

Informe de Política Monetaria Julio de 2024



Gerencia Técnica
Agosto 6 de 2024

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

Estado inicial de la economía

La inflación durante el segundo trimestre estuvo en general en línea con el pronóstico de abril

- La inflación total se mantuvo estable en 7,2% en línea con lo proyectado en abril
- La inflación básica siguió cayendo (6%), algo más rápido de lo proyectado (6,2%)
- Sorpresa a la baja en bienes, servicios y regulados fueron compensadas por sorpresas al alza en alimentos perecederos:
 - ✓ Alimentos procesados y bienes: tasa de cambio y precios internacionales
 - ✓ Regulados: postergación de algunos ajustes en servicios públicos, combustibles y peajes
 - ✓ Servicios: menores incrementos en CFH, algunos efectos de la debilidad de la demanda sobre transporte, paquetes turísticos y otros servicios
 - ✓ Alimentos perecederos: ¿efectos más fuertes de El Niño?
- La canasta de servicios continúa presentando rubros con una alta persistencia:
 - ✓ Mecanismos de indexación, efectos del salario mínimo y aún fuerte consumo de servicios,
 - ✓ ... los arriendos han mostrado una inercia mayor de la esperada
- Aunque la mayoría de las medidas de expectativas de inflación a diferentes horizontes siguen por encima de la meta, todas señalan una inflación decreciente en el tiempo y algunas (BEIs) se redujeron apreciablemente durante el trimestre

En lo corrido de 2024, la actividad económica ha crecido más de lo proyectado por el Banco. El PIB completa tres trimestres de crecimientos inter-trimestrales positivos

- Crecimiento del PIB del 0,9% del primer trimestre sorprendió al alza (vs 0,3% estimado)
- Los datos de alta frecuencia más recientes también señalan que el crecimiento del segundo trimestre (1,8%) habría sido mayor de lo proyectado en abril (1,4%), con sesgo al alza
 - ✓ Niveles de actividad altos en el sector primario y mejor dinámica en algunos servicios
 - ✓ La demanda interna habría crecido y completaría tres trimestres de crecimientos positivos tanto en consumo privado y público, como en inversión (maquinaria y equipo y algunas obras civiles)
 - ✓ Buen comportamiento de las exportaciones (bienes y servicios)
- El desempeño de la actividad económica está caracterizado por:
 - ✓ Disparidades sectoriales: servicios vs manufactura, construcción y comercio
 - ✓ Disparidades por tipo de gasto: consumo de servicios vs inversión y otros rubros del consumo
- Mercado laboral:
 - ✓ Tasa de desempleo en 10,5%, por debajo de la NAIRU
 - ✓ Ocupación laboral ha aumentado en el último trimestre, especialmente en el segmento informal

Estado inicial de la economía: Interpretación de los datos

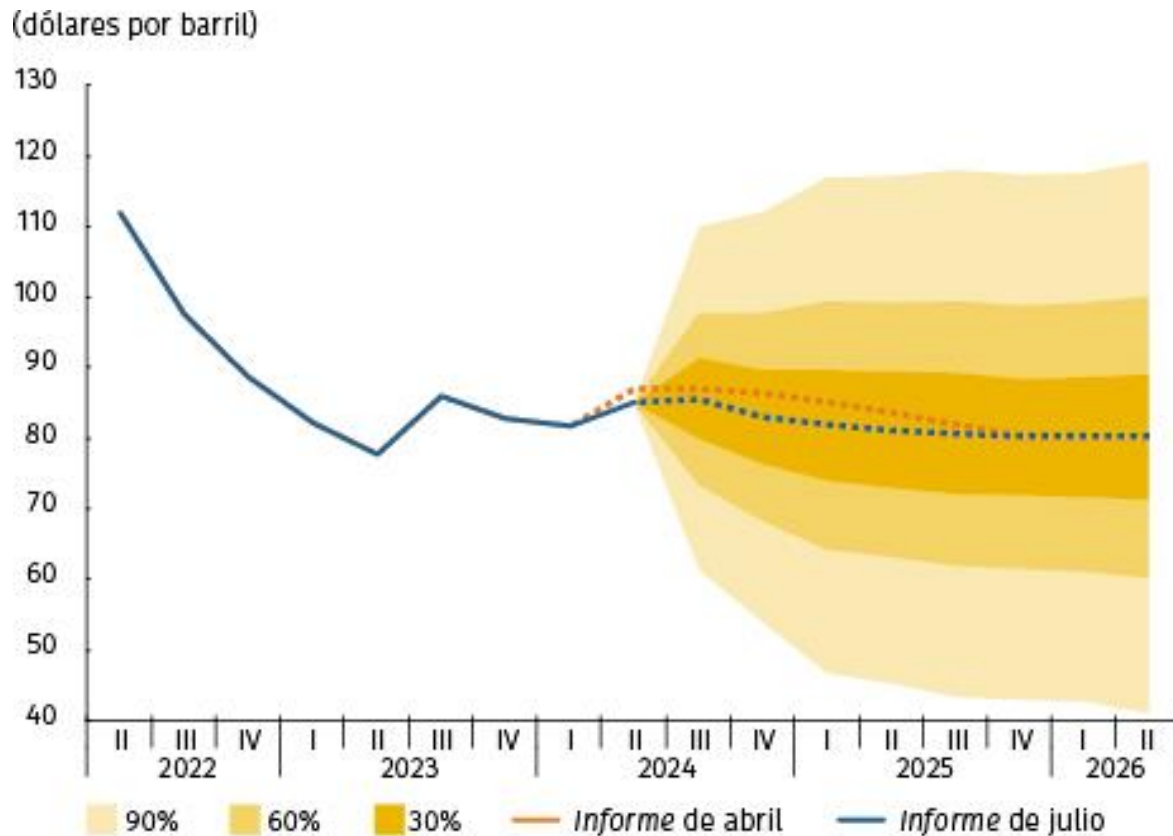
- Consolidación del ajuste macroeconómico requerido para llevar la inflación a la meta y mantener una trayectoria sostenible del déficit externo
- La brecha de producto sería negativa
 - ✓ La sorpresa de crecimiento de 2024.T1 y el aumento de la estimación de 2024.T2 se deben en parte a choques de oferta (sector primario) y demanda (administración pública) transitorios que se diluirían rápidamente
- La pausa en la reducción de la inflación estaba dentro de los pronósticos del Banco. La inflación básica mantuvo una tendencia decreciente, pero hay riesgos relevantes que persisten:
 - ✓ Condiciones cambiantes sobre inflación y actividad económica en los EEUU exacerban la incertidumbre y la volatilidad cambiaria
 - ✓ Inercia de algunos precios de servicios (arriendos)
- La política monetaria sigue enfrentando una disyuntiva entre inflación y producto
 - ➔ Los riesgos inflacionarios y la distancia de la inflación y sus expectativas respecto a la meta requieren una postura contractiva de la política monetaria para garantizar la convergencia a la meta (cautela en la velocidad de reducción de la tasa de interés),
 - ➔ ... Pero la tendencia decreciente de la inflación básica y el pronóstico macroeconómico permiten continuar con la reducción de tasas
 - ➔ La tasa de interés de política monetaria se redujo en 100pb durante el trimestre, de 11,75% a 10,75%

Contexto Internacional: Principales cambios y supuestos

El precio del petróleo aumentó en 2024-T2 frente a lo observado en 2024-T1

Oferta restringida (OPEP+), aumentos en la demanda (jet fuel), reducción de inventarios EEUU, entre otros factores

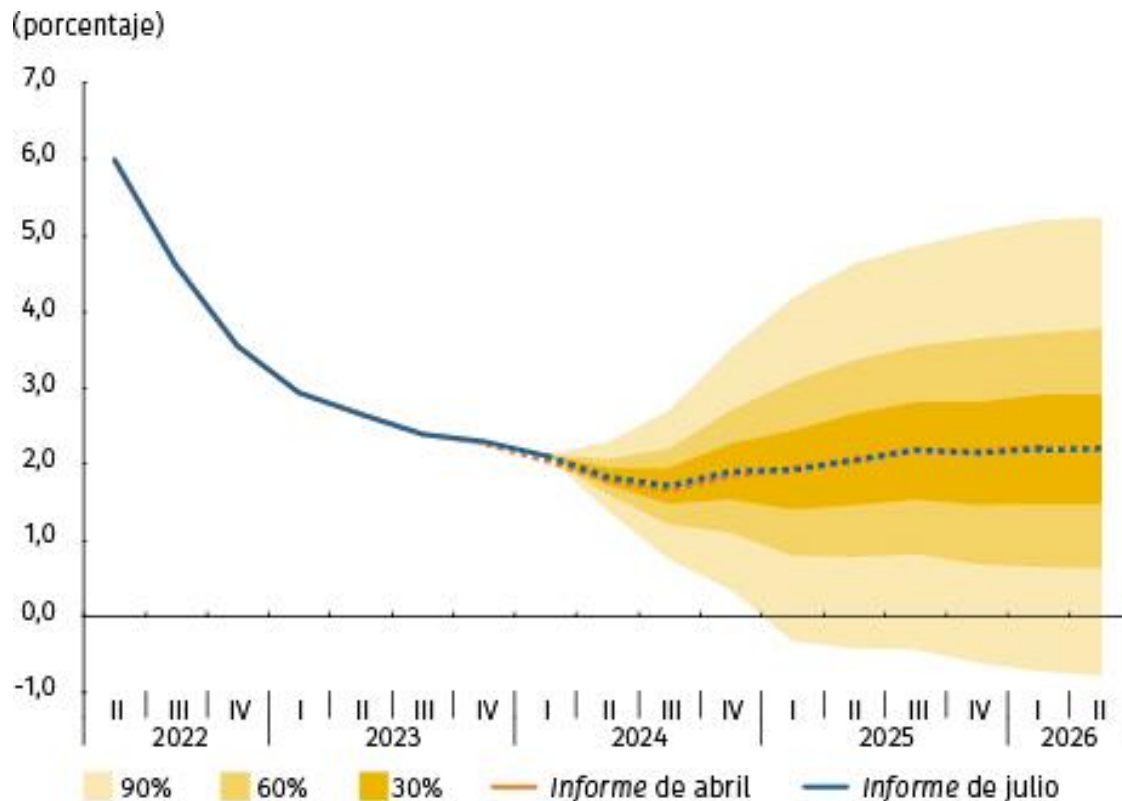
Supuesto trimestral del precio del petróleo



- El supuesto del precio internacional del petróleo (Brent) se revisó ligeramente a la baja para 2024 (84 vs 86 USD/bl) y para 2025 (81 vs 83 USD/bl)
- Principales factores de la revisión:
 - ✓ La oferta de países OPEP+ aumentaría a partir del cuarto trimestre del año
 - ✓ Mayor oferta de países no OPEP+
- Elevada incertidumbre, especialmente por los conflictos geopolíticos y las decisiones de la OPEP
- En 2024 se espera una reducción de los términos de intercambio, aunque algo menor que la del *Informe* de abril

El crecimiento de los socios comerciales en 2024 sería un poco mayor de lo proyectado anteriormente (sorpresas positivas en 2024-T1 en algunas economías de la región y China)

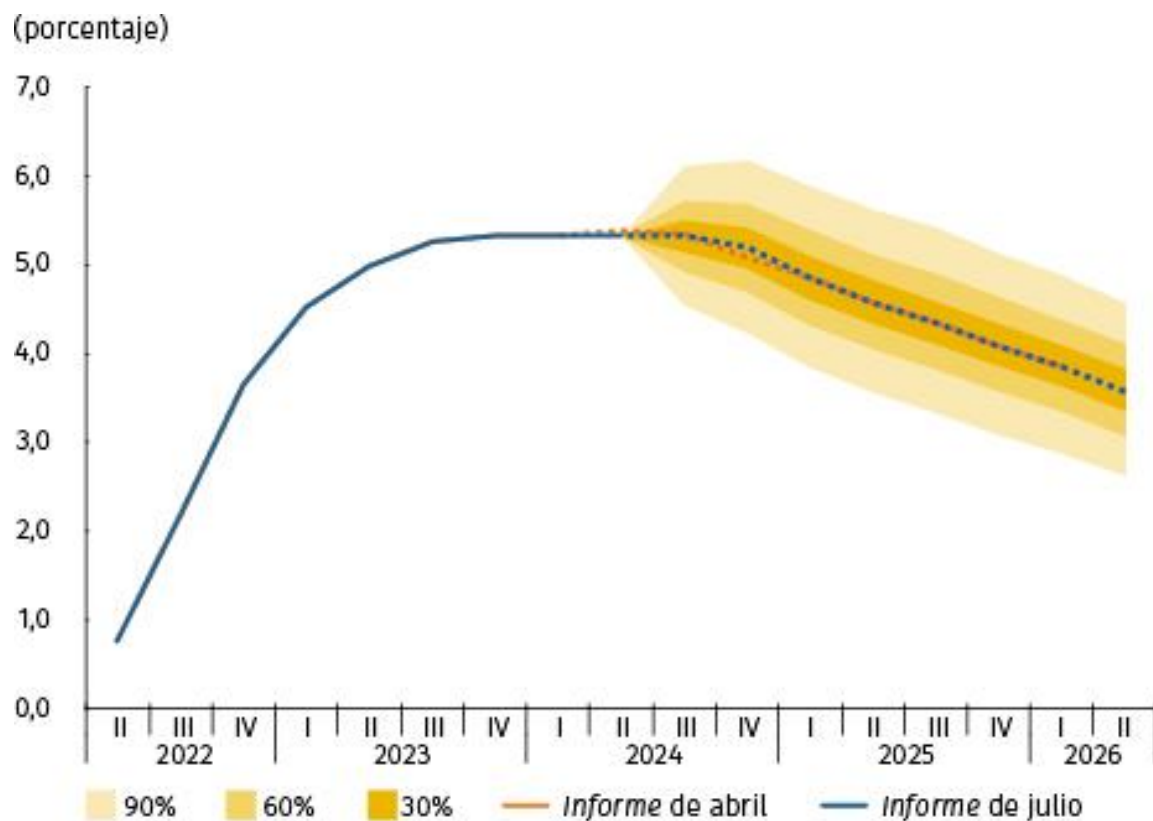
Supuesto trimestral del crecimiento 12 meses de los socios comerciales con base en las proyecciones anuales,



- Para 2024 se mantiene la perspectiva de desaceleración respecto al 2,3% de 2023 y se estima un crecimiento de la demanda externa de 1,9% (vs 1,8% en abril)
 - ✓ Tasas de interés de política monetaria todavía en terreno contractivo
 - ✓ Alta incertidumbre: Eventos climatológicos adversos, crecientes tensiones geopolíticas y comerciales, elecciones en gran parte del mundo
- Para 2025 se prevé un repunte al 2,1% (todavía inferior al promedio histórico).

La senda futura de tasas de interés de la FED sería similar a la del *Informe* de abril, pero se redujo el riesgo al alza dadas las sorpresas recientes a la baja en la inflación y el deterioro de algunos indicadores del mercado laboral

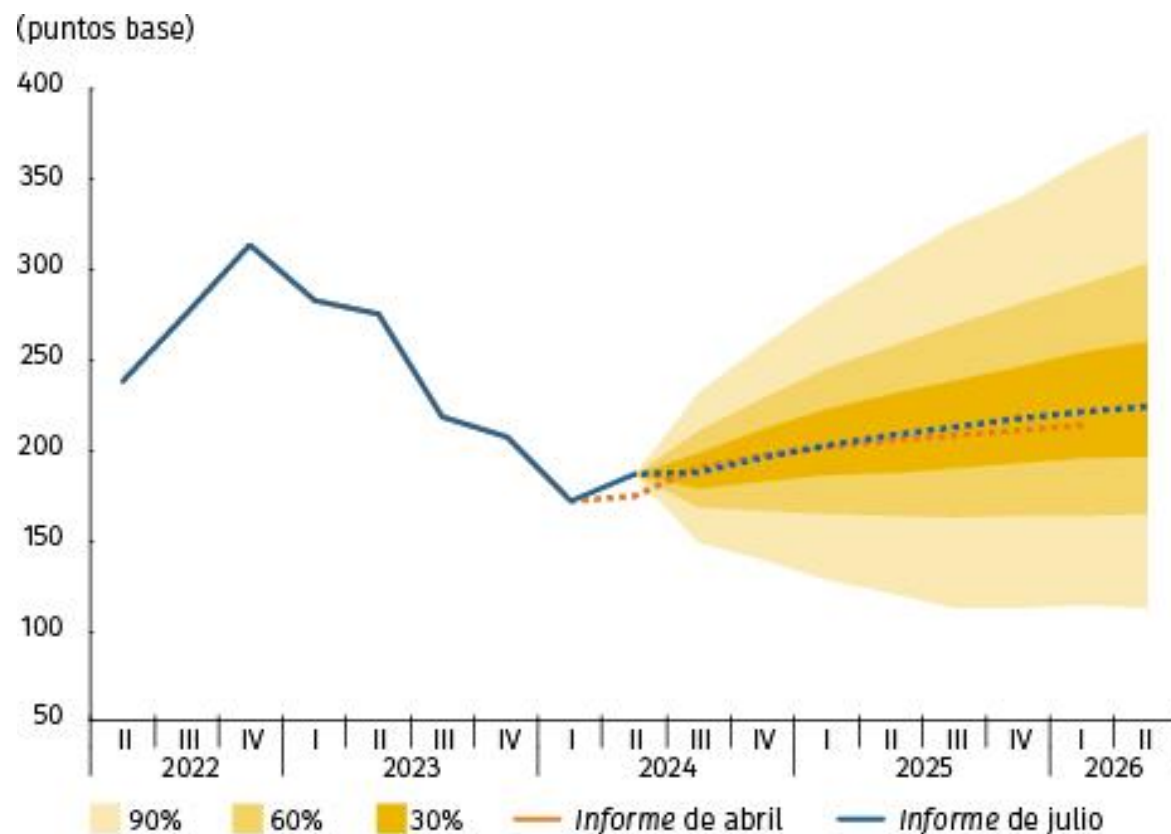
Supuesto trimestral de la tasa de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos



- Las inflaciones total y básica en EEUU han sorprendido a la baja durante los dos últimos meses, luego de sorprender al alza en el primer trimestre.
- Algún deterioro en el mercado laboral
- Alta volatilidad reciente
- Dos reducciones en la tasa de interés de la FED en lo que resta del año
- El supuesto de la tasa de interés de la Fed sería similar al del *Informe* de abril: 4,75%-5,0% a finales de 2024 y 3,75%-4,0% en diciembre 2025.

Volatilidad de las condiciones financieras internacionales: Se apretaron en en 2024-T2 (perspectivas de política monetaria en EEUU + aumento aversión global al riesgo), con corrección reciente

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



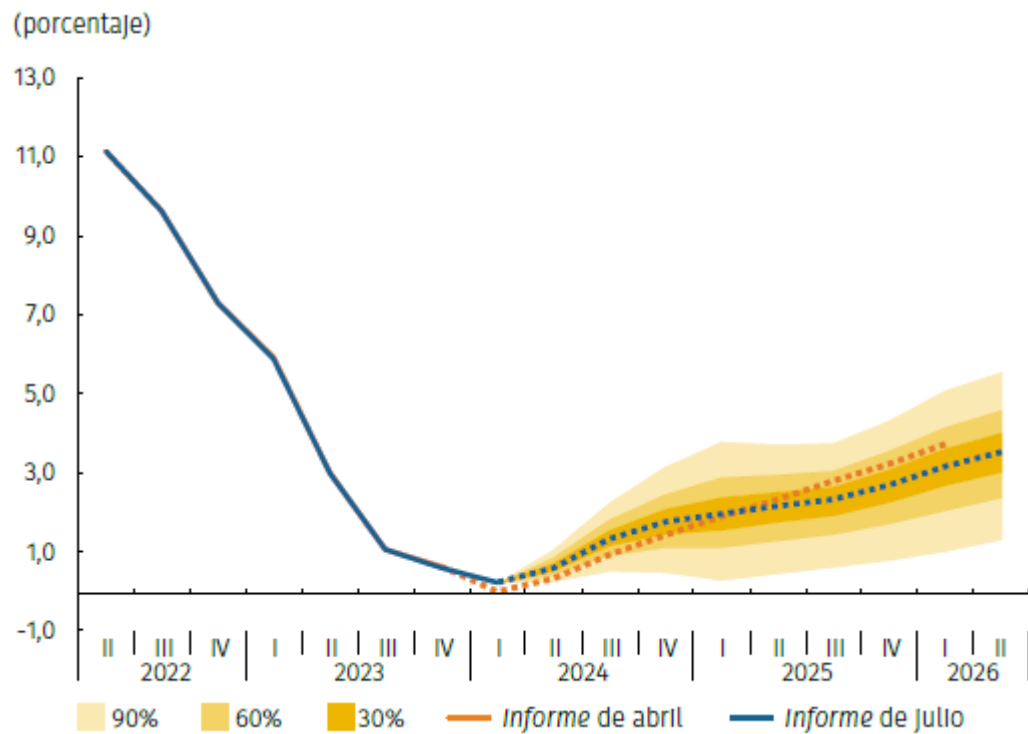
- La volatilidad en las condiciones financieras externas se ha traducido en volatilidad cambiaria
- El supuesto de prima de riesgo se revisó marginalmente al alza frente a abril
- La prima de riesgo se mantendría por encima de sus promedios históricos:
 - ✓ Deuda pública mayor que su promedio histórico y que crecería en el horizonte de pronóstico
 - ✓ Tensiones geopolíticas y comerciales continúan y pueden intensificarse

Pronóstico macroeconómico

Pronósticos de actividad económica e inflación

El pronóstico de crecimiento del PIB para 2024 se revisó al alza al 1,8% desde el 1,4% en el IPOM de abril
Para 2025 se espera que la economía gane dinamismo y crezca 2,7% (versus 3,2% en abril, por base de comparación)

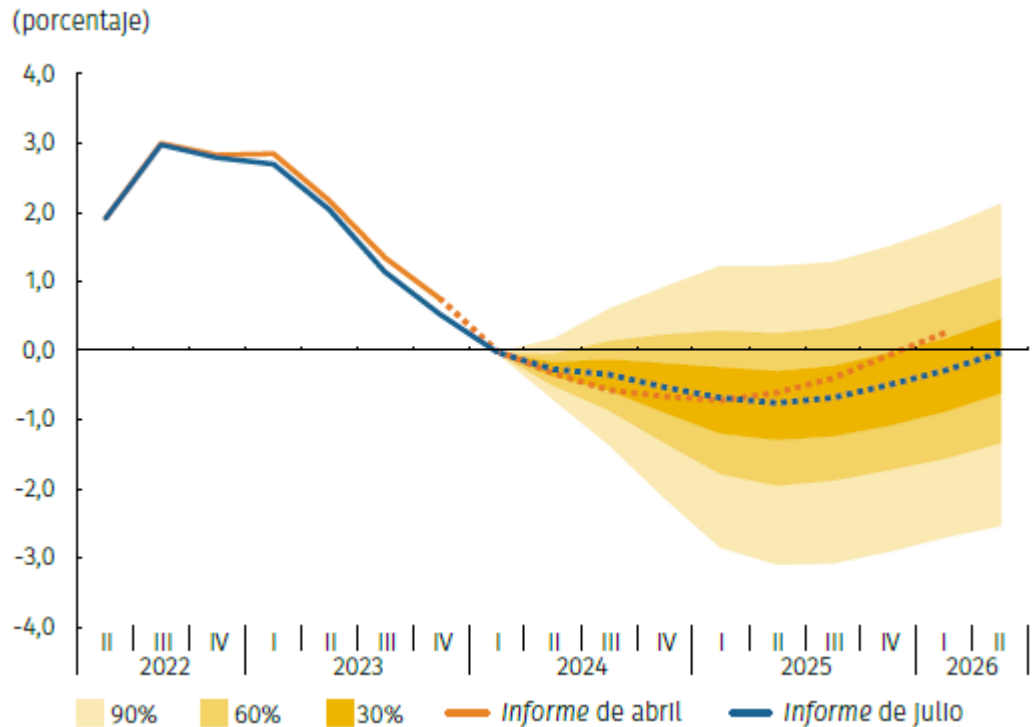
Producto interno bruto, acumulado 4 trimestres ^{a/, b/, c/} (variación anual)



- Revisión al alza en 2024 principalmente por:
 - ✓ Mayores niveles de actividad en 2024-T1 y 2024-T2 frente a lo proyectado, por choques de oferta (sector primario) y demanda (sector terciario), los cuales serían en parte transitorios
- El consumo privado seguiría aumentando lentamente en 2024 como parte del proceso de ajuste de la posición financiera de los hogares y por cuenta de la persistencia de condiciones financieras internas apretadas
- El consumo público se ajustaría conforme lo previsto en el MFMP
- La inversión seguiría en niveles bajos, pero se recuperaría gracias a un mejor desempeño de las obras civiles
- En 2025 el relajamiento gradual de la política monetaria local y externa aliviaría las condiciones financieras de firmas y hogares, al tiempo que una mejora de la demanda externa soportaría el buen comportamiento de las exportaciones

La brecha de producto sería negativa y se cerraría al final del horizonte de pronóstico. Dada la mejor dinámica que ha mostrado la economía, a corto plazo sería algo menos negativa que en el *Informe* de abril

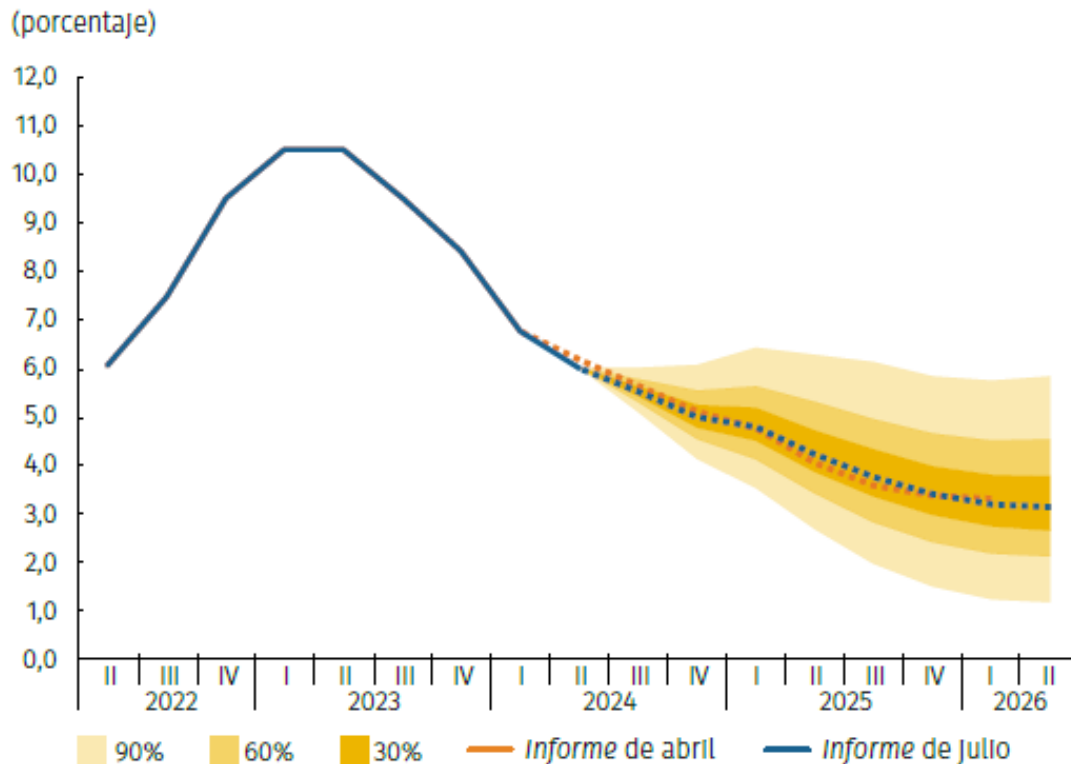
Brecha del producto^{a/, b/, c/} (acumulado 4 trimestres)



- Brecha del producto anual negativa durante 2024 y 2025 contribuiría a la convergencia de la inflación a la meta:
 - ✓ Para 2024 revisión al alza frente a abril, principalmente por el aumento en el crecimiento del PIB para este año
 - ✓ La reducción en 2025 es el resultado de la senda de PM requerida para llevar la inflación a la meta, dado el aumento de la senda de inflación proyectada
- El mercado laboral continuaría presentando tasas de desempleo relativamente estables en lo que resta de 2024:
 - ✓ La brecha negativa de desempleo continuaría cerrándose a lo largo de 2024 y 2025, pero de forma más lenta que lo esperado en el *Informe* de abril.
- Crecimiento “potencial” de 2,9% para 2024 y de 2,7% para 2025

La inflación básica descendería en 2024 a un ritmo similar al proyectado en abril. Cerraría 2024 en 5,0% (antes 5,1%) y 2025 en 3,4% (sin cambio)

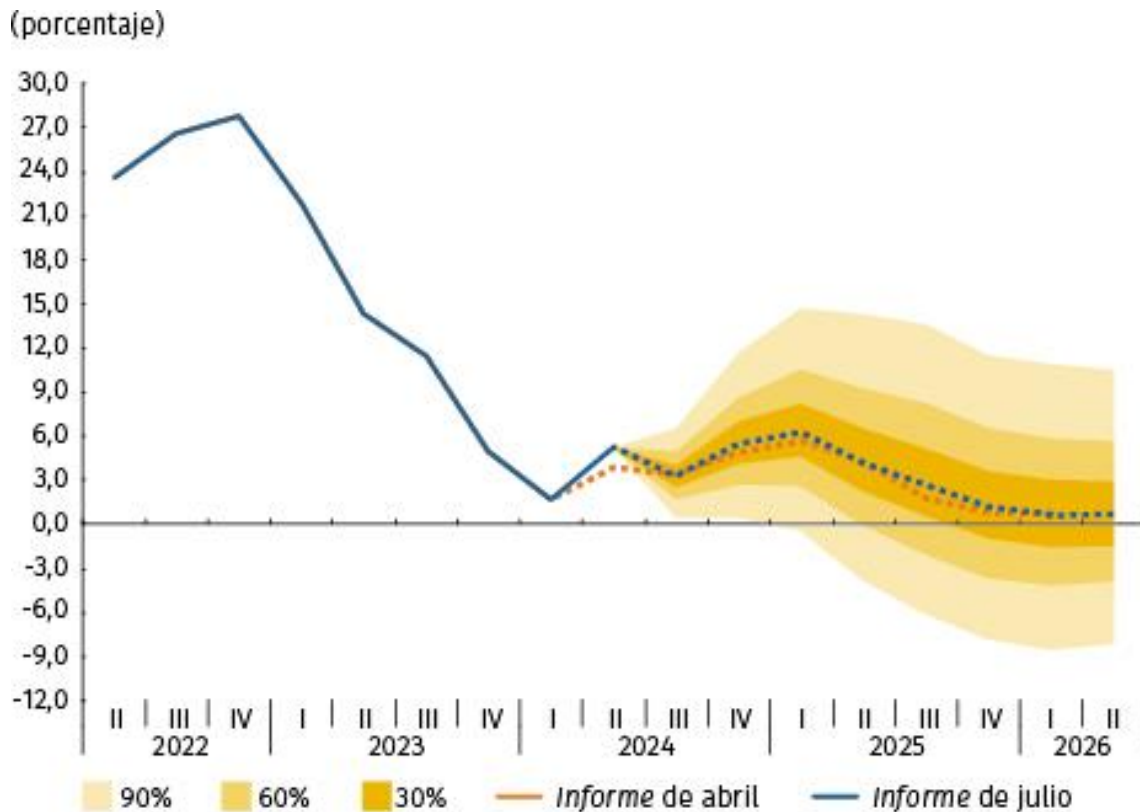
IPC sin alimentos ni regulados ^{a/, b/} (variación anual, fin de periodo)



- La inflación básica continuaría su descenso por:
 - ✓ Debilidad de la demanda y excesos de capacidad
 - ✓ Continuidad de algunos de los factores desinflacionarios (v.g. tasa de cambio)
- La inflación de servicios bajaría un poco más lentamente de lo previsto en el *Informe* de abril durante 2025 por:
 - ✓ Persistencia observada, especialmente en arriendos
 - ✓ Revisión al alza de la brecha de producto en 2024
 - ✓ Aumento del pronóstico de inflación total para fin de año (indexación a una tasa un poco mayor)
- Clave/riesgo: La inflación de servicios en el pronóstico cae significativamente en los siguientes 6 meses

Los precios de los alimentos seguirían contribuyendo a la caída de la inflación total en un entorno de condiciones climáticas favorables, pese a una revisión al alza de su senda en el horizonte de pronóstico

IPC alimentos (variación anual, fin de periodo)

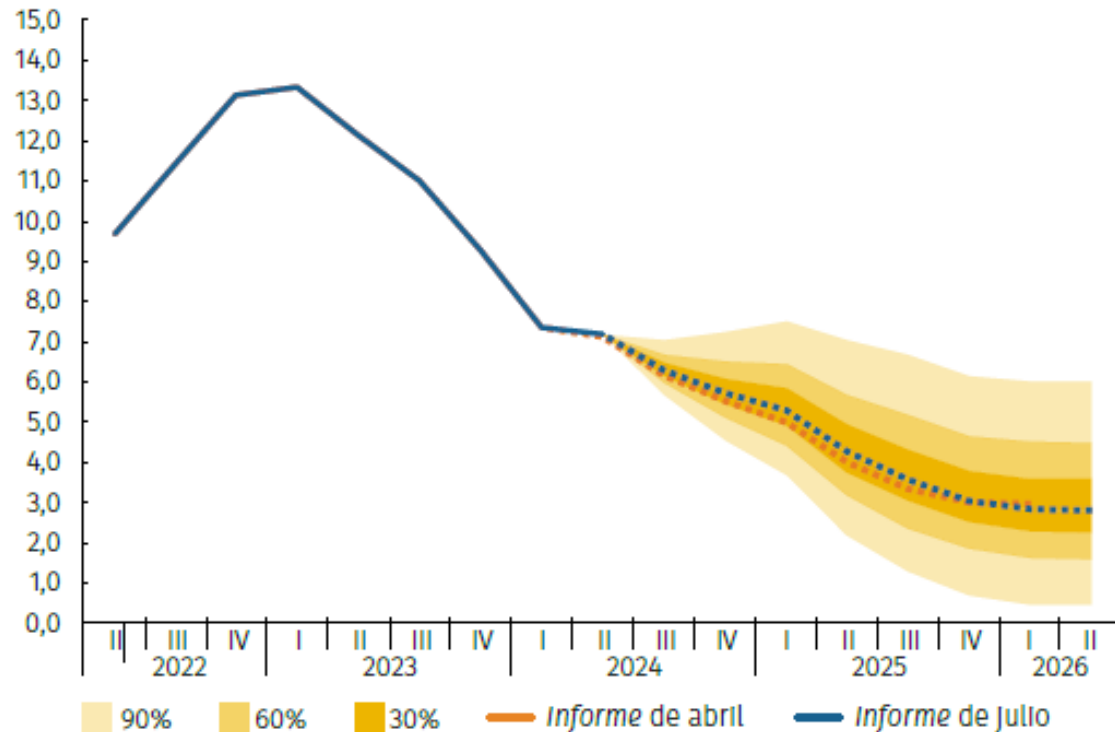


- Revisión al alza del pronóstico para el final de 2024 (5,5% frente a 4,8% en el *Informe* de abril) por:
 - ✓ Fase alcista del ciclo de precios agrícolas más acentuada hacia finales de 2024 y comienzos de 2025 (¡gran INCERTIDUMBRE!)
 - ✓ Mayores costos de transporte externos
- La canasta de **regulados** presenta una revisión al alza en 2024 (8,4%, antes 8,0%) principalmente por mayores ajustes observados para la energía eléctrica y esperados para peajes. Para 2025 la revisión al alza se da principalmente por una indexación a una mayor tasa de inflación total al final de este año.
- Proyecciones incluyen:
 - ✓ Ajustes de gasolina según tasa de cambio y precio internacional, y aumentos en el ACPM
 - ✓ Efecto de impuestos saludables

La inflación total continuaría su descenso, terminando 2024 en 5,7% (antes 5,5%) y 2025 en 3,0% (sin cambio). La revisión al alza en 2024 se debe principalmente a alimentos y regulados

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

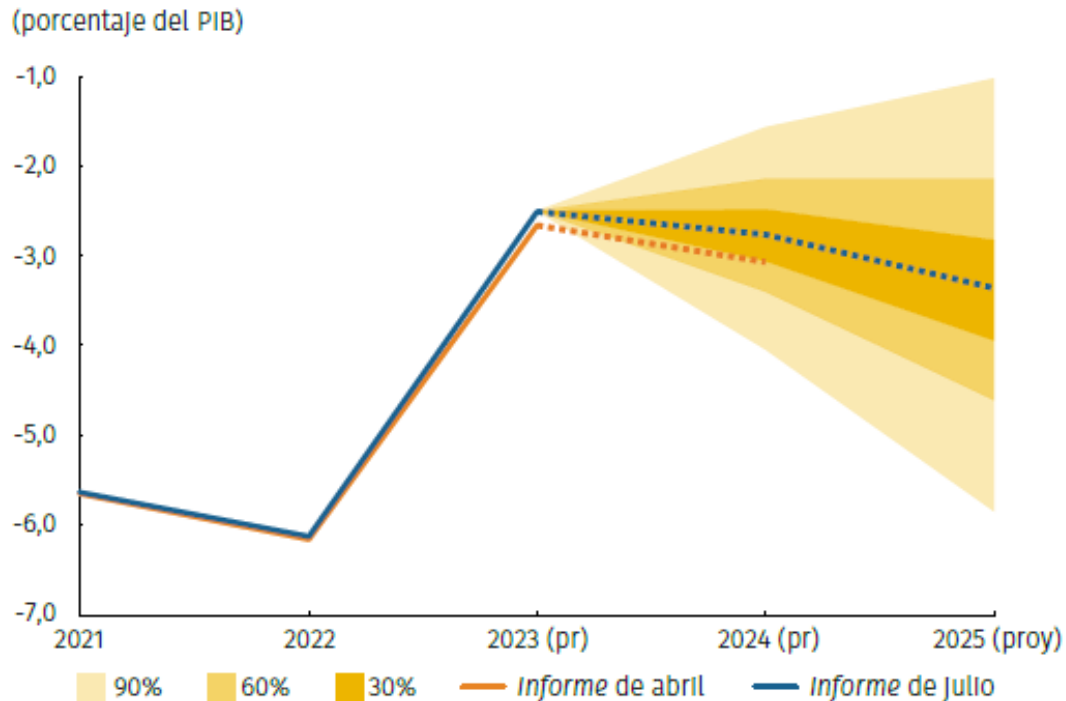
(porcentaje)



- La inflación mantendría una tendencia decreciente y convergería a la meta de 3% hacia finales de 2025
- Desinflación algo más lenta en 2025 que en el *Informe* anterior:
 - ✓ Presiones en alimentos y regulados en 2024S2 y 2025S1
 - ✓ Brecha de producto menos negativa a corto plazo
 - ✓ Persistencia de algunos servicios
 - ✓ Indexación a una tasa de inflación mayor a final de 2024
- En el pronóstico la política monetaria se ajusta para llevar la inflación total a la meta a finales de 2025

Se revisó ligeramente a la baja el desbalance externo para 2024 (del 3,1% al 2,8 % del PIB) por una mejora en la balanza de servicios y en las exportaciones de bienes

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



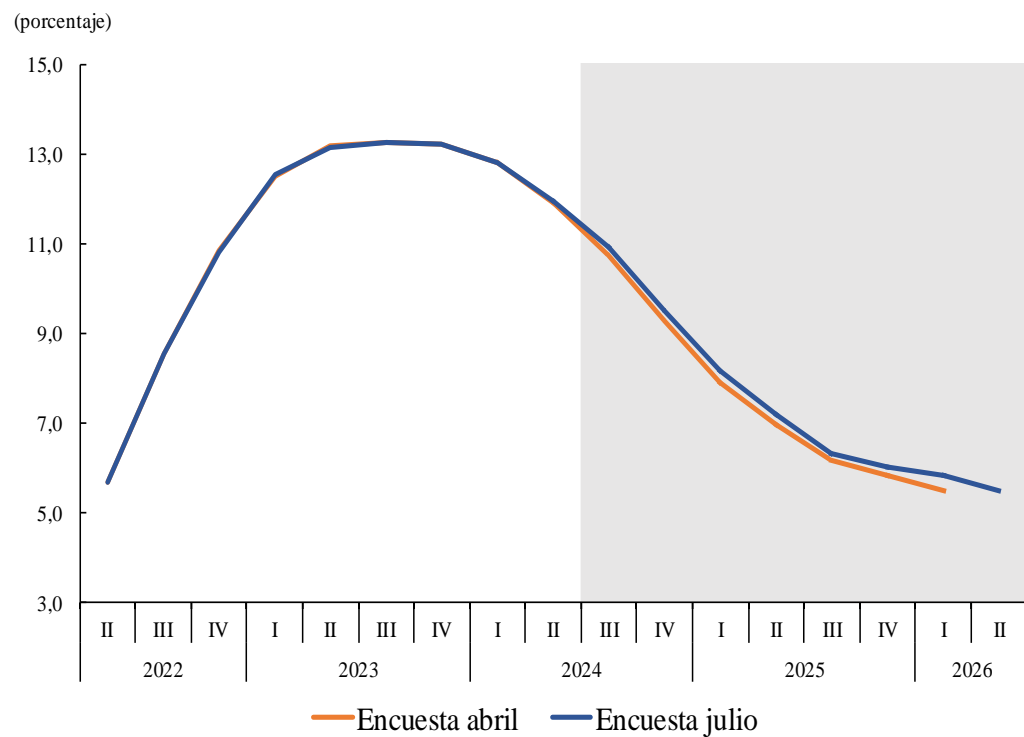
- El déficit de cuenta corriente aumentaría en 2024 respecto al 2,5% de 2023 por un incremento en el desbalance comercial de bienes:
 - ✓ Menores precios de exportación de algunos productos (carbón y café) frente a 2023 a pesar de aumentos en la producción
 - ✓ Repunte en las importaciones por aumento de precios de insumos importados y mayor crecimiento económico
 - ✓ Mayor pago de intereses del sector público
- Sin embargo, la ampliación del déficit estaría limitado por:
 - ✓ Buen dinamismo de las exportaciones de turismo
 - ✓ Reducción de las utilidades de algunas empresas con IED
 - ✓ Nivel elevado de las remesas de los trabajadores
- En 2025, el déficit continuaría aumentando jalonado por unas mayores importaciones de bienes en un contexto de mayor crecimiento.
- Recomendado: **Recuadro** sobre déficit de cuenta corriente y sus determinantes de largo plazo

Pronóstico macroeconómico

Política Monetaria

Los altos niveles de la inflación observada y proyectada para 2024, y la persistencia de expectativas de inflación por encima de la meta requieren una postura restrictiva de la política monetaria para asegurar la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte anunciado por la Junta Directiva del Banco de la República

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



- La mediana de la senda de tasa de interés de política esperada por los analistas es decreciente en todo el horizonte de pronóstico: la tasa de política monetaria se ubicaría en 9,5% en promedio para 2024-T4 y en 6% para 2025-T4
- La senda de tasa de interés del pronóstico del equipo técnico del Banco es compatible con una inflación total que se acerque a 3% a finales de 2025
- Esta senda es, en promedio, mayor que la de los analistas, y algo mayor que la implícita en el pronóstico de abril, debido al aumento del pronóstico de inflación en los siguientes 12 meses
- *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: El balance de riesgos resulta en sesgos al alza en la inflación y a la baja en el crecimiento. Se redujo la varianza alrededor del pronóstico de inflación

Algunos juicios claves del pronóstico macroeconómico:

- ✓ El aumento del PIB de 24.T1 y 24T2 refleja en parte choques positivos de oferta y demanda transitorios
- ✓ La persistencia de la inflación por encima de la meta no altera la credibilidad de ésta ni el grado de indexación de los precios
- ✓ La mejora en las condiciones financieras internacionales es persistente

Algunos riesgos al alza sobre la inflación y las tasas de interés:

- ✓ Mayor persistencia en la inflación de servicios, que se espera caiga de forma apreciable en los siguientes 6 meses
- ✓ Apretamiento de las condiciones financieras externas o aumento de la percepción de riesgo soberano que resulten en presiones cambiarias y/o incrementos de la tasa de interés real neutral, como se vio en junio
- ✓ Desanclaje de las expectativas y mayor inercia por las desviaciones duraderas que ha tenido la inflación de la meta y la persistencia que exhibe
- ✓ Ajustes requeridos en los precios de regulados mayores a los incorporados (sostenibilidad de la postergación de algunos ajustes)
- ✓ Que los datos de actividad económica del 2024.T1 y 2024.T2 estén reflejando una demanda menos débil

Algunos riesgos a la baja sobre sobre las tasas de interés:

- ✓ Menor crecimiento por un mayor impacto de las altas tasas de interés reales observadas y proyectadas en la demanda agregada
- ✓ La caída prolongada de la actividad en el comercio, la manufactura y la construcción podría resultar en incrementos en el desempleo y reducciones en la inversión mayores de los ya contemplados en el pronóstico

Recuadros del IPoM de julio de 2024 y Reporte de Mercado Laboral

Recuadro 1 - Comportamiento del déficit de cuenta corriente y su relación de largo plazo con algunos determinantes fundamentales para Colombia y otros países de la región

Reporte del Mercado Laboral:

- Análisis de la coyuntura
- Estudio de los efectos de cambios en los costos de despido a través de un modelo macroeconómico

Informe de Política Monetaria Julio de 2024



Gerencia Técnica
Agosto 6 de 2024