

Informe de Política Monetaria Julio de 2023

Presentación pública



Gerencia Técnica
Agosto 4 de 2023

El pronóstico macroeconómico

■ ¿Qué es?

- ✓ Ejercicio de proyección de las principales variables macroeconómicas del país en un horizonte de dos años...
- ✓ ... Condicionado a supuestos/proyecciones de variables económicas del exterior, a la evaluación del estado actual de la economía colombiana, ...
- ✓ ... y a un comportamiento de la política monetaria que garantice: (i) que la inflación se mantenga en o converja a la meta del 3%, y (ii) que la economía opere o converja a operar a plena capacidad

■ ¿De quién es?

- ✓ El pronóstico es del EQUIPO TÉCNICO del Banco de la República (recoge sus supuestos, proyecciones e interpretación de los datos)
- ✓ La Junta Directiva usa este pronóstico como referencia para su toma de decisiones...
- ✓ ... No obstante, la Junta Directiva o sus miembros individuales pueden discrepar del equipo técnico en algunos de sus supuestos, parámetros o proyecciones...
- ✓ ... Por esta razón, el pronóstico **NO NECESARIAMENTE** refleja la opinión de la Junta Directiva o de sus miembros individuales

¿De dónde venimos? (IPoM abril de 2023)

Principales características del pronóstico de abril:

1. Choques de oferta duraderos, deterioro de las condiciones financieras internacionales y depreciación del peso, en un entorno de excesos de demanda (Brecha de producto históricamente alta: 2,3%)
2. Inflación (total y básica) observada creciente, con revisiones al alza en los pronósticos para 2023 y sendas de inflación por encima de la meta hasta finales de 2024.
3. Excesos de demanda se extinguían en 2023 y excesos de capacidad emergían en 2024: moderación de la demanda interna
4. Expectativas de inflación significativamente por encima de la meta sin reducciones apreciables, con riesgos de desanclaje y mayor indexación
5. Política monetaria: postura contractiva (tasa de interés de 13,25%) y necesidad de mantener tasas de interés reales altas por un período prolongado para apoyar la convergencia de la inflación al 3% en 2024

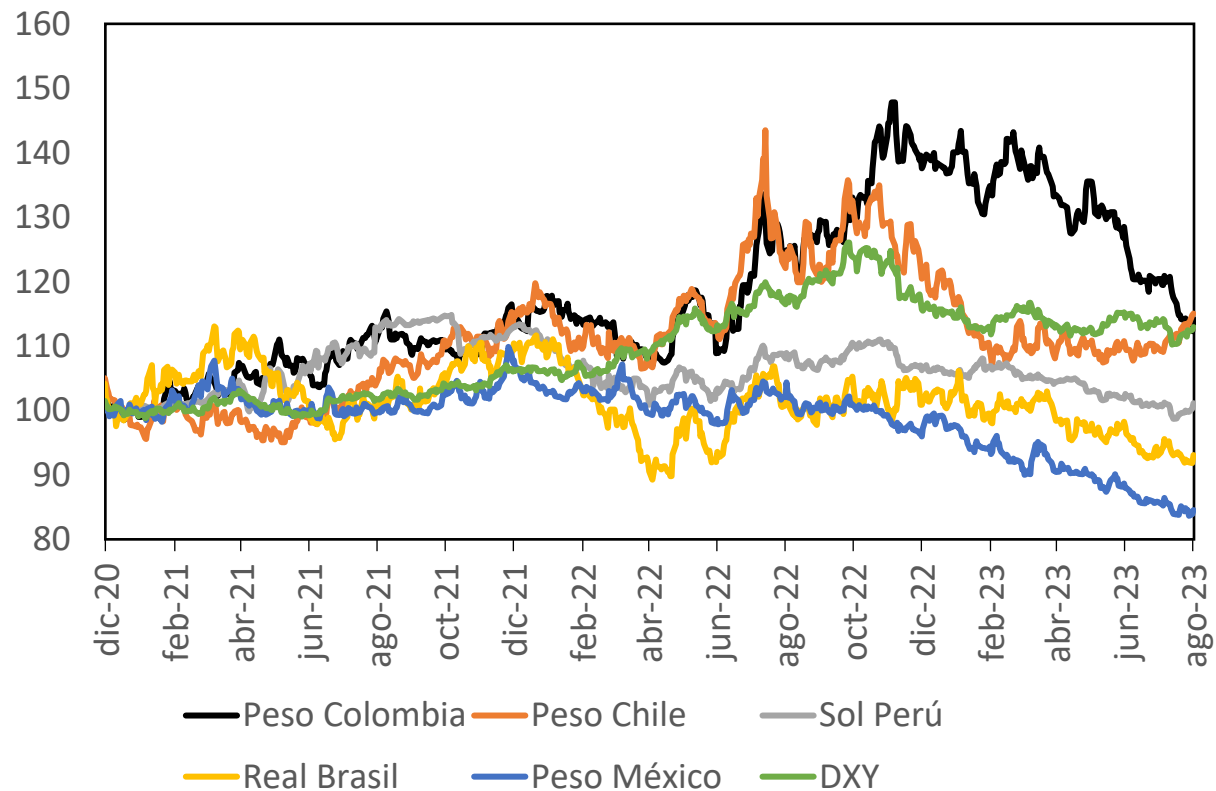
Principales cambios - Contexto externo

- La inflación en Estados Unidos y Europa se redujo, pero la inflación básica continúa alta.
- Los riesgos de estabilidad financiera disminuyeron y con ellos el dilema entre inflación y estabilidad financiera
- La economía de EEUU mantiene fuerte actividad económica y un mercado laboral apretado
- La FED y el BCE continuaron aumentando sus tasas de interés
- Los precios del petróleo disminuyeron
- A nivel global se han valorizado activos riesgosos, con caídas en las primas de riesgo, y depreciación del dólar

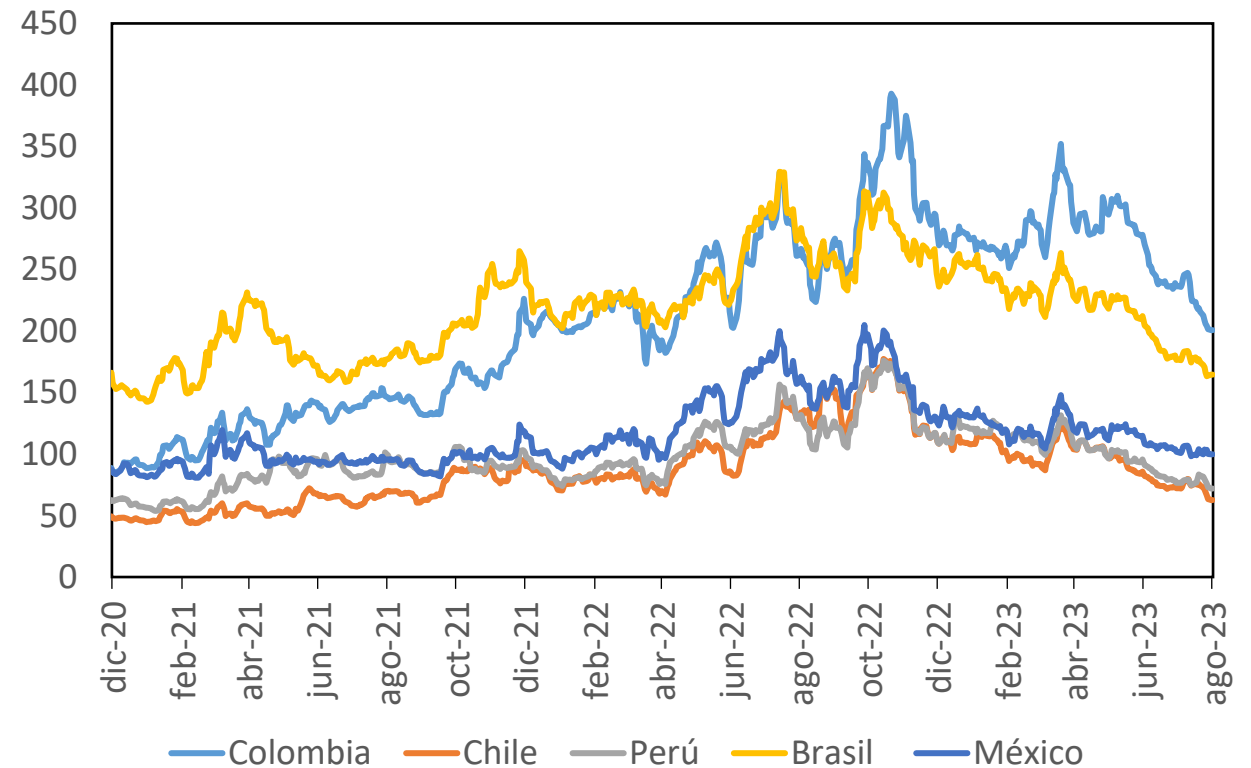
→ Fuerte caída de la tasa de cambio y reducciones significativas en las primas de riesgo de Colombia (pese a altos déficit externo y público + incertidumbre sobre la política económica local)

Primas de riesgo soberano y tasa de cambio

Tasa de cambio nominal
Moneda local/USD - Dic 2020 = 100



Credit Default Swap a cinco años
(puntos base)



Principales cambios - Contexto interno

- **Inflación:** Empezó a caer en el segundo trimestre un poco más rápido de lo previsto. Completa tres meses de descenso.
- La inflación total cerró el segundo trimestre en 12,1% (desde 13,3% en 2023.T1) mientras la básica lo hizo en 10,5% (sin cambio)
 - ✓ Sorpresas a la baja en todas las canastas excepto en regulados
 - ✓ Reducción en la inflación liderada por alimentos y bienes (habían impulsado el aumento en 2021 y 2022)
 - ✓ Servicios: su variación sigue siendo alta por indexación y demanda dinámica
 - ✓ Regulados: aumentos en su variación por indexación e incrementos requeridos de los precios de la gasolina
- Expectativas de inflación caen de forma significativa (especialmente las medidas provenientes de los mercados financieros), pero todas siguen por encima de la meta a todos los horizontes
- Factores clave que explican la reducción de la inflación y que se espera persistan los próximos meses:
 - ✓ Caída de algunos precios internacionales de alimentos y bienes y de los costos logísticos
 - ✓ Buen abastecimiento de alimentos perecederos
 - ✓ Apreciación marcada del peso
 - ✓ Desaceleración de la economía (efectos acumulados de los aumentos de tasas de interés)
 - ✓ Reducción en las expectativas de inflación

Principales cambios - Contexto interno

- **Actividad económica:** Desaceleración del PIB, aunque sus **niveles** siguen siendo elevados
- Esta desaceleración estaba incorporada en los pronósticos del Banco, aunque los últimos datos sugieren que podría estar siendo algo mayor de lo proyectado
- La economía habría crecido 0,7% en 2023.T2, menos que lo previsto en abril (1,3%):
 - ✓ Moderación del consumo privado
 - ✓ Caída de la inversión por bajo dinamismo en la construcción y en maquinaria y equipo (desde niveles récord en 2022)
 - ✓ Caída de las importaciones refleja la moderación en la demanda interna
 - ✓ Aumento de las exportaciones por turismo y manufacturas
 - ✓ Corrección del desbalance externo de la economía
- Estabilidad en el empleo, aunque los últimos datos muestran mejoras en el mismo y una tasa de desempleo que llegó a 9,8%, su nivel más bajo desde 2018 con niveles históricamente bajos para el segmento urbano (8,8%)

Estado inicial de la economía

▪ Interpretación de los datos:

- ✓ Consolidación del ajuste macroeconómico requerido para llevar la inflación a la meta, alcanzar una trayectoria sostenible del PIB y reducir el déficit externo
 - ✓ Dilución de choques inflacionarios de oferta más rápida de lo esperado en abril + apreciación del peso
 - ✓ Eliminación gradual de los excesos de demanda a un ritmo un poco más rápido de lo anticipado
- ➔ Menores presiones inflacionarias, pese a los ajustes de los precios de los combustibles y los efectos de la indexación

Estado inicial de la economía

- **No obstante,**
 - ✓ Las condiciones financieras externas permanecen apretadas y existe gran incertidumbre sobre su evolución futura
 - ✓ Choque cambiario de incierta duración y persistencia: la apreciación del peso ha sido mayor que la proyectada y su magnitud es difícil de explicar solamente por los factores tradicionales (comportamiento del dólar a nivel global, primas de riesgo, términos de intercambio, diferenciales de tasas de interés etc.)
- Dado un estado inicial con inflación y sus expectativas muy por encima de la meta, excesos de demanda y riesgos inflacionarios, la JDBR ha mantenido una postura contractiva de la política monetaria, calibrada para llevar la inflación cerca de la meta del 3% a finales de 2024 de acuerdo con el anuncio realizado por la JDBR a finales de 2022

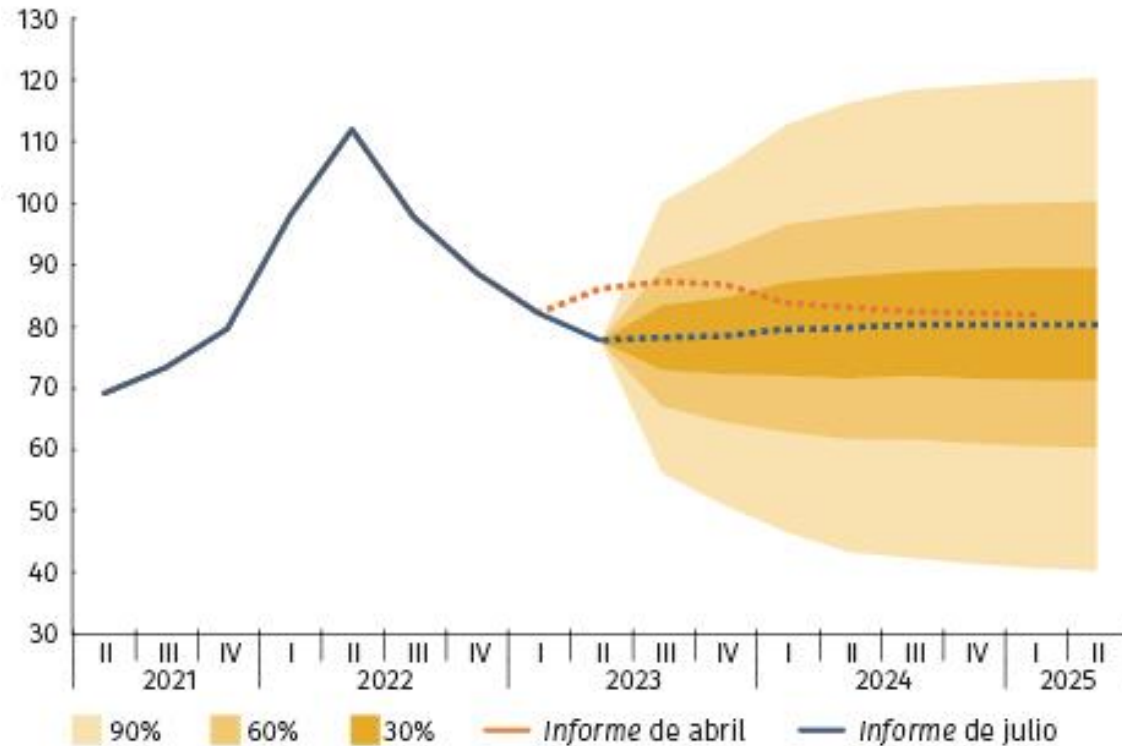
Pronóstico IPoM julio de 2023

Contexto Internacional

El supuesto del precio internacional del petróleo (Brent) se revisó a la baja para 2023 (79 USD bl, antes USD 86) y 2024 (80 USD bl, antes USD 83)

Supuesto trimestral del precio del petróleo

(dólares por barril)

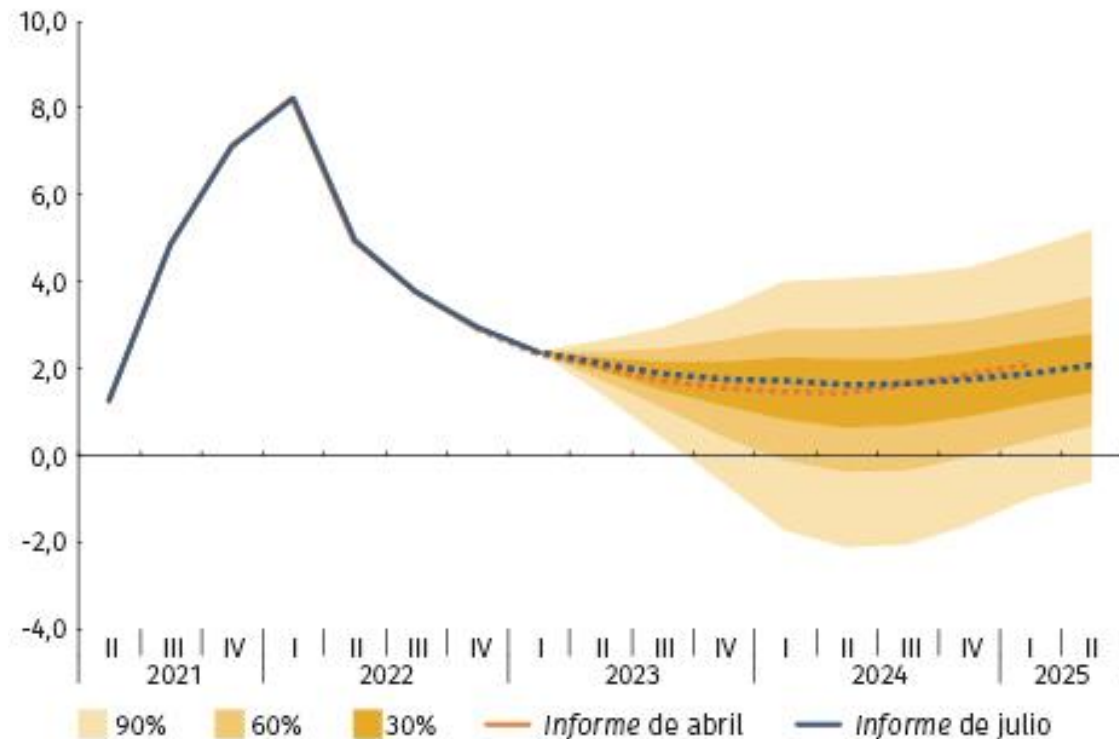


- La cotización internacional del petróleo disminuyó en el segundo trimestre en un contexto de:
 - ✓ Aumento de la producción en países No OPEP, Irán y Venezuela
 - ✓ Alta disponibilidad de petróleo de Rusia.
 - ✓ Perspectivas de menor crecimiento global
 - ✓ Aumento de tasas de política monetaria en economías avanzadas.
 - ✓ Mejor abastecimiento de gas en Europa
- No obstante, los precios se recuperarían frente a los bajos niveles de junio y se mantendrían relativamente altos por:
 - ✓ Nuevos recortes en la producción por parte de la OPEP+
 - ✓ Menores exportaciones de Rusia.
- En 2023 se espera una reducción de los términos de intercambio. Reducción en los precios de exportaciones tradicionales, compensada parcialmente por la disminución de los precios de materias primas importadas y de los costos de transporte.

Se mantiene la proyección de una desaceleración de la demanda externa relevante para Colombia en 2023, aunque menor que la prevista en el *Informe* anterior (1,8% vs 1,6% abril)

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

(porcentaje)



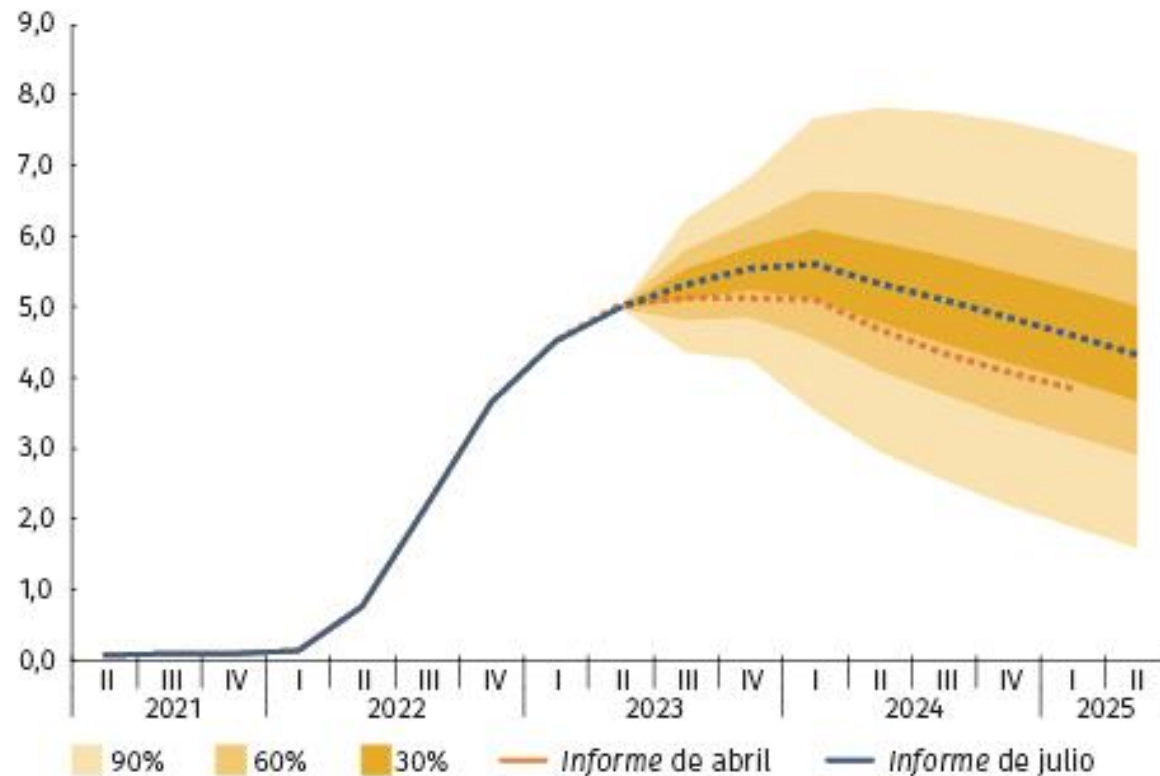
- Desaceleración de la demanda externa:
 - ✓ Tasas de interés de política monetaria elevadas (inflación por encima de las metas)
 - ✓ Alta incertidumbre (tensiones geopolíticas)
 - ✓ Débil recuperación de la economía de China

- No obstante, se espera una menor desaceleración por cuenta de mejores datos de actividad económica en varios socios en el primer semestre de 2023 (v.g. EEUU, México, zona del euro y Brasil)

La senda supuesta de tasa de interés de política en los EEUU se revisó al alza frente al pronóstico anterior

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

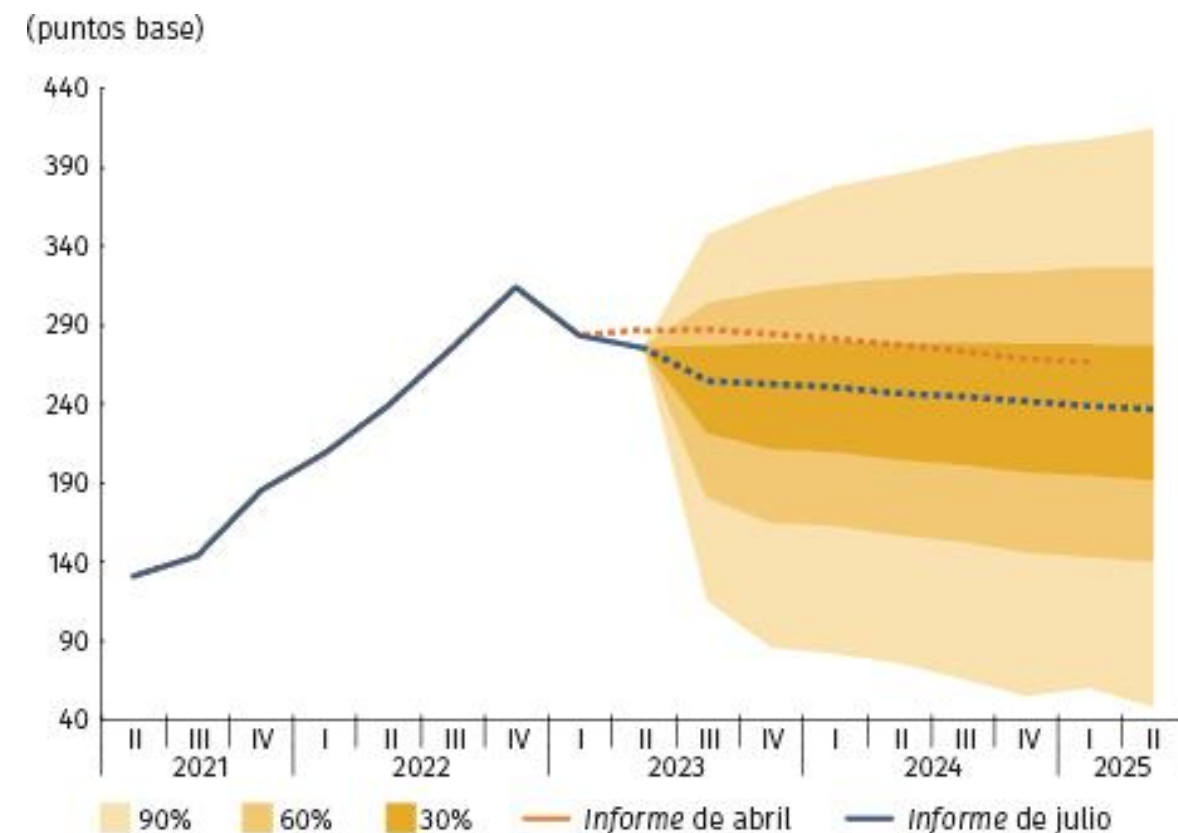
(porcentaje)



- La Reserva Federal de los Estados Unidos continuó aumentando sus tasas de interés a 5,25%-5,5%, por encima de lo anticipado en nuestro pronóstico de abril
- En EEUU la inflación básica se mantiene por encima de la meta, el mercado laboral continúa apretado y se moderó el estrés del sistema bancario
- La mediana de las proyecciones de los gobernadores de la Reserva Federal y las tasas de interés implícitas en los futuros aumentaron desde abril
- Se espera un aumento adicional en el segundo semestre y reducciones en 2024
- El BCE continuó elevando en julio su tasa de interés de referencia y podría hacer incrementos adicionales.

Se revisó a la baja el supuesto de prima de riesgo del país, aunque se mantendría por encima de lo observado antes de la pandemia

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



- Las primas de riesgo disminuyeron sustancialmente (promedio 294 pb en mayo a 224 pb en julio) en un contexto de:
 - ✓ Mayor apetito global por riesgo, valorización de activos riesgosos y moderación de la volatilidad en los mercados internacionales
 - ✓ Reducción del déficit de cuenta corriente del país
- Sin embargo, permanecen elevadas:
 - ✓ Expectativas de condiciones financieras ajustadas y elevada incertidumbre sobre la economía mundial
 - ✓ Altos niveles de deuda pública y persistencia del déficit fiscal y externo
 - ✓ Incertidumbre remanente sobre la política económica y las consecuencias fiscales de las reformas

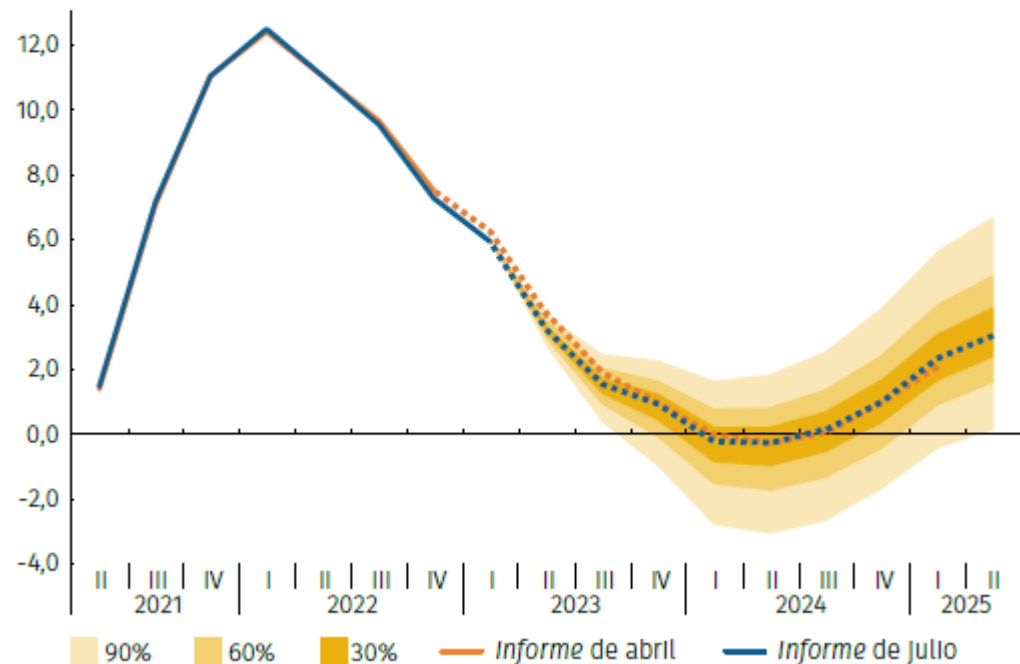
Pronóstico IPoM julio de 2023

Pronósticos de actividad económica e inflación

El pronóstico de crecimiento del PIB para 2023 se revisó ligeramente a la baja del 1% al 0,9%, en un rango amplio de incertidumbre. Para 2024 no cambió (1%)

Producto interno bruto, acumulado 4 trimestres^{a, b, c/}
(variación anual)

(porcentaje)

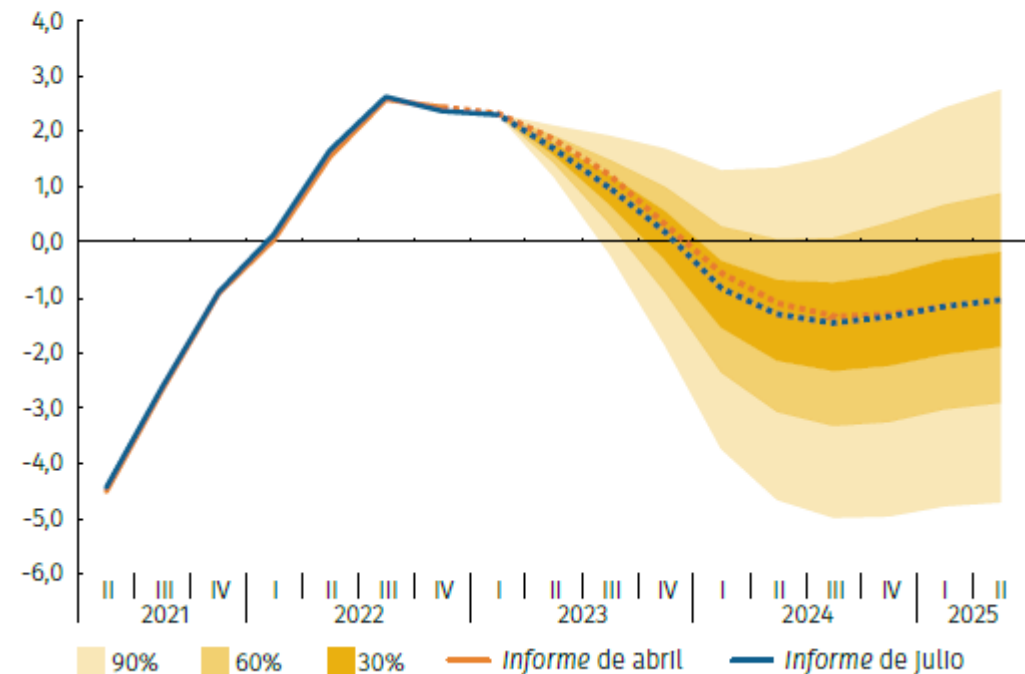


- Ajuste del consumo privado y la inversión:
 - ✓ Condiciones financieras internas más apretadas (efectos acumulados de la política monetaria y moderación del crédito)
 - ✓ Corrección del consumo desde niveles muy elevados
 - ✓ Incertidumbre
- La inversión estaría soportada por el avance de las obras civiles en 2023, pero se reduciría:
 - ✓ La inversión en maquinaria y equipo caería desde niveles históricamente altos en 2022
 - ✓ Condiciones desfavorables en el mercado de vivienda
- La reducción del déficit público moderaría su impulso a la economía
- Condiciones externas:
 - ✓ Condiciones financieras externas que permanecerían apretadas (tasas de interés y primas de riesgo)
 - ✓ Desaceleración mundial
 - ✓ Deterioro de los términos de intercambio
- Crecimiento en 2024 de 1,0% en un rango amplio

Con esta dinámica del crecimiento, la brecha de producto se cerraría en 2023 y se tornaría negativa en 2024

Brecha del producto^{a/, b/, c/}
(acumulado 4 trimestres)

(porcentaje)

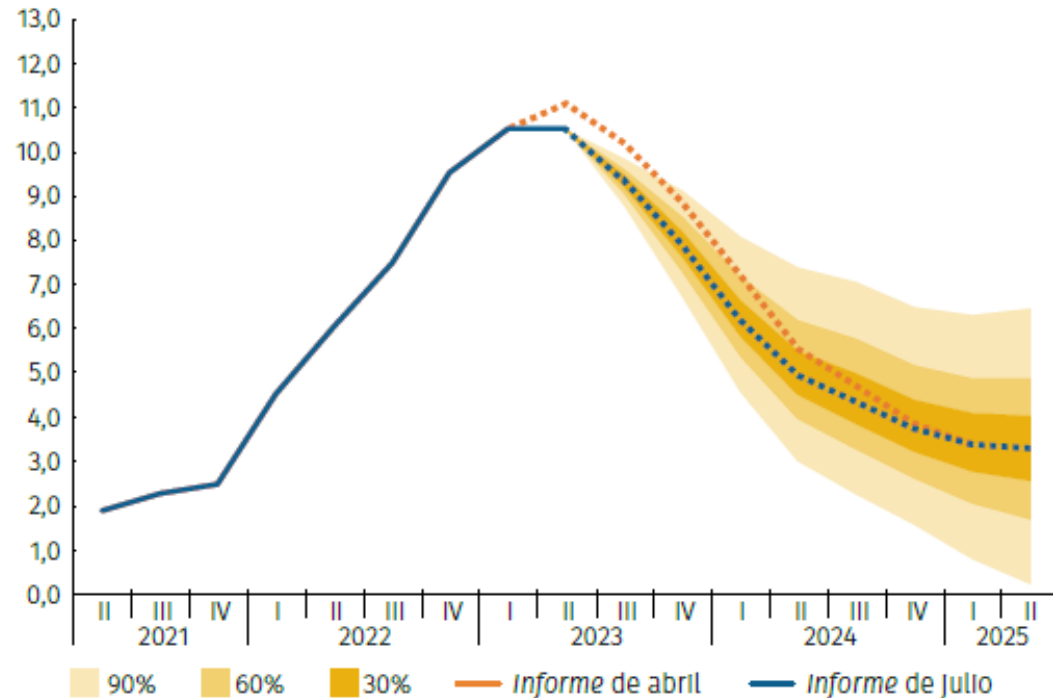


- Los excesos de demanda estarían eliminándose un poco más rápido de lo previsto en abril: Revisión a la baja de la brecha de producto (del 1,9% al 1,7%) para el segundo trimestre.
- En general las tendencias del mercado laboral y sus pronósticos reafirman el diagnóstico de excesos de demanda que se estarían cerrando:
 - ✓ Desempleo estable en niveles bajos (9,8%) implica probablemente una brecha negativa de desempleo que se cerraría en 2024 (Reporte del Mercado Laboral)
 - ✓ Estabilidad del empleo y altos niveles de vacantes
- Crecimiento “potencial” de 3,1% y de 2,6% en 2023 y 2024

La inflación básica habría alcanzado su pico en el segundo trimestre (10,5%) y comenzaría su descenso en el tercer trimestre. El pronóstico para 2023 se revisó significativamente a la baja al 7,9% (antes 8,9%) y para 2024 también se revisó algo a la baja al 3,7% (antes 3,9%)

IPC sin alimentos ni regulados ^{a/, b/}
(variación anual, fin de periodo)

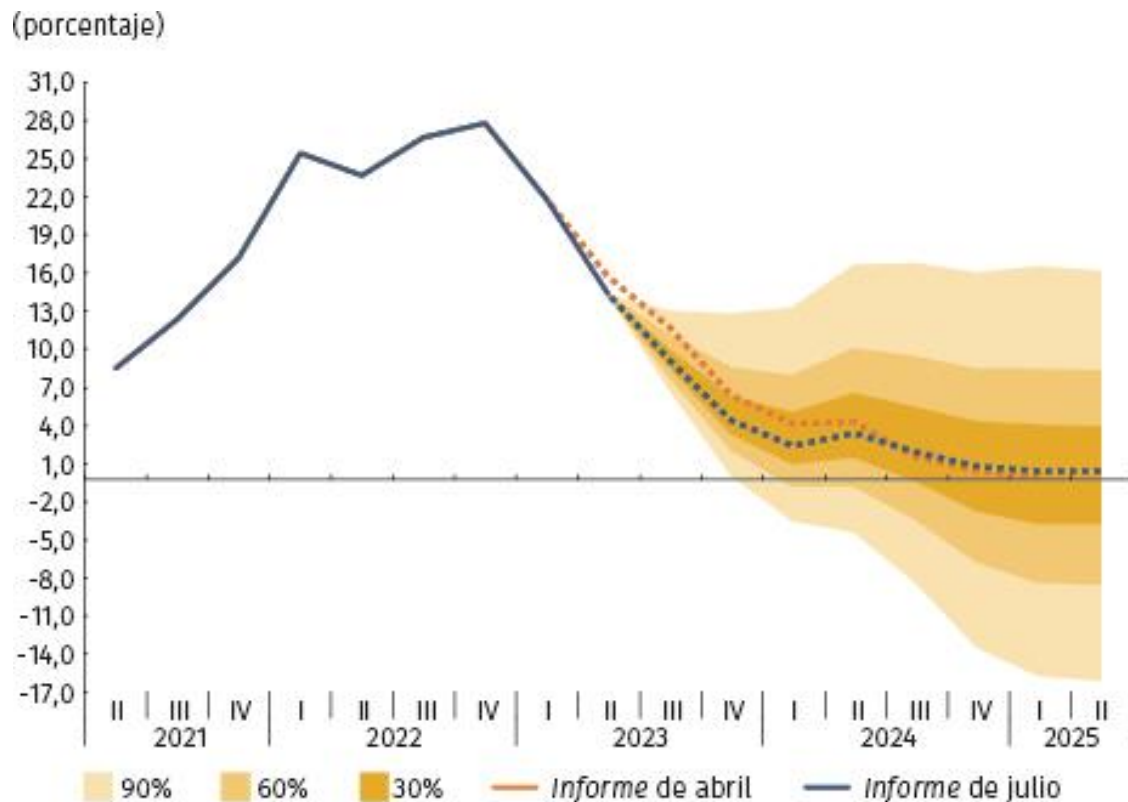
(porcentaje)



- Revisión a la baja por:
 - ✓ Menores presiones cambiarias observadas y proyectadas
 - ✓ Reducciones en los costos externos e internos (IPP)
 - ✓ Efectos de reducciones en inflación de alimentos sobre comidas fuera del hogar (servicios)
 - ✓ Excesos de demanda menores
- Se mantiene alta por indexación, excesos de demanda remanentes en 2023 y efectos indirectos de mayores precios de los combustibles
- La inflación básica empezaría a descender este trimestre, especialmente por la canasta de bienes:
 - ✓ Los factores que explicaron la revisión a la baja persistirían
 - ✓ Las expectativas de inflación continuarían bajando
 - ✓ Efecto estadístico de la reversión de alivios en impuestos indirectos y de los días sin IVA

La variación anual de los precios de los alimentos continuó en una senda descendente en el segundo trimestre de 2023 y continuaría bajando más rápido de lo previsto en abril

IPC alimentos, densidad predictiva^{a/} (variación anual, fin de periodo)

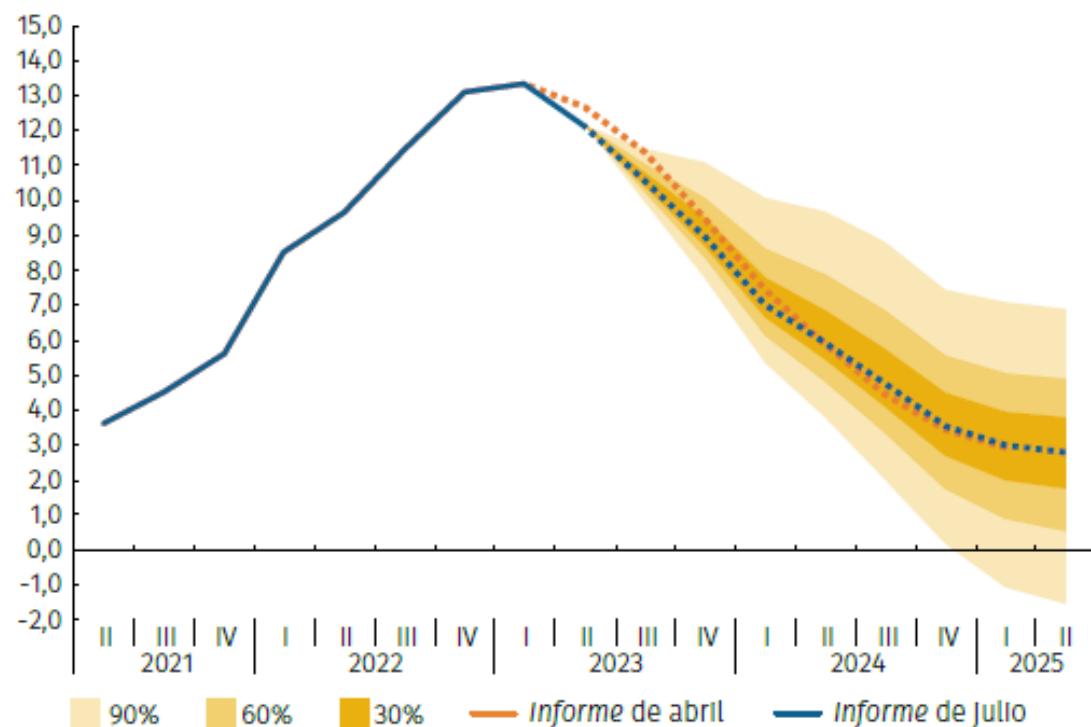


- Significativa revisión a la baja del pronóstico para el final de 2023 (4.3% frente a 6,4% en el Informe de abril) y de la senda en 2024, que terminaría en 0,75%
- Factores que favorecen la reducción de este pronóstico:
 - ✓ Reducciones en los precios internacionales
 - ✓ Menores presiones cambiarias (insumos y alimentos procesados)
 - ✓ Buena oferta local de alimentos perecederos
- Dos riesgos importantes incorporados en las densidades predictivas:
 - ✓ Efectos del fenómeno de El Niño
 - ✓ Ruptura de acuerdos de exportación de granos por la guerra entre Rusia y Ucrania
- La canasta de **regulados** es la única que presenta una **revisión al alza** (18,05% al cierre de 2023 –antes 14,5%) principalmente por aumentos más rápidos del precio de los combustibles en 2023, requeridos para cerrar el déficit del FEPC

La inflación total continuaría su descenso en este trimestre y terminaría 2023 en 9,0% (antes 9,5%)
Para 2024 el pronóstico no cambió (3,5%). La inflación se acercaría a la meta por la postura de la política monetaria.

Índice de precios al consumidor ^{a/, b/} (variación anual, fin de periodo)

(porcentaje)

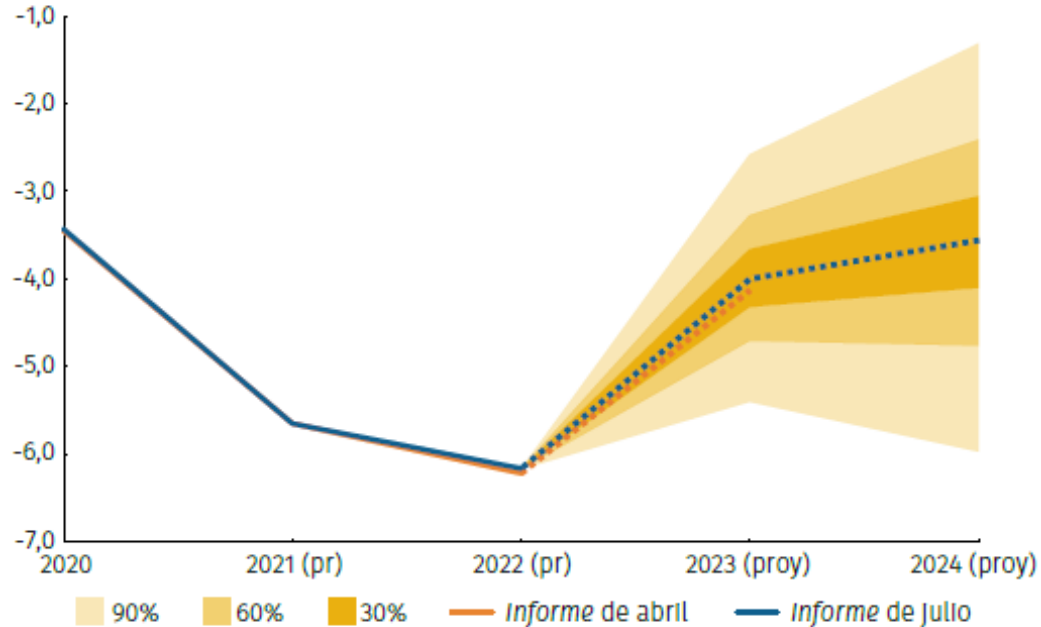


- Sesgos al alza por riesgos inflacionarios:
 - ✓ El Niño fuerte: Precios de los alimentos, comidas fuera del hogar y regulados (energía)
 - ✓ Otros: Situación en Ucrania (precios de los alimentos), energía (fin de opción tarifaria), arriendos, peajes, transporte
- Gran incertidumbre por contexto externo y tasa de cambio

Se prevé una reducción del desbalance externo desde el 6,2% del PIB en 2022 al 4,0% del PIB en 2023 (antes 4,1%) debido al menor crecimiento esperado de la demanda interna y en línea con la disminución del déficit público. El ajuste continuaría en 2024 con una reducción al 3,6% del PIB

Cuenta corriente anual^{a/, b/} (acumulado 4 trimestres)

(porcentaje del PIB)



(pr): preliminar. (proy): proyectado.

- En 2023 y 2024 la corrección del déficit externo frente a lo registrado en 2022 se explica por:
 - ✓ Ajuste de la demanda interna privada y del déficit fiscal
 - ✓ Menores presiones de costos (insumos importados y fletes)
 - ✓ Aumento de las remesas de trabajadores (aumento de migración y mercados laborales apretados en el exterior)
 - ✓ Aumento de ingresos por exportaciones de servicios (turismo)
 - ✓ Mejores rendimientos de las reservas internacionales y menores utilidades de empresas con IED
- Los factores que limitarían una mayor reducción en 2023 serían:
 - ✓ Caídas en los precios de las exportaciones y volúmenes bajos de producción de las principales materias primas
 - ✓ Altos intereses de la deuda externa
 - ✓ Desaceleración de la demanda externa

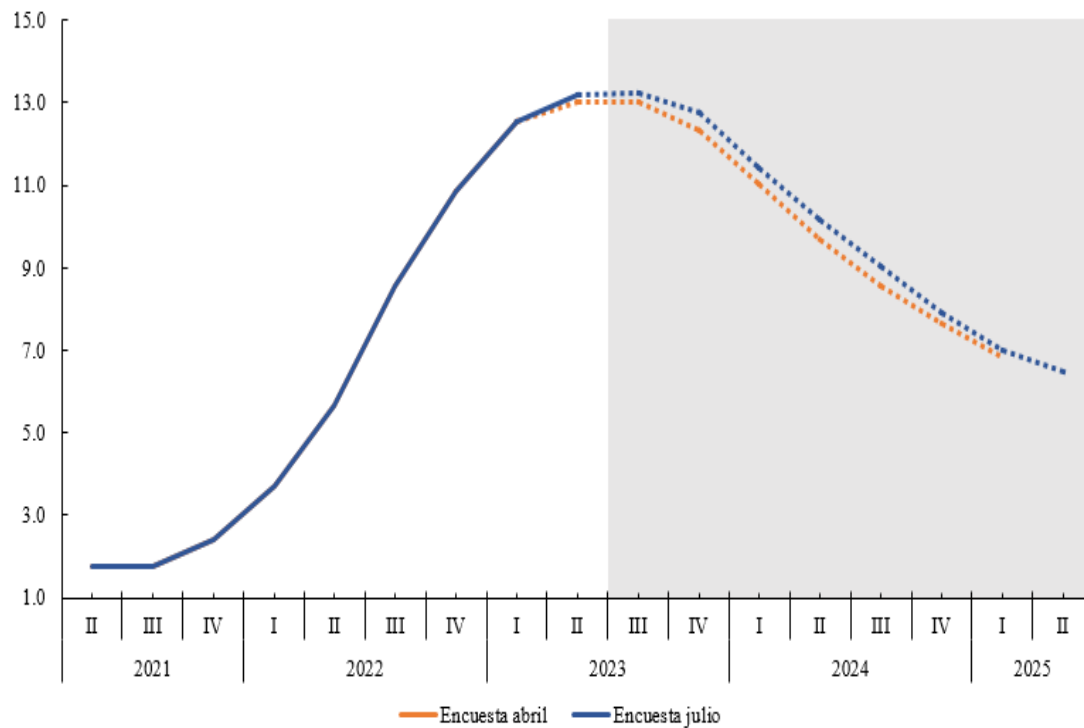
Pronóstico IPoM julio de 2023

Política monetaria

Los altos niveles de la inflación observada y proyectada, el riesgo de un desanclaje persistente de las expectativas de inflación, riesgos inflacionarios en el futuro y excesos de demanda remanentes requieren una postura contractiva de la política monetaria para llevar la inflación a la meta

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

(porcentaje)



a/ Estas proyecciones son calculadas como el promedio de la tasa que estaría vigente en cada trimestre de acuerdo con la mediana de las respuestas mensuales de la Encuesta de expectativas de analistas económicos realizada por el Banco de la República en julio de 2023.

- La mediana de la senda de tasa de interés de política esperada por los analistas indica reducciones desde el cuarto trimestre de 2023, llegando al 11,75% a finales del año y al 7,9% en promedio para el cuarto trimestre de 2024
- La senda de tasa de interés del pronóstico del equipo técnico del Banco es compatible con una inflación total que se acerca a la meta del 3% en 2024
- Esta senda es, en promedio, mayor que la de los analistas, quienes proyectan inflación y crecimiento mayores que los del actual pronóstico en 2024
- La postura contractiva de la política monetaria contribuye al ajuste de la demanda interna y a la reducción de la vulnerabilidad derivada del déficit externo
- *Esta **NO** es la proyección del equipo técnico sobre lo que la Junta Directiva decidirá en el futuro; es la senda de tasas de interés resultante de las "reglas de política" incluidas en nuestros modelos, que no necesariamente reflejan la visión de la Junta o de sus miembros individuales.*

Riesgos del pronóstico

Se mantiene incertidumbre elevada en el horizonte de pronóstico

Algunos juicios claves del pronóstico macroeconómico:

- ✓ Persistencia de inflación por encima de la meta no altera la credibilidad de ésta ni el grado de indexación de los precios
- ✓ El fenómeno de El Niño no tendría efectos muy significativos sobre los precios de los alimentos y la energía
- ✓ Demanda interna privada pierde dinamismo durante lo que resta de 2023 y la primera mitad de 2024
- ✓ No hay *trade-off* entre política monetaria y estabilidad financiera: Significativa capacidad del sistema financiero para asimilar los efectos de altas tasas de interés reales como las actuales (ver Reporte de Estabilidad Financiera)

Riesgos (+, - ó ? sobre la tasa de interés):

- **Desanclaje de las expectativas de inflación / aumentos en el grado de indexación**
 - + Desviaciones más duraderas de la inflación respecto a la meta elevan el riesgo de desanclaje de las expectativas de inflación y de mayor grado de indexación
- **Presiones inflacionarias adicionales en un contexto de inflación por encima de la meta**
 - + Choques climáticos como el Fenómeno de El Niño cuya probabilidad ha aumentado (alta incertidumbre sobre su magnitud)
- **Evolución de las condiciones financieras externas**
 - ?- Incertidumbre sobre las condiciones financieras globales; posibilidad de relajamiento y menores presiones cambiarias
- **Incertidumbre sobre la brecha de producto**
 - ? Dinámica de la demanda interna en los próximos trimestres dadas las altas tasas de interés reales
 - ? PIB potencial (inversión)

Recuadros del IPoM de julio de 2023 y Reporte de Mercado Laboral

Recuadro 1: ¿Cuál es la relación entre el IPP y el IPC en Colombia?

Recuadro 2: Análisis del comportamiento reciente del precio de la carne

Reporte del Mercado Laboral: Coyuntura y estimaciones de la tasa de desempleo no inflacionaria (NAIRU)

Informe de Política Monetaria Julio de 2023

Presentación pública



Gerencia Técnica
Agosto 4 de 2023