

Informe de Política Monetaria Abril de 2024



Gerencia Técnica
Mayo 7 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 reducción de la inflación continuó a un ritmo mayor que el pronosticado en enero, pero sigue siendo alta y la mayoría de las medidas de expectativas continúan por encima de la meta del 3%

- Reducción de la inflación más rápida de lo proyectado por el Banco en enero:
 - ✓ Inflación total completó doce meses continuos de reducción y cerró el trimestre en 7,4% (vs 7,9% IPoM enero)
 - ✓ Inflación básica cayó por noveno mes consecutivo y se ubicó a marzo en 6,8% (vs 7,2% IPoM enero)
- Sorpresa a la baja en todas las canastas
 - ✓ Alimentos procesados y bienes: tasa de cambio, precios internacionales y costos de transporte
 - ✓ Alimentos perecederos: buena oferta por anticipación del ciclo agrícola (ISE primario – ¿El Niño?)
 - ✓ Regulados: estabilidad en precios de transporte público masivo en Bogotá y menores aumentos en energía
 - ✓ Servicios: efecto de alimentos sobre CFH, menores ajustes en paquetes turísticos
- La canasta de servicios continúa presentando rubros con una alta persistencia:
 - ✓ Mecanismos de indexación, efectos del salario mínimo y aún fuerte consumo de servicios,
 - ✓ ... pero en marzo por primera vez los arriendos mostraron una reducción en su variación anual
- Las expectativas de inflación se redujeron apreciablemente desde enero y señalan una inflación decreciente en el tiempo, aunque la mayoría de las medidas a diferentes horizontes siguen por encima de la meta del 3%

La actividad económica en 2023 se desaceleró más de lo proyectado por el Banco

- Crecimiento de 2023 de 0,6% versus 1% estimado en enero: Revisiones del DANE del PIB (a la baja), el consumo privado (al alza) y la inversión (a la baja)
- El crecimiento de 2024.T1 (0,3%) habría sido mayor al pronosticado en enero (-1%) según datos de alta frecuencia (especialmente el ISE):
 - ✓ Niveles de actividad altos en el sector primario y mejor dinámica en algunos servicios
 - ✓ El crecimiento de la demanda interna habría crecido más de previsto, especialmente por consumo privado
- El ajuste de la actividad económica está caracterizado por:
 - ✓ Disparidades sectoriales: servicios vs manufactura, construcción y comercio
 - ✓ Disparidades por tipo de gasto: consumo de servicios vs consumo de bienes durables y semi-durables e inversión
- Mercado laboral:
 - ✓ Tasa de desempleo con tendencia creciente, pero aún por debajo de la NAIRU

Estado inicial de la economía: Interpretación de los datos

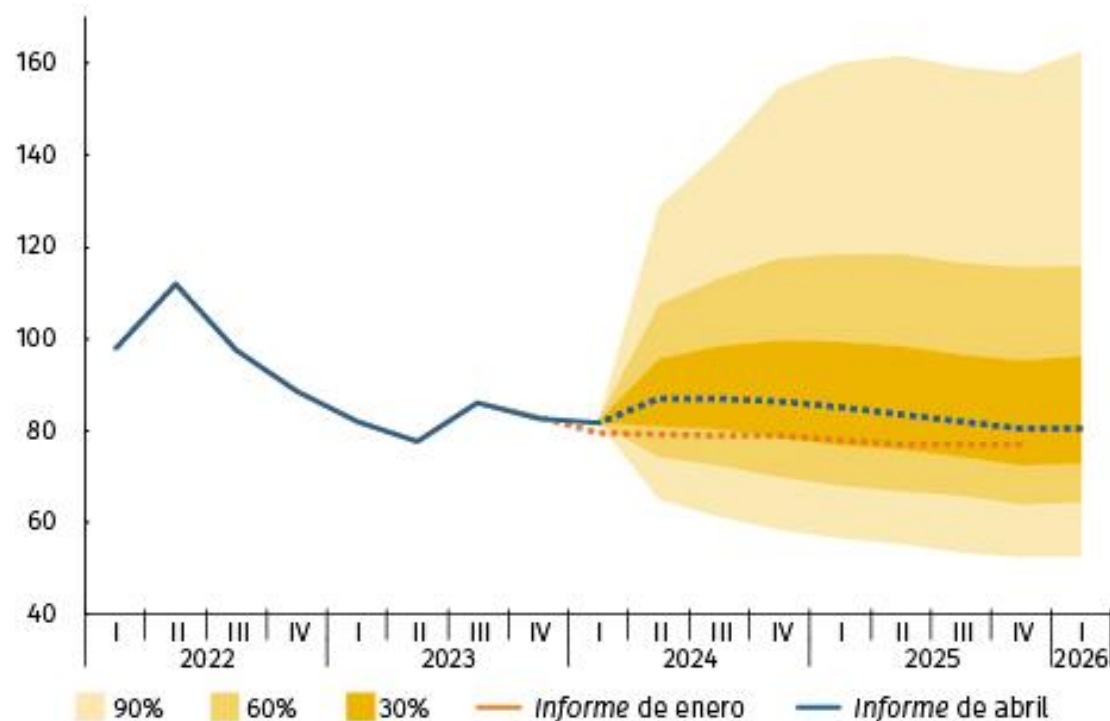
- ✓ Consolidación del ajuste macroeconómico requerido para llevar la inflación a la meta y alcanzar y mantener trayectorias sostenibles del PIB y el déficit externo
- ✓ Aunque la inflación se ha reducido significativamente y ha sorprendido a la baja, sigue alta y algunos servicios han resultado más persistentes de lo proyectado
- ✓ Esta persistencia, los riesgos de corto plazo (efectos climáticos sobre alimentos y regulados) y los ajustes remanentes por el aumento del salario mínimo hacen prever una desinflación lenta en 2024.T2, con riesgos al alza
- ✓ Los excesos de demanda se habrían eliminado y la brecha de producto sería negativa
- ✓ El aumento de la estimación de crecimiento de 2024.T1 se debe principalmente a un choque de oferta transitorio
- ✓ Como se esperaba, la política monetaria enfrenta una disyuntiva entre inflación y producto
 - ➔ Los riesgos inflacionarios y la distancia de la inflación y sus expectativas de la meta requieren una postura contractiva de la política monetaria para garantizar el logro de la meta (cautela en la velocidad de reducción de la tasa de interés),
 - ➔ Pero las sorpresas desinflacionarias permiten bajar las tasas de interés con mayor confianza
 - ➔ La tasa de interés de política monetaria se redujo en 50pb en marzo y abril, de 12,75% a 11,75%

Contexto Internacional: Principales cambios y supuestos

El precio del petróleo aumentó en lo corrido de 2024-T2 frente a lo observado en 2024-T1, en un entorno de oferta restringida y el escalamiento de los conflictos geopolíticos

Supuesto trimestral del precio del petróleo

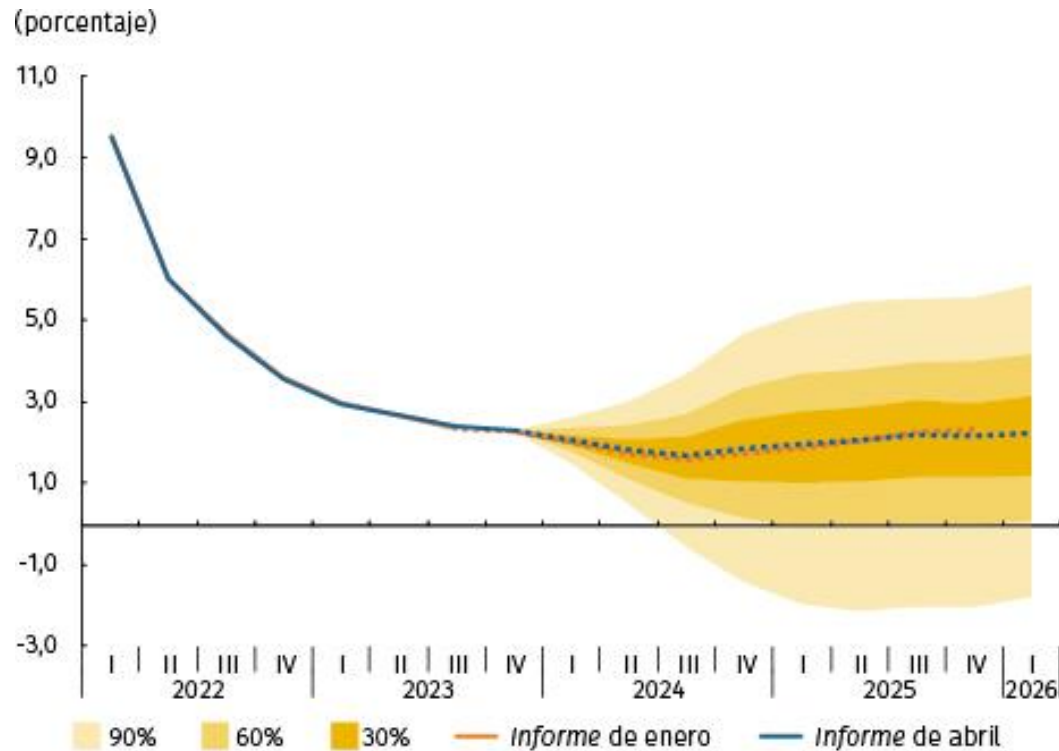
(dólares por barril)



- El supuesto del precio internacional del petróleo (Brent) se revisó al alza 2024 y 2025 (USD 86 bl y USD 83bl frente a USD 79 bl y USD 77 bl, respectivamente).
- Entre los factores de la revisión al alza se destacan:
 - ✓ Extensión de los recortes de producción en países OPEP+
 - ✓ Escalamiento de las tensiones geopolíticas en Medio Oriente.
- Las presiones al alza estarían limitadas por la mayor oferta de los países no OPEP+ (especialmente EEUU)
- Elevada incertidumbre, especialmente por los conflictos geopolíticos.
- Pese a esta revisión, en 2024 se espera una reducción de los términos de intercambio principalmente por menores precios del carbón y el café

El crecimiento de los socios comerciales en 2024 sería un poco mayor de lo proyectado anteriormente, dada la fortaleza de la actividad en EEUU, sorpresas positivas en China y recuperación de algunos países de la región

PIB real de los socios comerciales (variación anual; proyecciones según el supuesto de todo el año)^{a/}

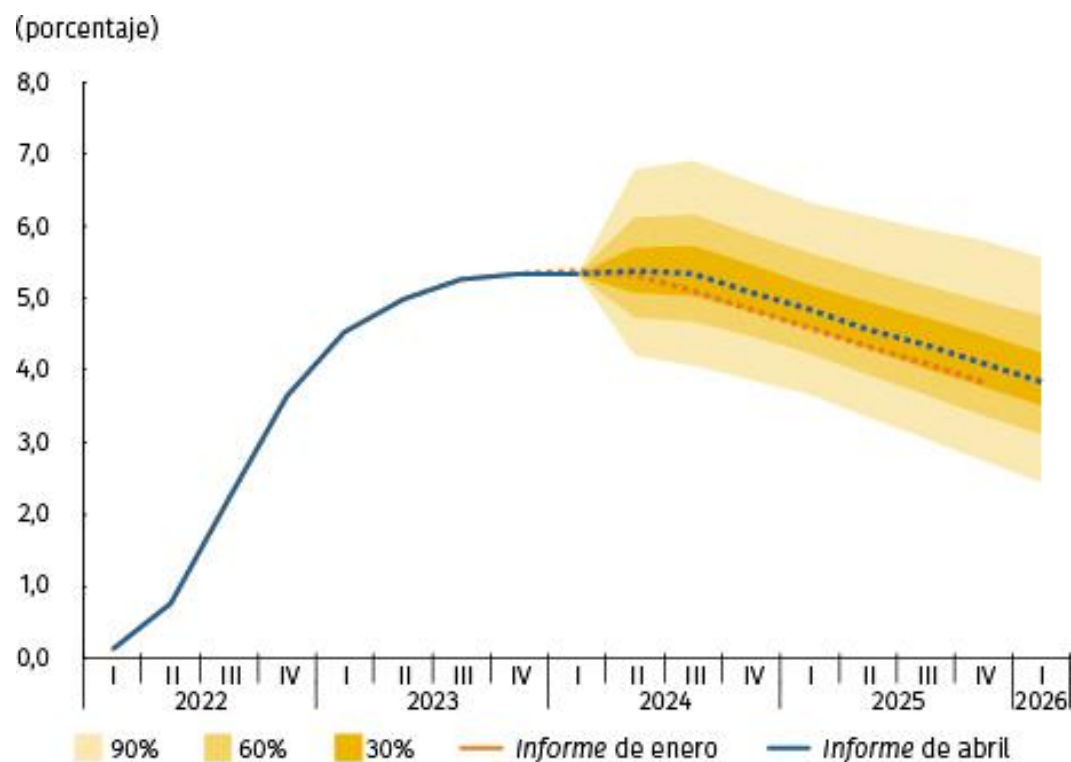


- Para 2024 se mantiene la perspectiva de desaceleración y se estima un crecimiento de la demanda externa de 1,8% (vs 1,7% en enero)
 - ✓ Tasas de interés de política monetaria todavía en terreno contractivo.
 - ✓ Alta incertidumbre: Eventos climatológicos adversos, crecientes tensiones geopolíticas y comerciales, elecciones en gran parte del mundo

- Para 2025 se prevé un repunte al 2,2% (todavía inferior al promedio histórico)

Las sorpresas al alza en la inflación total y básica (todavía por encima de la meta de la Fed) y la fortaleza del mercado laboral implican una mayor senda futura de tasas de interés de la FED

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

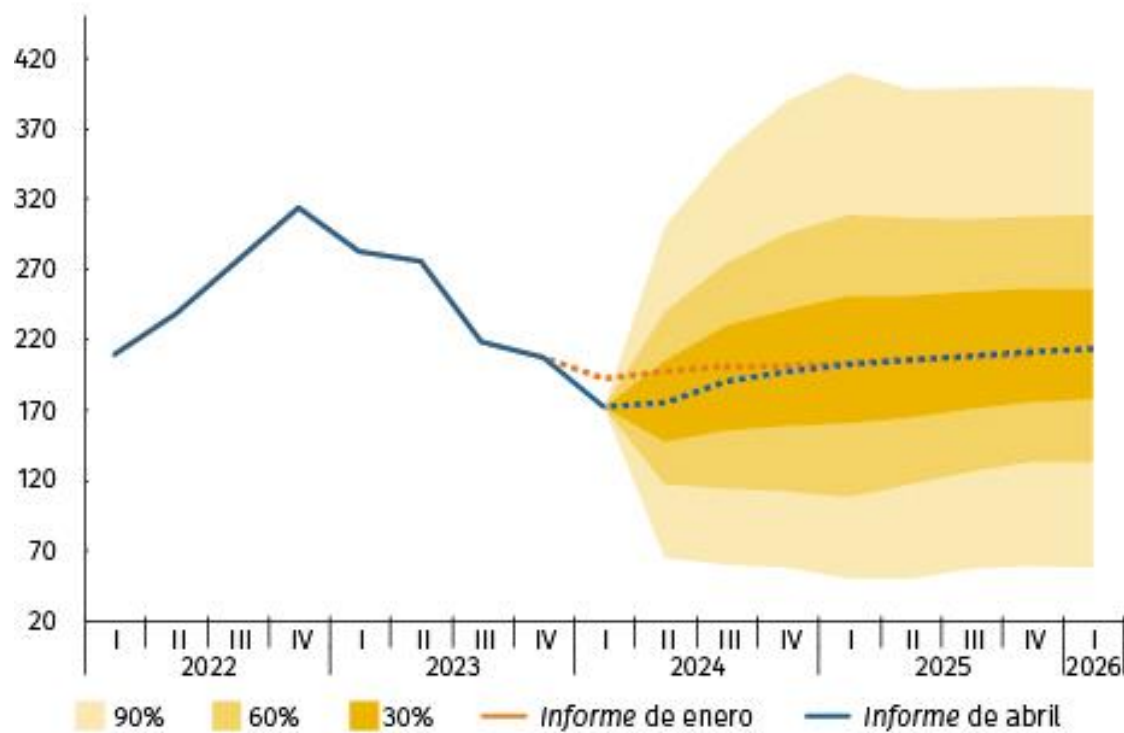


- Las reducciones en la tasa de interés de la FED empezarían a finales del tercer trimestre (finales del segundo trimestre en el *Informe* de enero)
- Se revisó al alza la tasa de interés de la Fed: se situaría entre 4,75% y 5,0% a finales de 2024 y entre 3,75% y 4,0% en diciembre 2025
- Las expectativas de las tasas de interés de los mercados han subido frente a las observadas en el pronóstico anterior

Pese a lo anterior, en 2024-T1 las condiciones financieras internacionales se tornaron más holgadas (apetito global por riesgo) y se observó una reducción de la prima de riesgo soberano de Colombia

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

(puntos base)



- El supuesto de prima de riesgo se revisó a la baja frente a enero, especialmente a corto plazo, por:
 - ✓ Factores globales: Condiciones financieras internacionales holgadas, mayor precio del petróleo
 - ✓ Factores internos: Corrección del déficit externo
- ... A pesar de un deterioro en las cuentas fiscales (menores ingresos y mayor endeudamiento del gobierno)
- Sin embargo, la prima de riesgo se mantendría por encima de sus promedios históricos:
 - ✓ Tensiones geopolíticas y comerciales
 - ✓ Incertidumbre sobre condiciones financieras externas
 - ✓ Deuda pública mayor que su promedio histórico e incertidumbre sobre las cuentas fiscales
 - ✓ Incertidumbre sobre la política económica

Algunas implicaciones del cambio en la perspectiva del contexto externo para el pronóstico macroeconómico

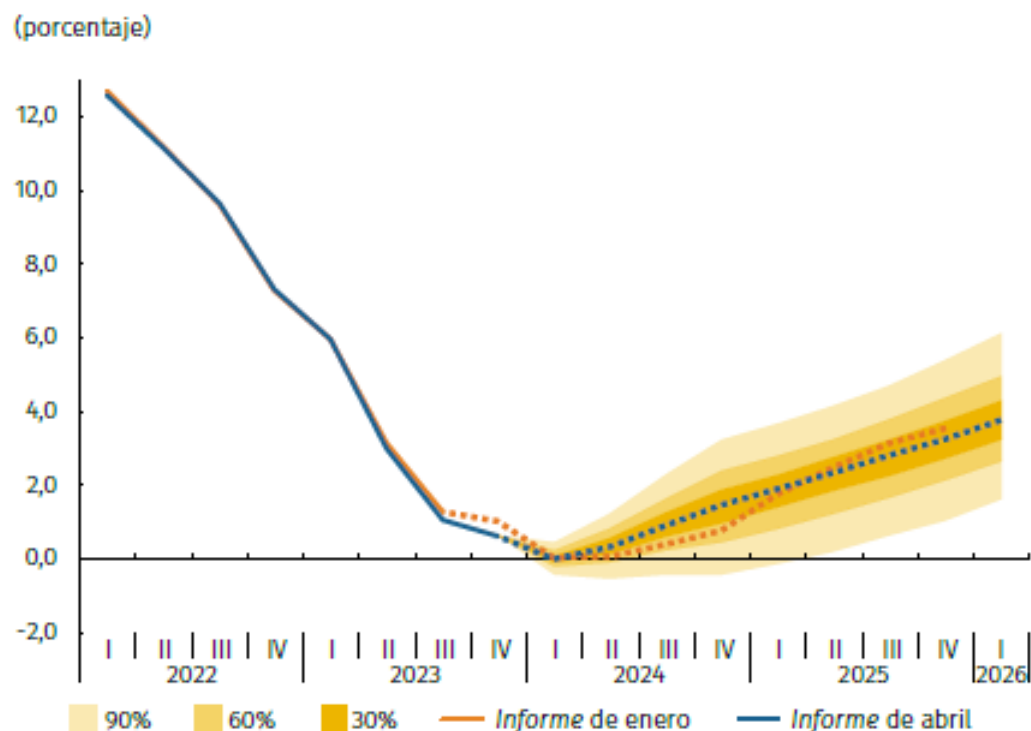
- El aumento en los precios del petróleo y condiciones financieras externas que en balance han mejorado respecto al informe de enero implican una contribución algo mayor de la tasa de cambio a la reducción de la inflación
- ... Pero la persistencia de este factor está sujeta a gran incertidumbre: Inflación/empleo en países avanzados, normalización del balance y la política monetaria de los bancos centrales, tensiones geopolíticas, etc.
 - ✓ P. Ej. en abril observamos incrementos de la prima de riesgo (CDS de 5 años) a niveles cerca de 200pb y mayor volatilidad de la tasa de cambio

Pronóstico macroeconómico

Pronósticos de actividad económica e inflación

El pronóstico de crecimiento del PIB para 2024 se revisó al alza al 1,4%, desde el 0,8%. Para 2025 se espera que el crecimiento de la economía se siga recuperando y llegue al 3,2%

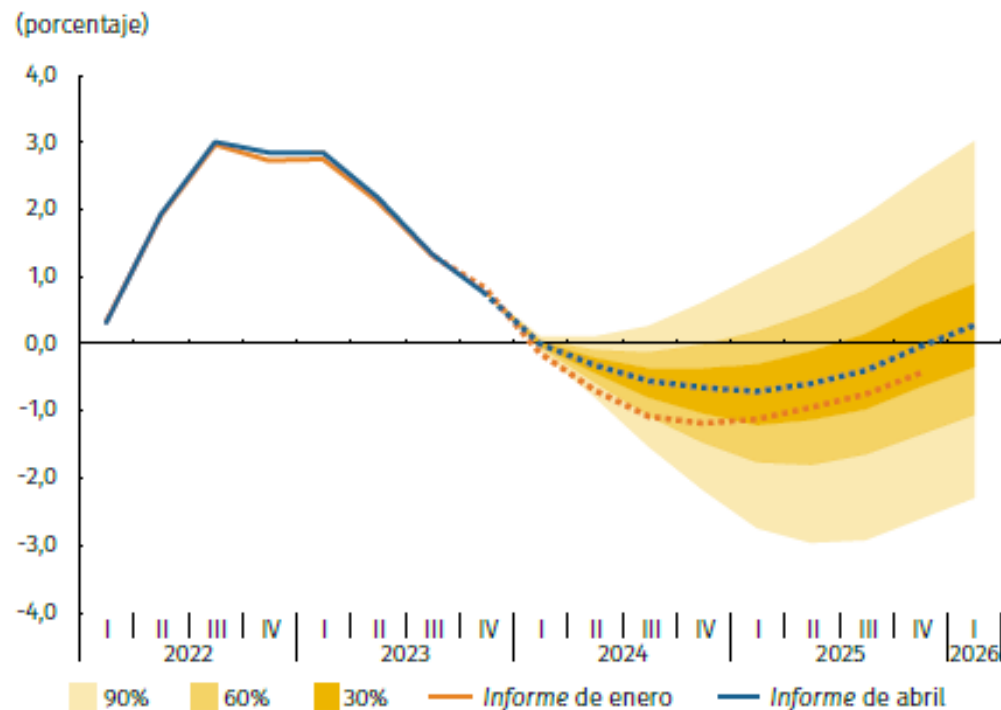
Producto interno bruto, acumulado 4 trimestres ^{a/, b/, c/}
(variación anual)



- Revisión al alza principalmente por:
 - ✓ Altos niveles de actividad en 2024-T1, especialmente en el sector primario, los cuales que serían en buena parte transitorios
- En 2024 el consumo privado crecería a tasas bajas, el consumo público seguiría expandiéndose y la inversión continuaría en niveles bajos y reduciéndose:
 - ✓ Condiciones financieras internas apretadas (efectos acumulados de la política monetaria y pobre dinámica del crédito)
 - ✓ Incertidumbre afecta a la inversión
 - ✓ Caídas en la inversión en vivienda y maquinaria y equipo; recuperación en obras civiles (**Recuadro 2**)
- Dinamismo de las exportaciones, aunque acotado por desaceleración de la demanda externa

La brecha de producto sería negativa y se cerraría al final del horizonte de pronóstico. No obstante, sería menos negativa que en el *Informe* de enero

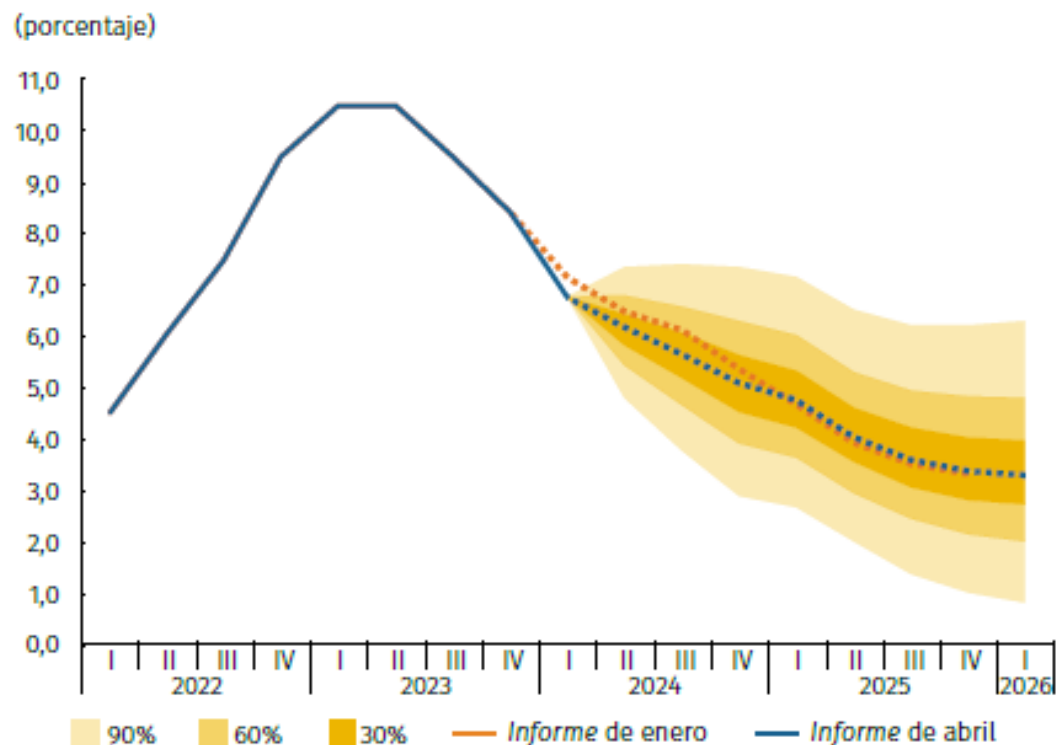
Brecha del producto^{a/, b/, c/} (acumulado 4 trimestres)



- Brecha del producto anual negativa durante 2024, aunque con una revisión al alza frente a enero, debido a:
 - ✓ Aumento en la proyección del crecimiento del PIB
 - ✓ Disminución en las proyecciones de inflación permiten reducciones en la senda de tasas de interés
- El mercado laboral continuaría presentando tasas de desempleo en ascenso, en un contexto de bajo crecimiento económico:
 - ✓ Desempleo aumentó en el trimestre móvil a febrero (10,6%) frente al de noviembre (10,0%).
 - ✓ La brecha negativa de desempleo continuaría cerrándose a lo largo de 2024
- Crecimiento “potencial” de 2,9% para 2024 y de 2,6% para 2025

La inflación básica descendería en 2024 a un ritmo mayor que el proyectado anteriormente por menores presiones inflacionarias en los bienes. Cerraría 2024 en 5,1% (antes 5,4%) y 2025 en 3,4%

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

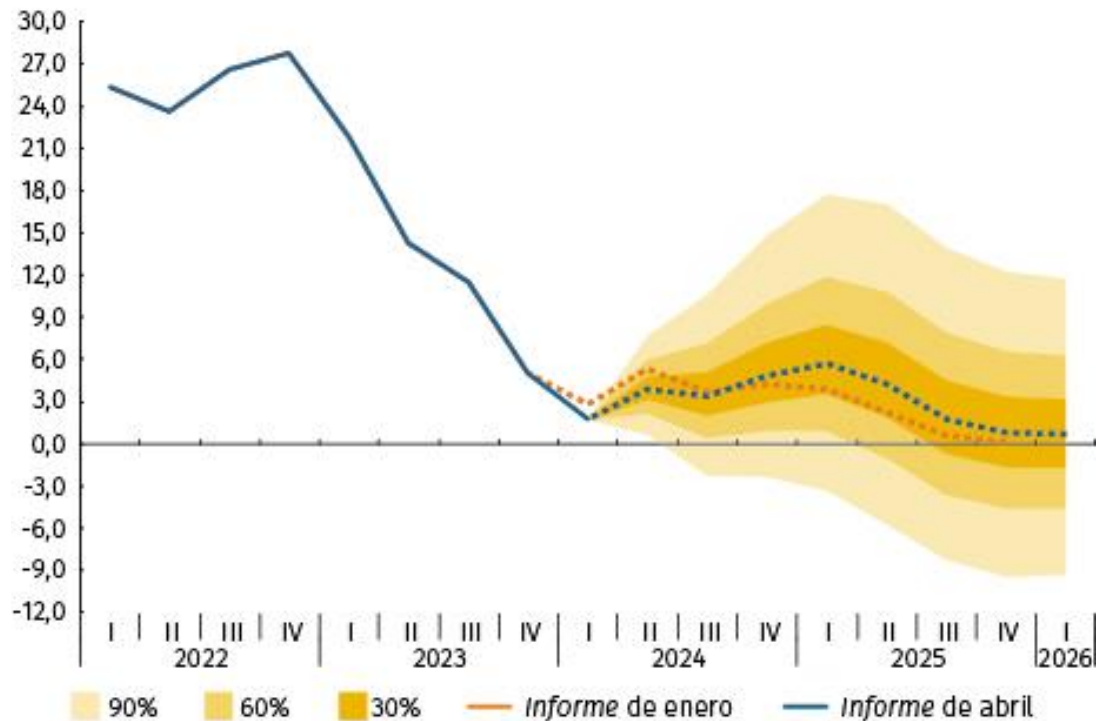


- Revisión a la baja en 2024 por:
 - ✓ Presiones cambiarias bajistas más acentuadas que las incorporadas en enero, especialmente a corto plazo
 - ✓ Reducciones importantes en los precios de algunos bienes importados
 - ✓ Recientes choques positivos de oferta, especialmente en alimentos (vía CFH)
- La inflación básica continuaría su descenso por:
 - ✓ Debilidad de la demanda y excesos de capacidad
 - ✓ Continuidad de algunos de los factores desinflacionarios señalados (tasa de cambio, disolución de choques externos)
- La inflación de servicios bajaría un poco más lentamente de lo previsto en el *Informe* de enero:
 - ✓ Persistencia observada
 - ✓ Revisión al alza del pronóstico de brecha de producto

La variación anual de los precios de los alimentos seguiría ajustándose a tasas anuales menores que las del IPC en 2024 y 2025, contribuyendo así a la caída de la inflación

IPC alimentos (variación anual, fin de periodo)

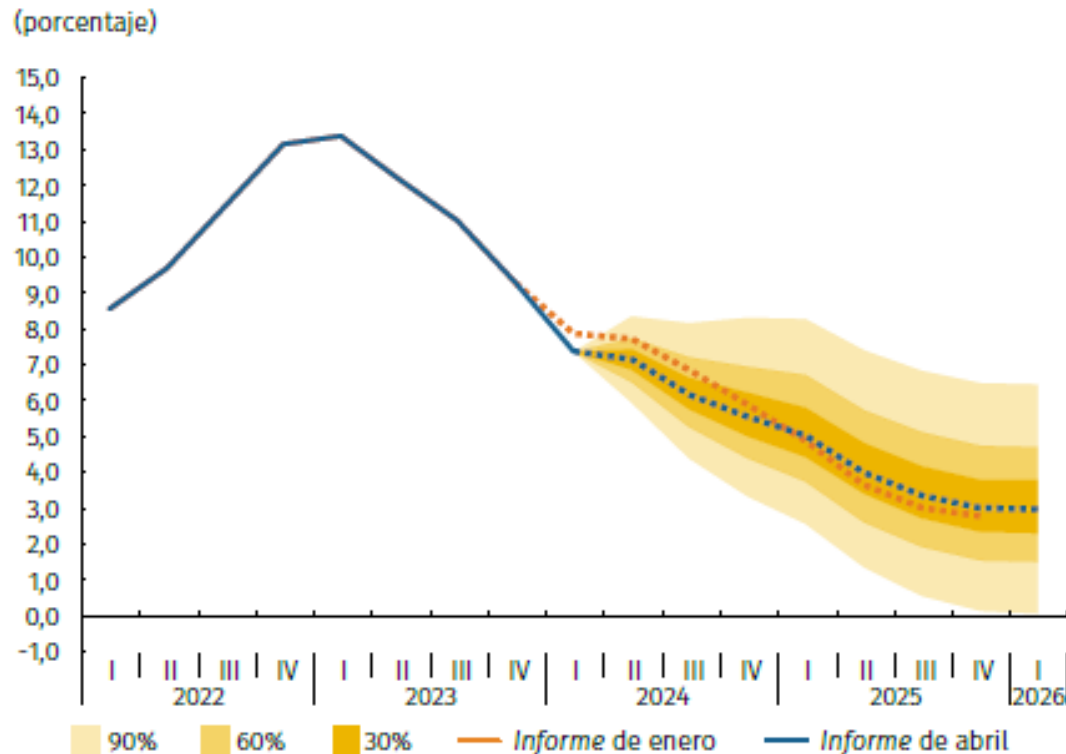
(porcentaje)



- No obstante, se revisó al alza el pronóstico (del 4,3% al 4,8%) para el final de 2024 y la primera parte de 2025 por:
 - ✓ El Niño + Reversión del choque positivo de oferta reciente (contracciones en la oferta y recuperación de márgenes)
 - ✓ Aumento transitorio de algunos precios internacionales
 - ✓ Base de comparación baja por la caída mayor que la anticipada a finales de 2023
- La canasta de **regulados**
 - ✓ Revisión a la baja en 2024 (8,0%, antes 8,5%) por menores ajustes observados y esperados para el transporte urbano, la energía eléctrica y los combustibles.
 - ✓ Revisión al alza en 2025 por aumento en en la tendencia de estos precios considerando las mayores inversiones esperadas/requeridas en el sector de los servicios públicos
- Proyecciones incluyen:
 - ✓ Aumentos en el ACPM
 - ✓ Impactos moderados sobre precios del fenómeno de El Niño
 - ✓ Efecto de impuestos saludables

La inflación total continuaría su descenso, terminando 2024 en 5,5% (antes 5,9%) y 2025 en 3,0% (antes 2,8%). La revisión a la baja en 2024 se debe principalmente a bienes y regulados.

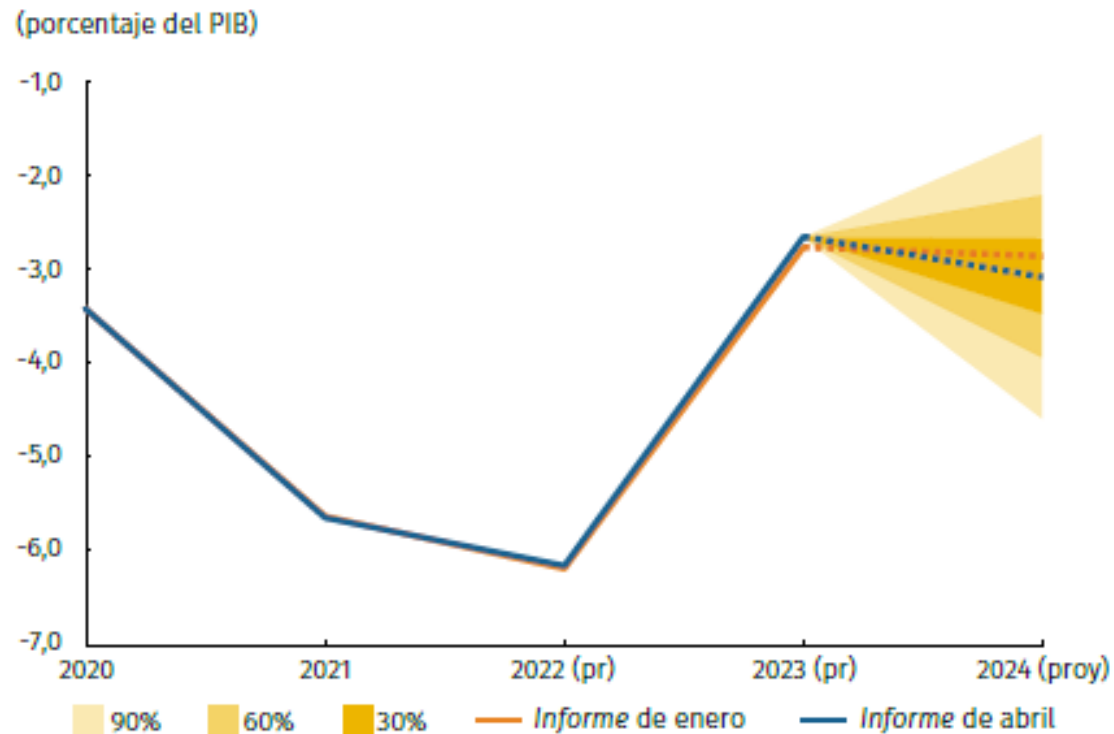
Índice de precios al consumidor ^{a/, b/} (variación anual, fin de periodo)



- Al igual que en el informe anterior, la inflación mantendría una tendencia decreciente y se acercaría a 3 +/-1 pp a mediados del 2025
- Desinflación algo más lenta en 2025 que en el informe anterior:
 - ✓ Factores ya mencionados en alimentos y regulados
 - ✓ Brecha de producto menos negativa

Se revisó ligeramente al alza el desbalance externo para 2024 (del 2,9% al 3,1% del PIB) , después de un fuerte ajuste en 2023 (del 6,2% del PIB en 2022 al 2,7% en 2023)

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



- El déficit de cuenta corriente aumentaría en 2024 por un incremento en el desbalance comercial de bienes:
 - ✓ Menores precios de exportación de algunos productos (carbón y café) frente a 2023
 - ✓ Repunte en las importaciones por aumento de precios de insumos importados y mayor crecimiento económico
 - ✓ Mayor desbalance del sector público
- Sin embargo, la ampliación del déficit estaría limitado por:
 - ✓ Buen dinamismo de las exportaciones de turismo
 - ✓ Aumento en los precios del petróleo
 - ✓ Reducción de las utilidades de algunas empresas con IED
 - ✓ Nivel elevado de las remesas de los trabajadores
- La persistencia de niveles moderados del déficit externo contribuye a mitigar la vulnerabilidad externa del país

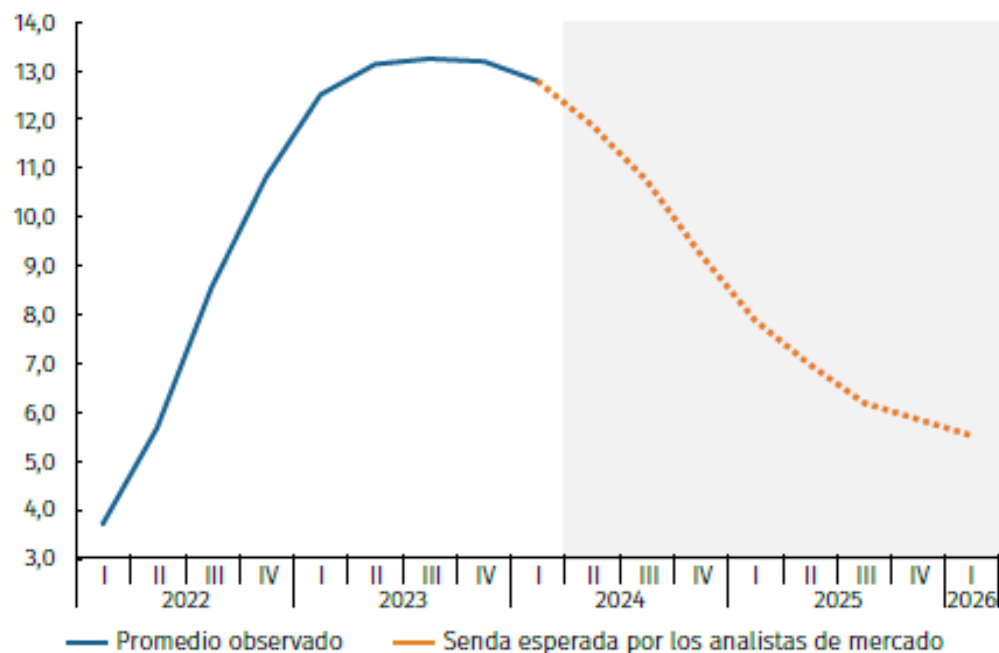
Pronóstico macroeconómico

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/}

(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 abril de 2024.

Fuente: Banco de la República.

- La mediana de la senda de tasa de interés de política esperada por los analistas es decreciente en todo el horizonte de pronóstico e indica que la tasa de política monetaria se ubicaría en 9,25% en promedio para 2024-T4 y en 5,8% 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+/-1 p.p. a mediados de 2025, de acuerdo con el anuncio de la JDBR en noviembre de 2023.
- Esta senda es, en promedio, mayor que la de los analistas, pero menor que la implícita en el pronóstico de enero, dado el mejor comportamiento proyectado de la inflación.
- 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 incluye sesgos al alza en la inflación y sesgos a la baja en el crecimiento. Se redujo la varianza alrededor del pronóstico de inflación

Algunos juicios claves del pronóstico macroeconómico:

- ✓ El aumento del pronóstico del PIB de 24.T1 primordialmente refleja un choque positivo de oferta transitorio
- ✓ La persistencia de la 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 tendría efectos transitorios moderados sobre los precios de los alimentos y la energía en 2024

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

- ✓ 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
- ✓ 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)
- ✓ Efectos del fenómeno de El Niño o del incremento del salario mínimo mayores que los incluidos en el pronóstico
- ✓ Que los datos de actividad económica del 2024.T1 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
- ✓ Menor crecimiento por reducción de ingresos y gastos públicos en cumplimiento de la regla fiscal
- ✓ Que la revisión en las series históricas de cuentas nacionales (2021-2023) refleje una demanda más débil de lo estimado

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

Recuadro 1 - Un indicador de los servicios de transporte para medir la actividad económica

Recuadro 2 – Evolución reciente y perspectivas de la inversión

Recuadro 3 – Evaluación del error de pronóstico macroeconómico de 2023

Reporte del Mercado Laboral:

- Análisis de la coyuntura
- Comportamiento reciente del empleo en el sector de la construcción de edificaciones

Informe de Política Monetaria

Abril de 2024



Gerencia Técnica
Mayo 7 de 2024