda agregadas del país. En el mundo este choque también generó una caída en la demanda de petróleo, mucho más acentuada que las reducciones en la oferta de este bien anunciadas por sus principales productores. Como resultado, el precio internacional del petróleo se desplomó a niveles históricamente bajos y los pronósticos de los analistas sugieren que, en lo que resta del año, seguirían en niveles muy inferiores a los registrados en 2019. A esto se suma la caída esperada en las remesas que envían los colombianos desde el exterior, debido a la posible pérdida de sus empleos, y las menores exportaciones originadas por la debilidad de la demanda externa.

Esta combinación de factores conlleva una reducción significativa del ingreso nacional y un deterioro importante de las finanzas públicas. Ante esto, las medidas de riesgo soberano del país se han incrementado, el peso se ha depreciado frente al dólar, los títulos de deuda (pública y privada) se han desvalorizado y las empresas y los hogares han incrementado su preferencia por liquidez. El cierre de muchos sectores económicos, las presiones crecientes sobre el flujo de caja de las empresas, el deterioro del mercado laboral y su impacto negativo sobre los ingresos de los hogares y la incertidumbre sobre la duración de la pandemia, entre otros, se ha reflejado en una mayor percepción del riesgo en los mercados financieros y en una reticencia a originar cartera para un grupo amplio de agentes.

Por lo anterior, en este recuadro se explican las medidas que, hasta el momento, ha implementado la JDBR para enfrentar los efectos económicos del Covid-19. También se enuncian algunas disposiciones en materia de crédito, ga-

rantías y regulación fijadas por el Gobierno Nacional, las administraciones locales y la Superintendencia Financiera.

1. Objetivos de las medidas adoptadas por la JDBR

Ante los efectos económicos del Covid-19, las políticas implementadas por la JDBR han estado orientadas al logro de los siguientes objetivos:

- **Garantizar el funcionamiento adecuado del sistema de pagos.** Velar porque intermediarios financieros, firmas y hogares cuenten con la liquidez necesaria para cumplir con sus obligaciones. Esto es esencial para mantener la confianza de todos los agentes y atenuar la volatilidad y la incertidumbre en la economía y los mercados financieros.
- **Contribuir a que se mantenga la oferta de crédito a hogares y empresas.** Para ello se necesita que los intermediarios financieros cuenten con el fondeo suficiente, lo cual requiere, a su vez, un suministro adecuado de liquidez.
- **Contribuir a la estabilización de mercados claves, como el cambiario y el de títulos públicos y privados.** Estos son esenciales para la transmisión de la política monetaria y para el financiamiento del gobierno y del sistema financiero.
- **Sostener la actividad económica.** Para hacerlo, es necesario lograr los anteriores objetivos ya que, sin ellos, la efectividad de la política monetaria para impulsar a la economía puede verse seriamente limitada. La transmisión efectiva de la política monetaria requiere que los mercados financieros operen en las condiciones más normales posibles.

2. Medidas adoptadas por la JDBR

Para alcanzar los objetivos mencionados, la JDBR ha implementado las siguientes medidas:

- Ampliación de los montos, contrapartes, garantías y plazos de las operaciones de expansión transitoria (repos) del Banco de la República.** Con esto se busca expandir la liquidez de la economía y su capacidad de dispersarla. La extensión de plazos brinda más certeza a los intermediarios sobre la disponibilidad de dichos recursos. Así, se busca asegurar el funcionamiento adecuado del sistema de pagos y la oferta de crédito. Los cupos se elevaron a COP 23,5 billones¹, los cuales se han reducido conforme se han realizado las compras definitivas de títulos de deuda pública y privada y; en las subastas, además de los establecimientos de crédito usualmente convocados², se autorizaron como

* El autor es profesional experto sector financiero del Departamento de Programación e Inflación del Banco de la República. Se agradecen los valiosos comentarios de Hernando Vargas, Pamela Cardozo y Carlos Huertas. Las opiniones contenidas en este recuadro son responsabilidad exclusiva del autor y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

1 Ver comunicado del 18 de marzo en: <https://www.banrep.gov.co/es/banco-republica-refuerza-medidas-para-asegurar-liquidez-economia-pesos-y-dolares>

2 Las sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías (SAPC), sociedades comisionistas de bolsa (SCB), sociedades fiduciarias (SF), sociedades administradoras de inversión (SAI), las aseguradoras, el Fondo Nacional del ahorro (FNA), la Financiera de Desarrollo Nacional (FDA) y las sociedades titularizadoras.

admisibles títulos de deuda privada³ que se suman a los habituales de deuda pública y se extendieron los plazos de repos hasta noventa días⁴.

Los cupos de liquidez transitoria han sido holgados. El pasado 24 de abril su utilización con respecto al valor de la subasta representó el 33,2%, con un saldo de COP 7,8 billones. De este monto, 17,3% fue perfeccionado con títulos de deuda privada, y por plazos se distribuyó así: 77,2% a sesenta días, 17,2% a treinta días, 5,3% a un día y 0,3% a noventa días.

- b. Compras definitivas de títulos públicos y privados.** Con esto se busca contribuir a estabilizar mercados claves para la transmisión de la política monetaria y proveer liquidez amplia que soporte el sistema de pagos y la oferta de crédito. Por tratarse de compras definitivas, estas operaciones brindan liquidez por períodos prolongados y reducen la incertidumbre de los intermediarios financieros sobre su fondeo, en beneficio de quienes requieren crédito por parte del sistema financiero.

En relación con los títulos de deuda privada⁵, se estableció un monto de compra⁶ hasta por COP 10 billones para adjudicar a partir del 24 de marzo, mediante subastas en las que participaron principalmente fiduciarias.

Al 24 de abril, la compra definitiva de títulos sumó COP 10,7 billones, equivalentes al 89,2% del total autorizado, de los cuales COP 2 billones corresponden a deuda pública, comprados entre el 24 y el 31 marzo⁷, y COP 8,7 billones a deuda privada. De esta manera, durante la emergencia se acumula una entrega de liquidez transitoria y permanente por COP 18,5 billones, que representan 18,2% de la base monetaria registrada en febrero.

- c. Reducción del encaje en 2 puntos porcentuales en promedio (de 7% a 5%).** La liberación de estos recursos incentiva la actividad crediticia, ya que aumenta las disponibilidades de los establecimientos de crédito en aproximadamente COP 9 billones. También, reduce el costo de captar dinero para prestarlo, factor importante en la determinación de las tasas de interés de

los préstamos. El anuncio realizado el 14 de abril y con efectos a partir de mayo redujo el encaje para cuentas corrientes y depósitos de ahorro de 11% a 8%, y para los CDT, con plazo menor a 18 meses, de 4,5% a 3,5%.

- d. Reducción de la tasa de interés de política.** En cada una de las sesiones de marzo y abril, la JDBR decidió reducir en 50 pb la tasa de interés de referencia, para situarla en 3,25%. Con esta reducción de 100 pb se busca aliviar la carga financiera de los deudores, reducir los costos de crédito a familias y empresas que requieren acceder a recursos financieros por las circunstancias actuales y anticipar el estímulo monetario para cuando las condiciones de la economía y el control de la pandemia permitan una normalización en el proceso de toma de decisiones de consumo e inversión de hogares y empresas. En ese momento será fundamental impulsar la economía para restaurar prontamente la producción, el ingreso y el empleo.

- e. Coberturas cambiarias y liquidez en dólares.** Dados los niveles de aversión al riesgo, es probable que el mercado no ofrezca suficientes coberturas cambiarias o escasee el financiamiento en moneda extranjera de corto plazo. Por estas razones, la JDBR decidió realizar las siguientes operaciones, las cuales no afectan permanentemente el nivel de las reservas internacionales:

- **Ventas de dólares forward (non-delivery forward: NDF).** En la operación, el Banco de la República vende dólares a futuro y en el momento del cumplimiento reconoce o recibe la diferencia en pesos entre el precio del dólar negociado a futuro y el que se observa, sin afectar las reservas internacionales. Con esta modalidad se introdujo la venta de coberturas forward de cumplimiento financiero a treinta días, por un total de hasta USD 3,000 millones, para adjudicar en subastas diarias a los intermediarios del mercado cambiario (IMC)⁸.
- **Swaps en dólares a dos meses.** En estas operaciones el Banco intercambia dólares por pesos en el presente con una contraparte y revierte la operación en el futuro. De esta manera, se brinda liquidez en dólares para quienes la necesiten, lo cual es especialmente importante si, por cuenta de la aversión al riesgo internacional, los bancos colombianos ven reducidas sus fuentes de fondeo de corto plazo en moneda extranjera. En este sentido, no solo se estabiliza el mercado cambiario, sino que se mantiene el financiamiento externo de corto plazo de la economía. Como en el caso de las ventas de dólares forward con cumplimiento financiero, con este instrumento el saldo de reservas internacionales no se afecta al cabo de la operación, pues la contraparte devuelve las divisas al Banco de la República. Con esta modalidad se pretende adjudicar contratos hasta por USD 800 millones, convocando diariamente subastas con los IMC y SAPC.

3 CDT, bonos ordinarios, papeles comerciales y los originados en titulizaciones de cartera hipotecaria (incluyen *leasing* habitacional) calificados con grado de inversión. Otras especificaciones en: <https://www.banrep.gov.co/es/el-banco-republica-incluye-titulos-solidaridad-sus-operaciones-liquidez>

4 Plazos vigentes con títulos de deuda pública: uno, siete, catorce, treinta y sesenta días. Plazos vigentes con títulos de deuda privada: treinta y noventa días.

5 Bonos ordinarios y CDT emitidos por establecimientos de crédito con grado de inversión. Más detalle de las condiciones ver: <https://www.banrep.gov.co/es/el-banco-republica-incluye-titulos-solidaridad-sus-operaciones-liquidez>

6 Véase el comunicado: <https://www.banrep.gov.co/es/banco-republica-inyecta-liquidez-permanente-economia-realizando-compras-titulos-deuda-publica-y>

7 La junta determinó la compra de títulos de deuda pública por COP 2 billones en el mercado secundario durante las últimas dos semanas de abril.

8 Definidos en: <https://www.banrep.gov.co/es/node/34742>

En la implementación de los dos instrumentos la JDBR determinó un carácter rotativo⁹, así entonces, diariamente se subasta el remanente total del monto más el equivalente a los cumplimientos que se vayan dando en abril y mayo. De esta manera, desde el 13 de abril las subastas de *forward* incluyen vencimientos. Del cupo *swap* quedan disponibles USD 400 millones. La suma de los dos instrumentos, USD 3.800 millones, es más o menos 3,8 veces el valor diario transado en el mercado de contado COP/USD del país.

Todas estas medidas han aliviado las presiones registradas en los mercados cambiario y de deuda pública y privada, al tiempo que han irrigado liquidez suficiente al total y a entidades individuales. Esto último ha preservado el funcionamiento adecuado del sistema de pagos y ha provisto una condición necesaria para mantener o ampliar la oferta de crédito. La expansión de la cartera requiere tanto de un apoyo para aliviar el riesgo crediticio en una situación anómala de la economía, como de un suministro abundante y duradero de liquidez. En este sentido, las medidas adoptadas por la Junta Directiva son un complemento indispensable de los programas de garantías establecidos por el Gobierno Nacional.

3. El Gobierno Nacional y los gobiernos locales también han implementado medidas para reforzar la liquidez y facilitar el acceso de empresas al crédito¹⁰

Las medidas de la JDBR reseñadas complementan un paquete más amplio de acciones del Gobierno Nacional y la Superintendencia Financiera para apoyar la actividad crediticia, a lo que se hará referencia a continuación.

Con la prioridad de sostener la actividad de las empresas y salvaguardar el empleo, se crearon varias líneas de crédito¹¹ y un programa de garantías¹². Esto, como respuesta al deterioro del flujo de caja de las firmas y el debilitamiento de su posición financiera, asociados con el cierre de parte de los subsectores de la producción, exigidos por el manejo sanitario de la pandemia.

En tal sentido, en todo el paquete de crédito señalan períodos de gracia de mínimo seis meses y plazos de tres o más años. Las nuevas líneas tienen en común, por un lado, reducir el costo por intereses en mínimo 200 pb frente a las tasas que se negociarían en condiciones normales, y por el otro, financiar capital de trabajo y consolidación de pasivos; y, en menor medida, promover el gasto en inversión. Los créditos se entregan en la modalidad de redescuento por los establecimientos de crédito y demás entidades con cupo en Bancoldex¹³, Finagro¹⁴ y Findeter¹⁵.

La suma de las líneas de crédito llega a COP 3,3 billones, de los cuales COP 3,0 billones corresponden al Gobierno Nacional, fondos a los que tienen cabida todo tamaño de empresa. Por sectores se pueden diferenciar tres bloques: apoyo hacia aquellos más afectados por la cuarentena (por COP 290 mm), como el turismo, la aviación y los espectáculos públicos; respaldo a la producción agropecuaria (por COP 1,6 billones), y para el resto de los sectores económicos (COP 1,1 billones¹⁶). En las líneas suministradas por los gobiernos locales (por COP 295 mm), los recursos deben entregarse en sus jurisdicciones y no aplican para las grandes empresas¹⁷.

En adición a lo anterior, el Gobierno, en cabeza del Fondo Nacional de Garantías¹⁸, amparará con COP 10 billones, mediante coberturas entre 70% y 90%, el valor de los créditos entregados a trabajadores independientes, fintech y mipymes, que apalancarán cartera aproximadamente por COP 11,7 billones. Cabe anotar que tales beneficiarios pueden utilizar las garantías para acceder a las líneas de crédito mencionadas.

También, con el fin de reducir presiones de liquidez, se decretaron cambios en el calendario tributario. Se desplazó hasta mayo el plazo a las personas jurídicas para presentar y pagar los siguientes impuestos: primera cuota de renta y complementarios, la sobretasa, el de patrimonio, de obras por impuestos y de normalización tributaria.

9 Más detalles de la dinámica de las subastas en: <https://www.banrep.gov.co/es/banco-republica-expande-apoyo-liquidez-economia-dolares-y-pesos>

10 Entre otras ayudas económicas se destacan: la inyección de recursos por COP 6 billones para el sector salud para aumentar la capacidad de testeo del Covid-19 y dar atención a los pacientes críticos. El aumento de los fondos para proteger a la población más vulnerable, entregándoles ingresos adicionales a programas ya instaurados de protección social (Familias en Acción, adulto mayor, etc.), asegurándoles el acceso a los servicios públicos, distribución gratuita de alimentos, etc.

11 Además, se autorizó la reestructuración de facilidades vigentes, entre las que se destacan líneas administradas por Bancoldex, específicamente: líneas de capital de trabajo, modernización empresarial y Exprimiendo la Naranja, sobre las que se autorizó aplazar cuotas pactadas de capital e intereses para el segundo y tercer trimestre, ajuste en las tasas de interés y ampliar hasta seis meses el plazo del crédito.

12 Mediante el Decreto 444 de 2020, se creó el Fondo de Mitigación de Emergencias (Fome) para concentrar los recursos de financiamiento con destino al manejo de la emergencia. Este fondo cuenta inicialmente con aportes del Gobierno tomados en préstamo del Fondo de Ahorro y Estabilización (FAE, COP 12,1 billones) y del Fondo Nacional de Pensiones de las Entidades Territoriales (Fonpet, COP 2,7 billones).

13 Para los microcréditos y las microfinanzas Bancoldex ofrece la modalidad de crédito directo a través de Arco Grupo Bancoldex, compañía de financiamiento comercial filial de Bancoldex, préstamos a los cuales se aplica un descuento de 500 pb frente a lo que se cobraría en condiciones normales. Para mayor de detalle véase: .pdf y <https://www.bancoldex.com/noticias/mecanismos-de-ayuda-de-bancoldex-para-las-empresas-afectadas-por-el-covid-19-3558>

14 Distribuidas principalmente por Banagrario, y tasas de interés subsidiada para línea especial de crédito Colombia Agroproduce.

15 Las tasas de interés a los beneficiarios de los recursos administrados por Findeter serán equivalentes a la suma de las tasas de redescuento más 200 pb. La tasa de redescuento será acordada en cada caso en función del sector y el plazo.

16 La línea administrada por Findeter por COP 713 mm, tiene como destino los sectores: transporte, salud, vivienda, educación, desarrollo energético, turismo, medioambiente, TIC, agua potable y saneamiento básico, saneamiento fiscal, deporte y recreación cultural, industrias creativas y culturales.

17 El tamaño de las empresas se define con la equivalencia de sus activos en salarios mensuales legales vigentes (SMMLV), así: microempresa, hasta 500 SMMLV; pequeñas, entre 501 y 5000 SMMLV; medianas, entre 5001 y 30000 SMMLV, y grandes, mayor 30000 SMMLV.

18 Tomado de: https://www.fng.gov.co/ES/Paginas/Asi_Vamos_Unidos_por_Colombia.aspx

4. La Superintendencia Financiera ajustó temporalmente la regulación para aliviar la carga financiera de los deudores, flexibilizar los requerimientos de solvencia de intermediarios y agilizar los pagos electrónicos¹⁹

Para los deudores que se encontraban al día al cierre de febrero, sin afectar la calificación de cartera, durante 120 días la Superintendencia Financiera de Colombia autorizó a los establecimientos de crédito para acordar modificaciones de las tasas de interés (prohibiendo cualquier aumento), de las cuotas, de los plazos y de los períodos de gracia, pero sin reducir los cupos de créditos rotativos y de tarjeta de crédito previamente aprobados. También, dio libertad a las entidades para aumentar el tope de transferencias por los canales electrónicos y digitales, sin aumentar tarifas. En materia de solvencia, pospuso hasta abril de 2021 el envío de planes de cumplimiento para las entidades clasificadas como sistémicas y aplazó para julio de 2021 la entrega de resultados de las pruebas de resistencia. Adicionalmente, suspendió 120 días los avalúos técnicos de garantías y permitió la desacumulación de provisiones cíclicas y generales.

19 Circulares externas 7 a 10 y 14, expedidas entre el 17 y 30 de marzo.

Recuadro 3

El choque del precio internacional del petróleo: características y perspectivas

Franky Juliano Galeano Ramírez
Andrea Salazar Díaz
Katherine Ramírez Cubillos*

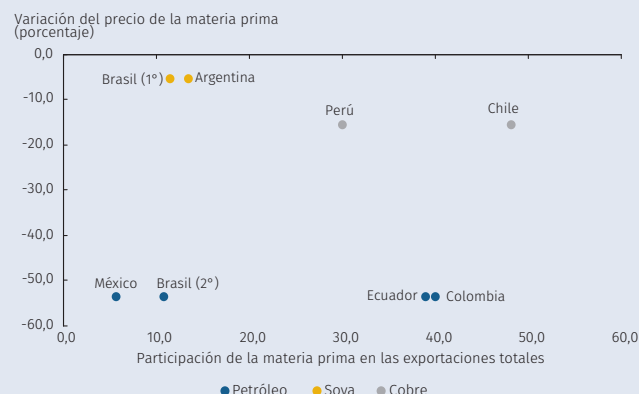
Uno de los efectos de la pandemia del Covid-19 es la caída en la demanda y en los precios de los productos básicos. Esta dinámica ha sido especialmente marcada en el caso del petróleo, cuya cotización internacional se ha reducido en mayor medida y de forma más acelerada que otros *commodities* producidos en la región (Gráfico 2.6). De esta forma, países como Colombia y Ecuador, que son exportadores netos de este producto, el cual también tiene un peso relevante en la canasta de ventas al exterior, enfrentarían un choque a sus términos de intercambio de mayor envergadura en comparación con otros países (Gráfico R3.1). Este choque tendría un impacto, dependiendo de su magnitud y persistencia, sobre el ingreso nacional, los precios relativos y las primas de riesgo, y se transmitiría a la economía por diferentes canales. El efecto final del choque sobre la economía podría ser amplificado por la posible respuesta de la producción nacional a los menores precios, vía menor extracción y menor inversión en nuevos proyectos de exploración y extracción.

En particular, para Colombia en 2019 el 40% de las exportaciones en dólares (FOB) fueron de crudo y sus derivados, con lo cual este choque también generaría presiones sobre el balance externo. Adicionalmente, los recursos por inversión extranjera destinados a este sector se contraerían como resultado de su menor rentabilidad. Además del canal externo, este choque podría afectar la inversión y la producción nacional de petróleo y gas natural, esta última tuvo una participación del 3,4% del PIB en 2019. A su vez, los ingresos fiscales también se verían impactados por las menores utilidades de Ecopetrol, y la reducción en el pago de impuestos y regalías. En el caso del Gobierno Nacional Central el año anterior los ingresos petroleros representaron el 9,3% de los ingresos totales. Algunas cifras ya comienzan a reflejar las consecuencias de este choque. En marzo el valor de las exportaciones de crudo y sus derivados se redujeron anualmente en 59,8%. Esto estuvo acompañado por el aumento

* Los autores son, en su orden, profesionales y estudiante en práctica del Departamento de Programación e Inflación. Se agradece el aporte del modelo Markov Switching a la sección de Desarrollo de Modelos y Capacidades, del Departamento de Modelos Macroeconómicos. Las opiniones, posibles errores y omisiones no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva. Se agradecen los valiosos comentarios de Carlos Huertas y Aarón Levi Garavito.

Gráfico R3.1

Principales materias primas exportadas para algunos países de la región: cambio en su precio^{a/} y relevancia en el comercio exterior^{b/}



Nota: para el caso de Brasil se incluyen las dos principales materias primas de exportación.

a/ La variación del precio de la materia prima corresponde al cambio porcentual entre el promedio del bimestre marzo y abril de 2020 frente al de diciembre de 2019.

b/ La participación de la materia prima se realizó teniendo en cuenta el valor de las exportaciones (dólares nominales) para el año 2019.

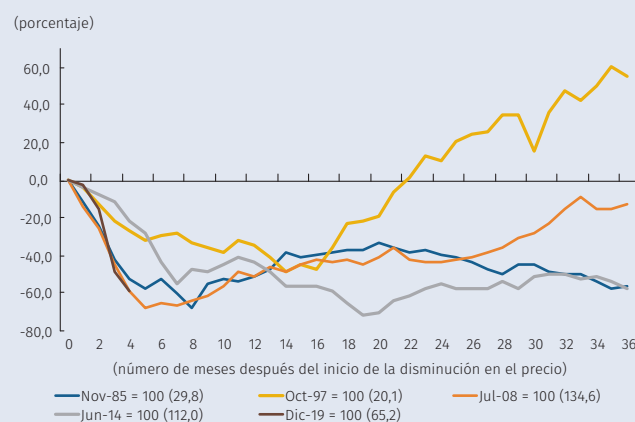
Fuentes: oficinas de estadística, Bancos Centrales, Bloomberg y Datastream; cálculos propios.

de la prima de riesgo y la depreciación del peso en medio del impacto económico generalizado de la pandemia.

En los últimos meses la caída observada del precio internacional del petróleo ha sido una de las más profundas y rápidas entre este tipo de eventos (Gráfico R3.2) y ha estado acompañada por una gran volatilidad de su cotización (Gráfico R3.3). Para la referencia Brent en abril se alcanzó un precio mínimo de USD 19,3 por barril (bl) y para el caso del WTI por primera vez en su historia se observaron cotizaciones negativas; de hecho, el 20 de abril cerró en -USD 37,6/bl (Gráfico 2.8). Esto obedeció a que los agentes con posiciones largas de contratos de futuros, por dejarlos vencer, debían recibir el petróleo de las contrapartes que tenían una posición corta. Al no tener donde almacenar el petróleo, los agentes con posiciones largas estuvieron dispuestos a pagarle a alguien para que recibiera el petróleo. Una característica que comparte este evento con otros del

Gráfico R3.2

Caidas históricas del precio internacional del petróleo (Brent)

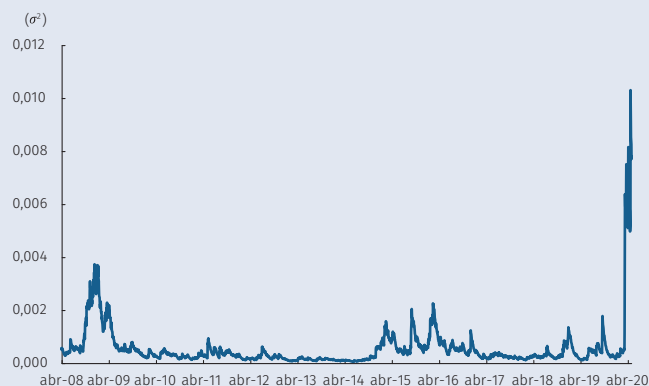


Nota: variación porcentual con respecto al mes previo al inicio del choque. El valor entre paréntesis corresponde al precio (dólares) del mes antes de la caída del precio.

Fuente: Bloomberg.

Gráfico R3.3

Volatilidad estimada del precio del petróleo (Brent)



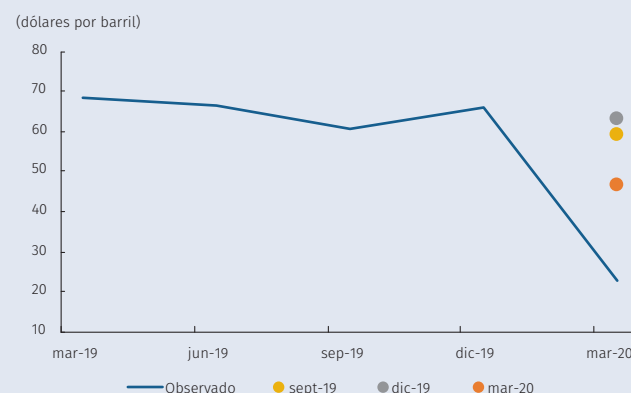
Nota: para el cálculo de la volatilidad se hizo uso de un GARCH (1,1), seleccionado de acuerdo con el criterio de información Akaike. La muestra de datos diarios usada comprende un período entre el 4 de enero de 2000 hasta el 30 de abril de 2020. Fuente: Bloomberg; cálculos propios.

pasado fue su dificultad para ser anticipado, pues tanto la información proveniente de los futuros como la de los analistas situaban la cotización del crudo en niveles superiores a lo observado en el primer trimestre del año (Gráfico R3.4).

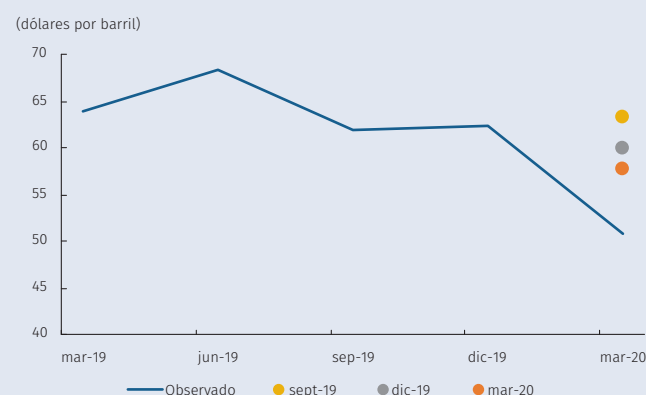
Para comprender los factores que contribuyeron a la reducción del precio del crudo¹, se utiliza la descomposición histórica de choques de un modelo VAR estructural². Este ejercicio muestra que en marzo la demanda contribuyó a que el precio se situara por debajo de su tendencia (Gráfico R3.5). Lo anterior sería acorde con la reducción de la demanda por petróleo y sus derivados como consecuencia de las medidas de aislamiento social adoptadas por los diferentes países para contener el virus³ y la caída observada y esperada de la actividad económica mundial. En particular, los datos de tráfico urbano muestran una reducción importante en varias de las principales ciudades del mundo, lo que a su vez se refleja en la disminución del índice de movilidad en automóvil de Apple Inc. Por su parte, de acuerdo con la información de la Asociación Internacional de Transporte Aéreo (IATA, por su sigla en inglés), desde el inicio de estas medidas más del 50% de la flota global habría sido puesta en tierra y se estima que en 2020 la demanda anual de pasajeros tanto local como internacional disminuya un 48%. Al mismo tiempo, en marzo la producción industrial de las principales economías del mundo registró importantes

Gráfico R3.4

A. Precio observado (fin de) y contratos de futuros para marzo de 2020



B. Precio observado (promedio) y proyecciones de los analistas para el promedio del primer trimestre de 2020



Nota: para los futuros y los analistas, se tomó el promedio de las proyecciones para cada mes. Adicionalmente, el pronóstico de los analistas corresponde a la mediana de la encuesta de Bloomberg. Fuente: Bloomberg.

reducciones⁴ y en el primer trimestre del año se registraron caídas trimestrales del PIB, como se muestra en capítulo 2 de este informe.

Por el lado de la oferta, los recortes hechos por parte de los miembros de la OPEP y sus aliados a partir de enero de 2020, que retiraron 2,1 millones de barriles diarios del mercado, y que se extendieron hasta marzo, favorecieron transitoriamente la cotización del crudo en este período (Gráfico R3.5). No obstante, luego de la reunión realizada el 6 de marzo, se incrementaron las preocupaciones por una posible guerra de precios entre Arabia Saudita y Rusia, dos de los más grandes productores del mundo. Lo anterior resultó en anuncios de incrementos en la producción por parte de estos países y generó expectativas de un choque de oferta en este mercado, lo cual podría explicar, junto con la menores perspectivas de demanda, el factor idiosincrásico

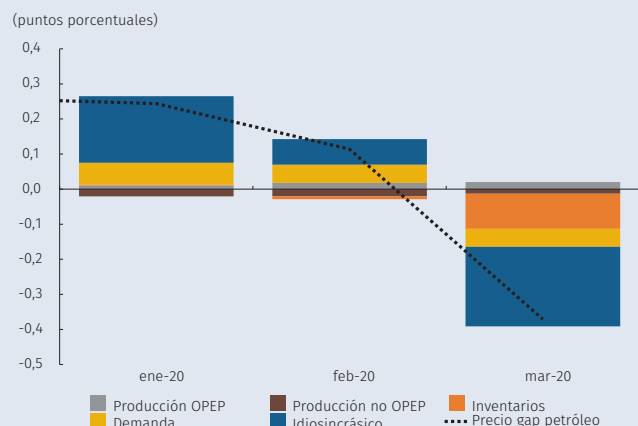
1 Corresponde a la contribución de estos choques a las desviaciones del precio con respecto a su tendencia.

2 Para la estimación se usó el precio real del Brent, empleando como deflactor el IPC de los Estados Unidos. Para la oferta se usaron datos de producción de los miembros de la OPEP y de los productores no OPEP; para la demanda se usó la producción de acero, el precio del cobre y un índice global del dólar; por último, los datos de inventarios corresponden a los países de la OCDE. Para ver detalles acerca de la especificación del modelo, el filtro usado para el cálculo de la tendencia del precio y las fuentes de información usadas, véase Galeano y Rojas (2019).

3 En abril las medidas de aislamiento fueron más extensas, por lo que se esperaba una mayor contribución negativa por parte de la demanda a las desviaciones del precio en el modelo.

4 En los Estados Unidos la variación anual fue del -5,5%; en China, -8,4%; en Italia, -29,3%; en Alemania, -11,4%, y en Francia, -17,3%.

Gráfico R3.5
Descomposición histórica de choques del precio del petróleo (Brent)



Fuentes: Bloomberg, EIA, Reserva Federal de San Luis y Datastream; cálculos propios.

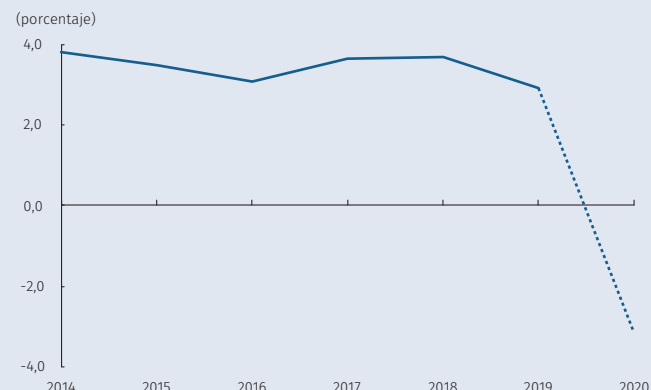
que presionó el precio a la baja (Gráfico R3.5). En cuanto a la oferta por parte de los países no miembros de la OPEP, el modelo recoge una contribución negativa para el primer trimestre del año. Este resultado podría atribuirse en buena medida a los Estados Unidos, el mayor productor de petróleo en el mundo, que en marzo llegó a producir a niveles históricamente altos (13,18 millones de barriles diarios).

Como resultado del balance entre la demanda y la oferta, en el mercado del petróleo se observó un sobreabastecimiento, el cual derivó en un incremento de los inventarios con su respectivo impacto negativo en los precios, tal como se muestra en el ejercicio econométrico (Gráfico R3.5). Se resalta que para la segunda semana de abril en los Estados Unidos se registró un aumento sin precedentes (19,25 millones de barriles) en los inventarios comerciales (excluyendo las reservas estratégicas), lo cual encendió las alarmas sobre la capacidad de almacenamiento ante una situación de persistentes excesos de oferta.

Perspectivas del precio del petróleo

La evaluación de la perspectiva del precio del crudo es compleja, debido a la multiplicidad de choques que afectan su cotización y la incertidumbre sobre su magnitud y persistencia. Por el lado de la demanda, se prevé que las perturbaciones que se describieron deberían ser transitorias y disiparse en la medida en que se supere la emergencia sanitaria. No obstante, existe alta incertidumbre sobre la velocidad de recuperación de la economía mundial y sobre la duración del relajamiento de las medidas de aislamiento social. En este sentido, el Fondo Monetario Internacional prevé una recesión económica mundial que incluye la contracción de los principales consumidores de petróleo en el mundo (Gráfico R3.6), con una mejoría en 2021. De igual forma, los informes de la OPEP y la Agencia Internacional de Energía (IEA, por su sigla en inglés) muestran una revisión a la baja de sus proyecciones para la demanda mundial de crudo, y esperan una caída anual de 6,8 y 9,3 millones de barriles diarios (mbld), respectivamente, con una recuperación en la segunda mitad del año. Estas perspectivas de bajo crecimiento mundial y reducción de la demanda de

Gráfico R3.6
Crecimiento del PIB real de los principales consumidores de petróleo



Nota: para el cálculo se tuvo en cuenta los primeros diez consumidores de petróleo según el Atlas de Energía de la IEA, cuyo ponderador corresponde a la participación del petróleo demandado por cada país sobre el total. Los datos de crecimiento (observado y proyectado) provienen del Fondo Monetario Internacional (Perspectivas de la economía mundial, abril de 2020).

Fuentes: IEA Y FMI; cálculos propios

crudo limitarían la recuperación del precio del petróleo y podrían mantenerlo en niveles inferiores a los registrados antes del Covid-19.

En cuanto a la oferta, el 12 de abril la negociación entre los miembros de la OPEP y otros países resultó en recortes históricos que entrarían en vigor en mayo, en un contexto en el cual los precios actuales se encontrarían por debajo de los que equilibran las cuentas fiscales y externas de algunos de estos productores⁵. Específicamente, se acordó un recorte de la producción de 9,7 mbld hasta el 30 de junio de 2020; 7,7 mbld para la segunda mitad del año y de 5,8 mbld hasta abril de 2022. Los niveles de producción usados para el cálculo fueron los observados en octubre de 2018⁶ (OPEP, 2020a). Dicho acuerdo establece hasta junio de 2020 una reducción del 23% para los países participantes, a excepción de México, que se comprometió con solo un recorte del 5,5% y cuya cuota sería suplida por los Estados Unidos (Cesla, 2020).

En cuanto a los países no miembros de la OPEP, los bajos niveles observados en la cotización del crudo han reducido la rentabilidad del sector, lo cual se ha empezado a ver en un deterioro del ritmo de extracción de petróleo. Muestra de esto es que, para abril, en los Estados Unidos la tasa de crecimiento anual de la producción fue menor a la observada en el mes anterior, al tiempo que el número de taladros usados se redujo. Adicionalmente, la encuesta trimestral de energía realizada por la Reserva Federal de Dallas en marzo sugiere que, debido a los bajos precios, que en algunos ca-

5 En el informe de los exportadores de petróleo del 1 de abril, el IIF hace una estimación para 2020 de los precios de equilibrio de las cuentas fiscales y externas de los países del Consejo de Cooperación de los Estados Árabes del Golfo, Argelia, Irak, Kazajistán y Rusia. Los resultados muestran que para el equilibrio fiscal todos requieren un precio superior a los USD 40 por barril, mientras que el equilibrio externo en los Emiratos Árabes Unidos, Qatar y Rusia se podría conseguir con este precio (IIF, 2020b).

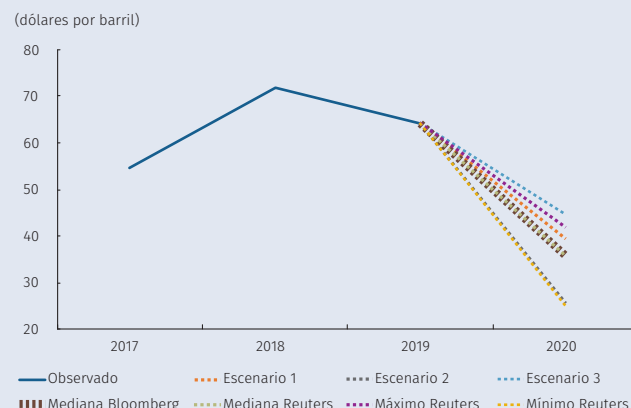
6 Para Arabia Saudita y Rusia se tomó como base un nivel de 11,0 mbld.

Los precios están por debajo del punto de equilibrio para los productores, un 49% de las empresas petroleras ha revisado significativamente a la baja la perspectiva de la compañía, un 48% la de su gasto en capital y un 20% la de su producción de petróleo. Para 2020 el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF, 2020a) espera que se den reducciones adicionales de la extracción de crudo por parte de productores fuera de la OPEP⁷, lo que contribuiría a balancear más el mercado. No obstante, al menos en el corto plazo, se espera que se mantenga el sobreabastecimiento.

Con el fin de generar algunas simulaciones sobre las perspectivas del precio del crudo, se estimó un modelo VAR estructural a partir del cual se obtuvieron diferentes sendas para el precio del crudo con base en distintos escenarios de oferta y demanda mundial de hidrocarburos⁸. A su vez, la serie de inventarios es calculada de acuerdo con los cambios esperados sobre la demanda y la oferta. Los resultados sugieren que para el promedio de 2020 el precio se situaría entre USD 25,5/bl y USD 44,7/bl. De forma similar, las proyecciones realizadas a finales de abril por parte de los analistas tienen alta dispersión y sitúan el precio entre USD 25/bl y USD 42/bl (Gráfico R3.7).

Por otra parte, históricamente las caídas del precio internacional del petróleo se han caracterizado porque su recuperación ha tomado varios años e incluso no ha sido posible retornar a los niveles previos al choque (Gráfico R3.2). Para describir lo anterior, se usó un modelo Markov Switching, en el cual el precio real del petróleo⁹ (y_t) en cada período se define a partir de una media de largo plazo (μ_{S_t}), que depende del estado de la naturaleza (S_t), más choques (ε_t) que desvían el precio de ese valor esperado¹⁰. Estos estados se definen para tres diferentes regímenes: precios altos, precios medios y precios bajos. De este ejercicio se obtuvo que, dado este choque, la cotización del petróleo entraría en un régimen de precios bajos y su pronóstico indica que para finales de 2020 se ubicaría en USD 38,2/bl¹¹ y que aún en 2022 no se alcanzarían los niveles observados en 2019 (Gráfico R3.8). De esta manera, tanto los resultados de los modelos, como las proyecciones de los analistas, sugieren alta incertidumbre y un amplio rango en la volatilidad del precio.

Gráfico R3.7
Simulaciones y pronósticos del precio del petróleo (Brent)



Nota: los datos de las encuestas de Bloomberg y Reuters corresponden a los del mes de abril.

Fuentes: Bloomberg, Reuters, EIA, IIF; cálculos propios.

Gráfico R3.8
Pronóstico del precio real del petróleo (Brent)



Nota: el dato trimestral del precio del petróleo corresponde al del último mes. Las simulaciones son calculadas con el modelo Markov Switching.

Fuentes: Reserva Federal de San Luis y Bloomberg; cálculos propios.

7 En su informe del mercado del petróleo del 13 de abril, el IIF proyecta una reducción adicional de 3,5 mbld por parte de los países productores fuera de la OPEP (IIF, 2020a).

8 Se consideran tres escenarios, los primeros dos suponen para la oferta un pleno cumplimiento del acuerdo del 12 de abril, y el primero supone una reducción en la demanda según el reporte de abril de la EIA. El segundo considera un escenario con una demanda más afectada acorde con una perspectiva más negativa del crecimiento mundial y extensiones de las medidas de aislamiento. Por último, en un tercer escenario se considera una caída en la demanda similar al primer escenario, y una mayor reducción de la oferta, explicada por recortes adicionales de los diferentes países productores.

9 Como deflactor se usa el índice de precios al consumidor total de los Estados Unidos.

10 El proceso puede escribirse como: $y_t = \mu_{S_t} + \varepsilon_t$, con $\varepsilon_t \sim N(0, \sigma^2)$. Véase Hamilton (1989).

11 El modelo simula el nivel del precio del petróleo Brent al final de cada trimestre, y las simulaciones corresponden al precio en términos reales utilizado el IPC de los Estados Unidos con base marzo 2020 = 100.

Referencias

- Administración de Información Energética de los Estados Unidos (2020). "Summary of Weekly Petroleum Data for the week ending May 1, 2020" [en línea], disponible en: <http://ir.eia.gov/wpsr/wpsrsummary.pdf>
- Agencia Internacional de Energía (2020). "Oil Market Report, April 2020" [en línea], disponible en: <https://www.iea.org/reports/oil-market-report-april-2020>
- Agencia Internacional de Energía (2017). "IEA Atlas of Energy: Total Oil Consumption (Mtoe)" [en línea], disponible en: <http://energyatlas.iea.org/#!/tellmap/-1920537974/1>
- Apple Inc. (2020). "Informe de tendencias de movilidad" [en línea], disponible en: <https://www.apple.com/covid19/mobility>, consultado el 1 de mayo de 2020.
- Asociación Internacional de Transporte Aéreo (2020). "Airlines Financial Monitor" [en línea], disponible en: <https://www.iata.org/en/iata-repository/publications/economic-reports/airlines-financial-monitor---march-2020/>
- Banco Mundial (2020). "Commodity Markets Outlook Implications of Covid-19 for Commodities", World Bank Report [en línea], disponible en: <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/33624/CMO-April-2020.pdf?sequence=9&isAllowed=y>
- Círculo de Estudios Latinoamericanos (2020). "México solo reducirá 6% su producción de crudo tras el acuerdo con la OPEP" [en línea], disponible en: <https://www.cesla.com/detalle-noticias-de-mexico.php?fnoti=2020&Id=12942>
- Fondo Monetario Internacional (2020). "World Economic Outlook, April 2020: The Great Lockdown" [en línea], disponible en: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/04/14/weo-april-2020>
- Galeano, F.; Rojas, C. (2019). "Determinantes del precio del petróleo y perspectivas para 2019", *Informe sobre Inflación*, Banco de la República, diciembre de 2019, disponible en: <http://repositorio.banrep.gov.co/bitstream/handle/20.500.12134/9643/Recuadro%201.Determinantes%20del%20precio%20del%20petr%C3%B3leo%20y%20perspectivas%20para%202019.pdf?sequence=9&isAllowed=y>
- Hamilton, J. (1989). "A New Approach to the Economic Analysis of Nonstationary Time Series and the Business Cycle", *Econometrica*, núm. 57, pp. 357-384.
- Instituto de Finanzas Internacionales (2020a). "Oil Market: Substantial Cuts In Production Will Halt Falling Oil Prices" [en línea], disponible en: <https://www.iif.com/Publications/ID/3854/Oil-Market-Substantial-Cuts-In-Production-Will-Halt-Falling-Oil-Prices>
- Instituto de Finanzas Internacionales (2020b). "Update Oil Exporters: External and Fiscal Breakeven Oil Prices Set to Decline" [en línea], disponible en: <https://www.iif.com/Publications/Members-Only-Content-Sign-in?returnurl=/publications/id/3833>
- Organización de Países Exportadores de Petróleo (2020a). "The 10th (Extraordinary) OPEC and non-OPEC Ministerial Meeting concludes" [en línea], disponible en: Recuperado de: https://www.opec.org/opec_web/en/press_room/5891.htm
- Organización de Países Exportadores de Petróleo (2020b). "OPEC Monthly Oil Market Report, April 2020" [en línea], disponible en: https://www.opec.org/opec_web/en/publications/338.htm
- Pearce, B (Abril, 2020). "Covid-19 Updated impact assessment", IATA [Presentación Power Point, en línea], disponible en: <https://www.iata.org/en/iata-repository/publications/economic-reports/covid-fourth-impact-assessment/>, consultado el 6 de mayo de 2020.
- Reserva Federal del Banco de Dallas (2020). "Oil Price Collapse Reverberates with Job, Capital Expenditure Cuts". Dallas Fed Energy Survey [en línea], disponible en: <https://www.dallasfed.org/-/media/Documents/research/surveys/des/2020/2001/des2001.pdf>

Anexo 1

Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros

En este anexo se presenta un resumen de las proyecciones más recientes de analistas locales y extranjeros sobre las principales variables de la economía para 2020 y 2021. Al momento de la consulta los agentes contaban con información hasta el 20 de abril de 2020.

1. Proyecciones para 2020

En promedio los analistas locales esperan una contracción de la actividad económica de 2,2%. En el *Informe de Política Monetaria* anterior esperaban,

en promedio, un crecimiento económico de 3,2%. De manera similar, las entidades extranjeras consultadas pronostican una caída promedio del PIB de 1,5%.

En cuanto a los precios, los analistas locales proyectan en promedio una inflación del 3,4% al finalizar el año, cifra levemente superior a la registrada en el informe anterior (3,3%). Por su parte, los extranjeros prevén una cifra de 3,2% al terminar el año. Ambas proyecciones se encuentran ligeramente por encima de la meta de inflación del 3,0% fijada por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR).

Cuadro A1
Proyecciones para 2020

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación IPC	Tasa de cambio nominal fin de	DTF nominal (porcentaje)	Déficit fiscal (porcentaje del PIB)	Tasa de desempleo en las trece ciudades (porcentaje)
Analistas locales						
Alianza Valores ^{a/}	-4,8	4,0	4.000	3,2	6,3	28,0
ANIF	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Banco de Bogotá ^{a/}	-2,0	2,7	4.000	3,5	5,2	25,0
Bancolombia	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
BBVA Colombia ^{a/}	-3,1	3,4	3.840	3,0	5,8	15,3
BTG Pactual	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Corficolombiana ^{a/}	0,0	3,4	3.755	3,3	4,8	n.d.
Corredores Davivienda ^{a/b/}	-2,2	3,0	3.750	2,5	5,0	n.d.
Credicorp Capital ^{a/c/}	-1,7	3,6	3.500	3,1	5,5	16,0
Davivienda ^{a/}	-2,2	3,0	3.750	2,5	5,0	n.d.
Fedesarrollo	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Itaú ^{a/d/}	-1,4	3,7	4.150	3,0	4,1	12,0
Ultraserfinco ^{e/}	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Promedio	-2,2	3,4	3.843	3,0	5,2	19,3
Analistas externos						
Citigroup	0,5	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Deutsche Bank	-1,5	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Goldman Sachs	-2,5	2,9	3.800	n.d.	5,3	n.d.
JP Morgan	-2,5	3,4	3.950	n.d.	3,0	n.d.
Promedio	-1,5	3,2	3.875	n.d.	4,2	n.d.

n.d.: no disponible

a/ La proyección de déficit corresponde al del GNC.

b/ Antiguo Corredores Asociados.

c/ Antiguo Correal.

d. Antiguo Corpbanca, hasta junio de 2017.

e/ Antiguo Ultrabursátiles.

Fuente: Banco de la República (encuesta electrónica).

Cuadro A2
Proyecciones para 2021

	Crecimiento del PIB real	Inflación IPC	Tasa de cambio nominal fin de
	(porcentaje)		
Analistas locales			
Alianza Valores	4,2	3,6	3.750
ANIF	n.d.	n.d.	n.d.
Banco de Bogotá	3,0	3,0	3.950
Bancolombia	n.d.	n.d.	n.d.
BBVA Colombia	3,9	2,8	3.430
BGT Pactual	n.d.	n.d.	n.d.
Corficolombiana	6,3	3,0	3.557
Corredores Davivienda ^{a/}	n.d.	n.d.	n.d.
Credicorp Capital ^{b/}	2,5	2,8	3.300
Davivienda	n.d.	n.d.	n.d.
Fedesarrollo	n.d.	n.d.	n.d.
Itaú ^{c/}	4,9	3,0	3.950
Ultraserfinco ^{d/}	n.d.	n.d.	n.d.
Promedio	4,1	3,0	3.656
Analistas externos			
Citigroup	n.d.	n.d.	n.d.
Deutsche Bank	3,5	n.d.	n.d.
Goldman Sachs	4,5	3,0	3.200
JP Morgan	2,4	n.d.	n.d.
Promedio	3,5	3,0	3.200

a/ Antiguo Corredores Asociados.

b/ Antiguo Correval.

c/ Antiguo Corpbanca, hasta junio de 2017.

d/ Antiguo Ultrabursátiles.

n.d.: no disponible

Fuente: Banco de la República (encuesta electrónica).

Con respecto al tipo de cambio, los analistas nacionales esperan que la tasa representativa del mercado (TRM) finalice el año en un valor promedio de COP 3.843, cifra superior a los COP 3.293 expuestos en el Informe anterior. Los analistas extranjeros proyectan en promedio una TRM cercana a los COP 3.875 para el cierre de año.

Los analistas locales proyectan valores promedio de 3,0% para la tasa de los depósitos a término fijo (DTF) y de 19,3% para la tasa de desempleo.

2. Proyecciones para 2021

Para 2021 los analistas nacionales esperan un crecimiento económico promedio de 4,1%, mientras que los extranjeros esperan que este se ubique alrededor del 3,5%. Con respecto a la inflación, los analistas locales y extranjeros proyectan para final de período un aumento del 3,0% en los precios. En cuanto al tipo de cambio nominal, las entidades nacionales esperan valores promedio de COP 3.656 y las externas de COP 3.200.

Anexo 2

Principales variables del pronóstico macroeconómico

		Años											
		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	
Variables exógenas													
Externas ^{a/}													
PIB socios comerciales ^{b/}	Porcentaje, variación anual, corregido por estacionalidad	4,8	5,1	4,0	3,6	2,8	2,1	1,6	2,6	2,5	1,4	[-9,0; -4,0] [25; 45] 0,41 [200; 400]	
Precio del petróleo (referencia Brent)	Dólares por barril, promedio del período	80	111	112	109	99	54	45	55	72	64		
Tasa de interés efectiva de fondos federales (Fed)	Porcentaje, promedio del período	0,18	0,1	0,14	0,11	0,09	0,13	0,4	1	1,83	2,16		
Credit default swaps a 5 años para Colombia	Puntos básicos, promedio del período	135	131	119	113	101	184	212	129	114	99		
Internas													
Tasa de interés real neutral para Colombia	Porcentaje, promedio del período	1,6	1,5	1,3	1,0	0,9	1,1	1,3	1,1	1,3	1,2		
PIB potencial para Colombia (tendencial)	Porcentaje, variación anual	4,5	4,6	4,5	4,4	4,1	3,4	2,8	2,5	2,5	2,7		
Variables endógenas													
Precios													
IPC total	Porcentaje, variación anual, fin del período	3,17	3,73	2,44	1,94	3,66	6,77	5,75	4,09	3,18	3,80	[1,0; 3,0]	
IPC sin alimentos ^{c/}	Porcentaje, variación anual, fin del período	2,82	3,13	2,40	2,36	3,26	5,17	5,14	5,01	3,48	3,37		
IPC de transables	Porcentaje, variación anual, fin del período	-0,29	0,80	0,77	1,40	2,03	7,09	5,31	3,79	1,09	2,24		
IPC no transables	Porcentaje, variación anual, fin del período	3,52	3,63	3,92	3,76	3,38	4,21	4,85	5,49	3,79	3,49		
IPC regulados	Porcentaje, variación anual, fin del período	6,64	5,81	1,91	1,05	4,84	4,28	5,44	5,86	6,37	4,48		
IPC alimentos ^{d/}	Porcentaje, variación anual, fin del período	4,09	5,27	2,52	0,86	4,69	10,85	7,22	1,92	2,43	5,20		
IPC perecederos	Porcentaje, variación anual, fin del período	10,96	7,73	-3,90	-0,16	16,74	26,03	-6,63	5,84	8,88	8,66		
IPC procesados	Porcentaje, variación anual, fin del período	2,31	4,50	2,83	-0,24	2,54	9,62	10,74	-0,91	-0,08	5,04		
IPC comidas fuera del hogar	Porcentaje, variación anual, fin del período	4,52	5,60	4,90	3,26	3,51	5,95	8,54	5,21	3,68	4,18		
Indicadores de inflación básica													
IPC sin alimentos	Porcentaje, variación anual, fin del período	2,82	3,13	2,40	2,36	3,26	5,17	5,14	5,01	3,48	3,37		
IPC núcleo 20	Porcentaje, variación anual, fin del período	3,17	3,92	3,23	2,72	3,42	5,22	6,18	4,87	3,23	3,42		
IPC sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos	Porcentaje, variación anual, fin del período	2,65	3,18	3,02	2,19	2,76	5,93	6,03	4,02	2,76	3,46		
IPC sin alimentos ni regulados ^{e/}	Porcentaje, variación anual, fin del período	1,80	2,38	2,55	2,74	2,81	5,42	5,05	4,76	2,64	3,10	[1,0; 3,0]	
Promedio de todos los indicadores de inflación básica	Porcentaje, variación anual, fin del período	2,61	3,15	2,80	2,50	3,06	5,43	5,60	4,66	3,03	3,34		
TRM	Pesos por dólar, promedio del período	1.899	1.848	1.798	1.868	2.000	2.741	3.055	2.951	2.955	3.282		
Brecha inflacionaria de la tasa de cambio real	Porcentaje, promedio del período	-3,3	-1,6	-3,4	-1,0	-0,6	8,6	2,1	-1,9	-1,0	3,4		
Actividad económica													
Producto interno bruto	Porcentaje, variación anual, daec	4,5	6,9	3,9	5,1	4,5	3,0	2,1	1,4	2,5	3,3	[-7,0; -2,0]	
Gasto de consumo final	Porcentaje, variación anual, daec	5,1	5,7	5,5	5,4	4,3	3,4	1,6	2,3	3,7	4,6		
Gasto de consumo final de los hogares	Porcentaje, variación anual, daec	5,1	5,5	5,6	4,6	4,2	3,1	1,6	2,1	3,0	4,6		
Gasto de consumo final del Gobierno general	Porcentaje, variación anual, daec	5,2	6,5	4,8	8,9	4,7	4,9	1,8	3,6	7,0	4,3		
Formación bruta de capital	Porcentaje, variación anual, daec	9,6	18,5	2,9	7,8	12,0	-1,2	-0,2	-3,2	2,1	4,3		
Formación bruta de capital fijo	Porcentaje, variación anual, daec	7,1	12,2	3,3	8,5	9,2	2,8	-2,9	1,9	1,5	4,6		
Vivienda	Porcentaje, variación anual, daec	-3,8	2,4	-0,7	6,4	10,4	9,5	-0,2	-1,9	-0,4	-7,2		
Otros edificios y estructuras	Porcentaje, variación anual, daec	5,1	-0,9	4,4	12,3	9,6	10,2	0,0	4,6	-3,3	4,5		
Maquinaria y equipo	Porcentaje, variación anual, daec	15,6	29,3	4,0	4,8	9,2	-9,3	-7,9	1,4	9,4	14,3		
Recursos biológicos cultivados	Porcentaje, variación anual, daec	2,8	11,2	-5,7	6,6	-1,3	2,3	13,1	0,3	5,6	0,5		
Productos de propiedad intelectual	Porcentaje, variación anual, daec	-0,5	13,1	8,0	19,6	5,1	1,3	-12,0	1,2	1,5	2,6		
Demanda interna	Porcentaje, variación anual, daec	6,0	8,4	4,9	5,9	6,0	2,4	1,2	1,1	3,4	4,5		
Exportaciones	Porcentaje, variación anual, daec	2,1	12,3	4,5	4,7	-0,3	1,7	-0,2	2,6	0,9	3,1		
Importaciones	Porcentaje, variación anual, daec	10,8	20,2	9,4	8,5	7,8	-1,1	-3,5	1,0	5,8	9,2		
Brecha del producto ^{f/}	Porcentaje	-1,8	-0,3	0,5	0,0	1,0	0,8	0,1	-0,9	-1,2	-0,8	[-7,0; -3,0]	
Indicadores coyunturales													
Producción real de la industria	Porcentaje, variación anual, corregido por estacionalidad	4,0	4,6	-0,2	-1,3	1,7	2,0	3,5	0,1	2,9	1,3	.	
Ventas del comercio al por menor, sin combustibles	Porcentaje, variación anual, corregido por estacionalidad	13,5	10,5	3,0	4,0	9,2	2,9	1,6	-1,2	7,0	7,3	.	
Producción de café	Porcentaje, variación anual producción acumulada del período	14,2	-12,5	-0,8	40,6	11,5	16,8	0,4	-0,3	-4,5	8,8	.	
Producción de petróleo	Porcentaje, variación anual, promedio del período	17,1	16,5	3,2	6,6	-1,9	1,6	-11,7	-3,7	1,4	2,4	.	
Mercado laboral ^{g/}													
Total nacional													
Tasa de desempleo	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período	11,8	10,8	10,4	9,6	9,1	8,9	9,2	9,4	9,7	10,5	.	
Tasa de ocupación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período	55,4	56,8	57,8	58,0	58,4	59,0	58,5	58,4	57,8	56,6	.	
Tasa global de participación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período	62,7	63,7	64,5	64,2	64,2	64,7	64,5	64,4	64,0	63,3	.	
Trece ciudades y áreas metropolitanas													
Tasa de desempleo	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período	12,4	11,4	11,2	10,6	9,9	9,8	10,0	10,6	10,8	11,2	.	
Tasa de ocupación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período	57,6	59,1	60,1	60,3	61,2	61,4	60,7	59,9	59,2	58,6	.	
Tasa global de participación	Porcentaje, corregido por estacionalidad, promedio del período	65,7	66,7	67,6	67,5	67,9	68,0	67,5	67,0	66,4	66,0	.	
Balanza de pagos h/i/i													
Cuenta corriente (A + B + C)	Millones de dólares	-8.732	-9.803	-11.362	-12.501	-19.764	-18.564	-12.036	-10.241	-13.047	-13.800	[-5,0; -2,0]	
Porcentaje del PIB	Porcentaje, términos nominales	-3,0	-2,9	-3,1	-3,3	-5,2	-6,3	-4,2	-3,3	-3,9	-4,3		
A. Bienes y servicios	Millones de dólares	-2.164	636	-1.187	-3.164	-11.863	-18.267	-12.705	-8.447	-8.926	-12.167		
B. Ingreso primario (renta de los factores)	Millones de dólares	-11.228	-15.490	-15.008	-14.224	-12.523	-5.727	-5.229	-8.405	-11.764	-10.309		
C. Ingresos secundarios (transferencias corrientes)	Millones de dólares	4.659	5.051	4.833	4.887	4.622	5.430	5.898	6.611	7.643	8.676		
Cuenta financiera (A + B + C + D)	Millones de dólares	-9.332	-8.707	-11.553	-11.740	-19.292	-18.244	-12.273	-9.558	-12.415	-13.102		
Porcentaje del PIB	Porcentaje, términos nominales	-3,3	-2,6	-3,1	-3,1	-5,1	-6,2	-4,3	-3,1	-3,7	-4,1		
A. Inversión extranjera (i + ii)	Millones de dólares	-947	-6.227	-15.646	-8.558	-12.270	-7.506	-9.330	-10.147	-6.409	-11.279		
i. Extranjera en Colombia (IED)	Millones de dólares	6.430	14.647	15.040	16.210	16.169	11.724	13.848	13.837	11.535	14.493		
ii. Colombiana en el exterior	Millones de dólares	5.483	8.420	-606	7.652	3.899	4.218	4.517	3.690	5.126	3.214		
B. Inversión de cartera	Millones de dólares	88	-6.171	-4.769	-7.438	-11.565	-9.166	-4.839	-1.617	1.297	506		
C. Otra inversión (préstamos, otros créditos y derivados)	Millones de dólares	-11.615	-51	3.457	-2.690	106	-1.988	1.731	1.661	-8.490	-5.662	.	
D. Activos de reserva	Millones de dólares	3.142	3.742	5.406	6.946	4.437	415	165	545	1.187	3.332	.	
Errores y omisiones (E Y O)	Millones de dólares	-599	1.096	-190	761	472	320	-237	683	632	698	.	
Tasas de interés													
Tasa de política	Porcentaje, promedio del período	3,2	4,0	5,0	3,4	3,9	4,7	7,1	6,1	4,4	4,3	3,4	
Tasa de política esperada por analistas ^{j/}	Porcentaje, promedio del período												
IBR overnight	Porcentaje, promedio del período	3,2	4,1	5,0	3,4	3,8	4,7	7,1	6,1	4,3	4,3		
Tasa de interés comercial	Porcentaje, promedio del período	7,6	9,0	10,3	8,7	8,7	9,4	12,8	11,1	9,3	8,8		.
Tasa de interés de consumo	Porcentaje, promedio del período	18,0	18,2	19,2	17,9	17,3	17,2	19,2	19,4	17,9	16,5		.
Tasa hipotecaria	Porcentaje, promedio del período	13,1	13,0	13,2	11,1	11,1	11,0	12,4	11,6	10,6	10,4	.	

daec: desestacionalizado y ajustado por efectos calendario.

Nota: en Colombia no hay antecedentes de los efectos negativos de una pandemia como la del Covid-19, ni de las respuestas de política económica necesarias para enfrentarla. Esto, unido al comportamiento de los precios del petróleo, hace que el diagnóstico y el pronóstico de la economía colombiana tenga una incertidumbre inusualmente alta. Por esta razón, en este informe solo se presentan rangos, mas no valores puntuales, para los pronósticos de crecimiento, excesos de capacidad instalada e inflación. Los valores en negrilla corresponden a una proyección o supuesto.

a/ Los datos trimestrales en negrilla corresponden a un supuesto construido con base en la proyección anual de cada variable.

b/ Se calcula con los primeros 21 socios comerciales (sin Venezuela) ponderados por las exportaciones no tradicionales de Colombia en dólares.

c/ Cálculos del Banco de la República con la nueva metodología; excluye la división de alimentos y las subclases correspondientes a comidas fuera del hogar.

d/ Cálculos del Banco de la República con la nueva metodología; incluye la división de alimentos y las subclases correspondientes a comidas fuera del hogar.

e/ Cálculos del Banco de la República con clasificaciones provisionales.

f/ Se refiere a la diferencia entre el PIB observado y el potencial (tendencial) que resulta del modelo 4GM.

g/ metodológicos en <http://www.banrep.gov.co/balanza-pagos>.

h/ Corresponde al promedio anual de las cifras mensuales desestacionalizadas.

i/ Los resultados presentados siguen las recomendaciones de la versión sexta del manual de balanza de pagos propuesta por el FMI. Consulte información adicional y los cambios metodológicos en <http://www.banrep.gov.co/balanza-pagos>.

j/ Los resultados para 2018 y 2019 son preliminares.

k/ 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 enero de 2020.

daec: desestacionalizado y ajustado por efectos calendario.

Nota: en Colombia no hay antecedentes de los efectos negativos de una pandemia como la del Covid-19, ni de las respuestas de política económica necesarias para enfrentarla. Esto, unido al comportamiento de los precios del petróleo, hace que el diagnóstico y el pronóstico de la economía colombiana tenga una incertidumbre inusualmente alta. Por esta razón, en este informe solo se presentan rangos, mas no valores puntuales, para los pronósticos de crecimiento, excesos de capacidad instalada e inflación. Los valores en negrilla corresponden a una proyección o supuesto.

a/ Los resultados corresponden a una proyección anual con base en la metodología de la encuesta de expectativas de analistas económicos.

b/ Se calcula con los primeros 21 socios comerciales (sin Venezuela) ponderados por las exportaciones no tradicionales de Colombia en dólares.

c/ Cálculos del Banco de la República con la nueva metodología; excluye la división de alimentos y las subclases correspondientes a comidas fuera del hogar.

d/ Cálculos del Banco de la República con la nueva metodología; incluye la división de alimentos y las subclases correspondientes a comidas fuera del hogar.

e/ Cálculos del Banco de la República con clasificaciones provisionales.

f/ Se refiere a la diferencia entre el PIB observado y el potencial (tendencial) que resulta del modelo 4GM.

g/ Corresponde al trimestre móvil desestacionalizado.

h/ Los resultados presentados siguen las recomendaciones de la versión sexta del manual de balanza de pagos propuesta por el FMI. Consulte información adicional y los cambios metodológicos en <https://www.bancrep.co/balanza-pagos>.

i/ Los resultados para 2018 y 2019 son preliminares.

j/ 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 enero de 2020.