

Informe de Política Monetaria Octubre de 2023

Presentación pública



Gerencia Técnica
Noviembre 7 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

Estado inicial de la economía

La reducción de la inflación continuó, pero ha sido más lenta de lo pronosticado en julio. Los descensos no son todavía generalizados, la inflación sigue siendo muy alta y las expectativas continúan por encima de la meta.

- Reducción de la inflación:
 - ✓ Inflación total completó seis meses continuos de reducción y cerró el tercer trimestre en 10,99%.
 - ✓ Inflación básica cayó por tercer mes consecutivo y terminó en 9,51%
 - ✓ ... Pero la reducción ha sido más lenta de lo que el Banco proyectaba
 - ✓ Se ha dado principalmente en alimentos procesados y bienes: tasa de cambio, precios internacionales y costos de transporte
- Algunas canastas todavía no muestran reducciones significativas
 - ✓ Servicios: en buena parte por mecanismos de indexación a la inflación pasada y el efecto del salario mínimo
 - ✓ Regulados: por el incremento requerido de los precios de los combustibles y por indexación
- Algunos choques explican la sorpresa al alza en la inflación:
 - ✓ Ciclos productivos que fueron más cortos para algunos alimentos perecederos
 - ✓ Algunos ítems de servicios (v.g. arriendos) han tenido variaciones mayores de las proyectadas
- Confirmación de un fenómeno de El Niño con efectos que se proyectan temporales y moderados (**Recuadro 2**)
- Las expectativas de inflación aumentaron en septiembre y octubre y siguen por encima de la meta a todos los horizontes

La actividad económica se ha desacelerado significativamente, pero se ha mantenido en los altos niveles alcanzados a principios de 2023. La desaceleración ha sido menor que la proyectada por el Banco

- En 2023.T3 la economía habría crecido poco (0,4%), pero más que lo pronosticado (0,2%, con aumento de base en 2022-T3). Revisión al alza por:
 - ✓ Los últimos datos del ISE mostraron resultados superiores a los previstos
 - ✓ Mayor dinamismo del consumo público, algunas ramas del sector agropecuario y minero, y de varios grupos del sector de servicios, como administración pública, defensa y servicios de entretenimiento
- Desaceleración de la actividad económica:
 - ✓ Reducciones moderadas en el consumo privado (aunque mantiene niveles altos)
 - ✓ Bajos niveles de inversión en vivienda y edificaciones
 - ✓ Caídas en la inversión en maquinaria y equipo
 - ✓ Reducción de la inversión y el consumo durable se traduce en menores importaciones y caída del déficit comercial
- El ajuste de la actividad económica está caracterizado por:
 - ✓ Disparidades sectoriales: sector de servicios continúa creciendo y sector manufacturero no
 - ✓ Disparidades por tipo de gasto: desaceleración más marcada en consumo de bienes durables y semi-durables que en servicios; consumo en niveles altos e inversión en niveles bajos
- Mercado laboral:
 - ✓ Tasa de ocupación creciente y tasa de desempleo en niveles históricamente bajos (9,5%)

Estado inicial de la economía

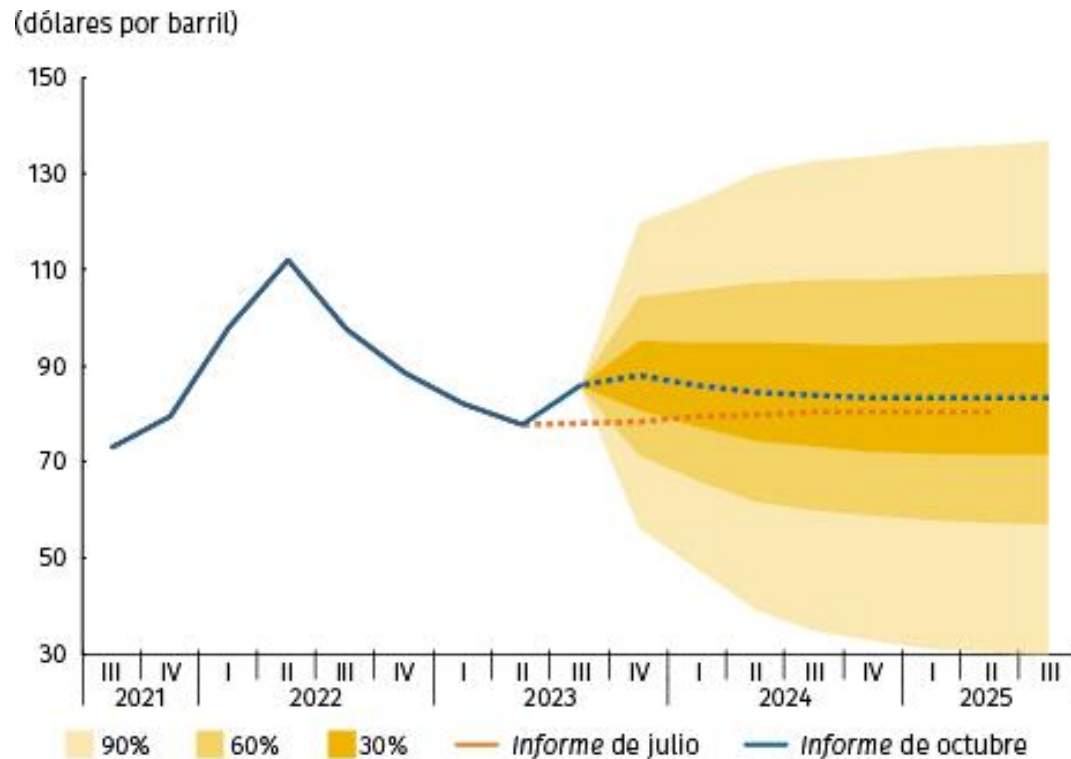
▪ Interpretación de los datos:

- ✓ Consolidación del ajuste macroeconómico requerido para llevar la inflación a la meta, alcanzar una trayectoria sostenible del PIB y reducir el déficit externo
- ✓ La inflación sigue muy alta y ha resultado más persistente de lo proyectado (**Recuadro 1**), con efectos transitorios moderados previsibles del fenómeno de El Niño
- ✓ Los excesos de demanda se han ido reduciendo, aunque el mercado laboral permanece fuerte y los niveles de actividad se mantienen altos
- ➔ La reducción de la inflación continúa, pero a un ritmo gradual, y las expectativas se mantienen por encima de la meta
- ➔ La JDBR mantiene una postura contractiva de la política monetaria, coherente con la convergencia de la inflación a niveles cercanos a la meta del 3% desde finales de 2024
- ➔ La tasa de interés de política monetaria se ha mantenido en 13,25% desde abril del presente año

Contexto Internacional: Principales cambios y supuestos

El precio del petróleo aumentó en 2023-T3 y permanecería alto por la extensión de recortes de la OPEP+, reducción de inventarios de petróleo, afectación de las exportaciones de Rusia y conflictos en el Medio Oriente

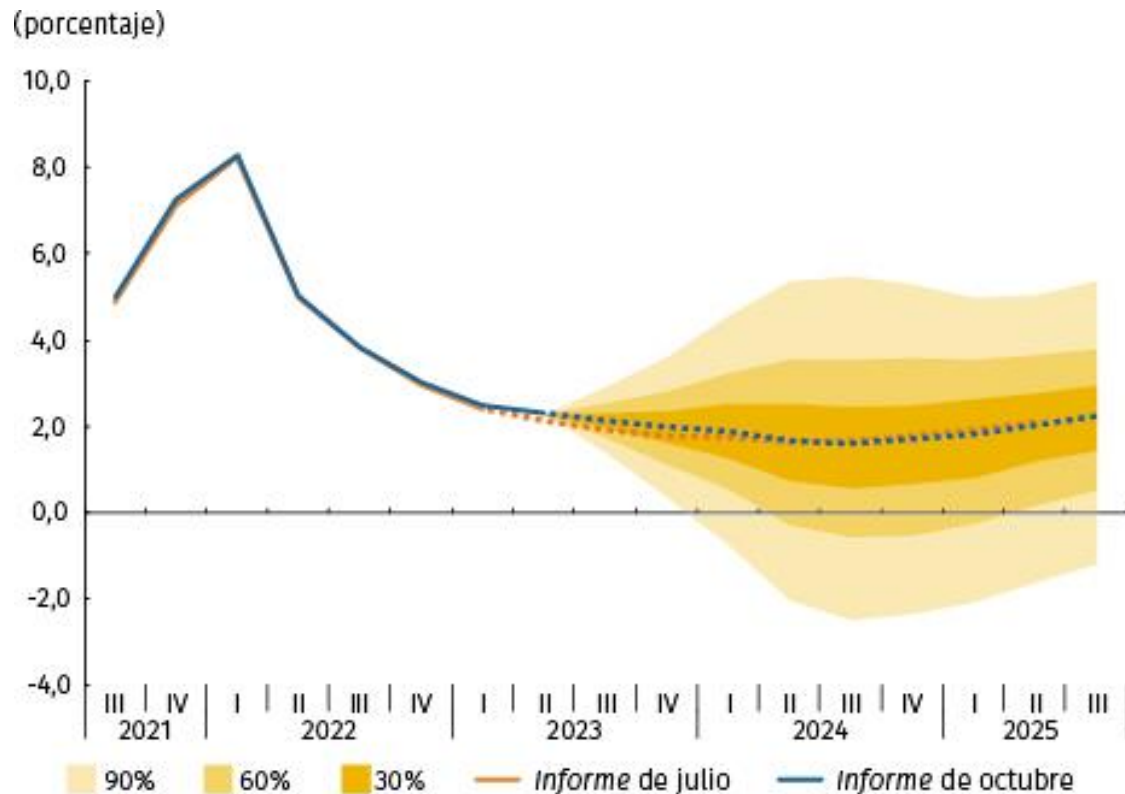
Supuesto trimestral del precio del petróleo



- El supuesto del precio internacional del petróleo (Brent) se revisó al alza para 2023 (83 USD bl, antes USD 79) y 2024 (84 USD bl, antes USD 80)
- Las presiones al alza mitigadas por:
 - ✓ Previsión de desaceleración de la actividad económica
 - ✓ Fortalecimiento del dólar
 - ✓ Niveles altos de la producción en países No OPEP
- Elevada incertidumbre, especialmente por los conflictos geopolíticos
- En 2023 y 2024 se espera una reducción de los términos de intercambio por menores precios de café y carbón, a pesar de alza en los precios del petróleo y menores costos de los fletes para el transporte de mercancías.

El crecimiento de los socios comerciales en general sorprendió al alza: buena dinámica del consumo y del empleo en EEUU, de la inversión en México y de las exportaciones en Brasil, pese a debilidad económica en China y deterioro en algunos países la región

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

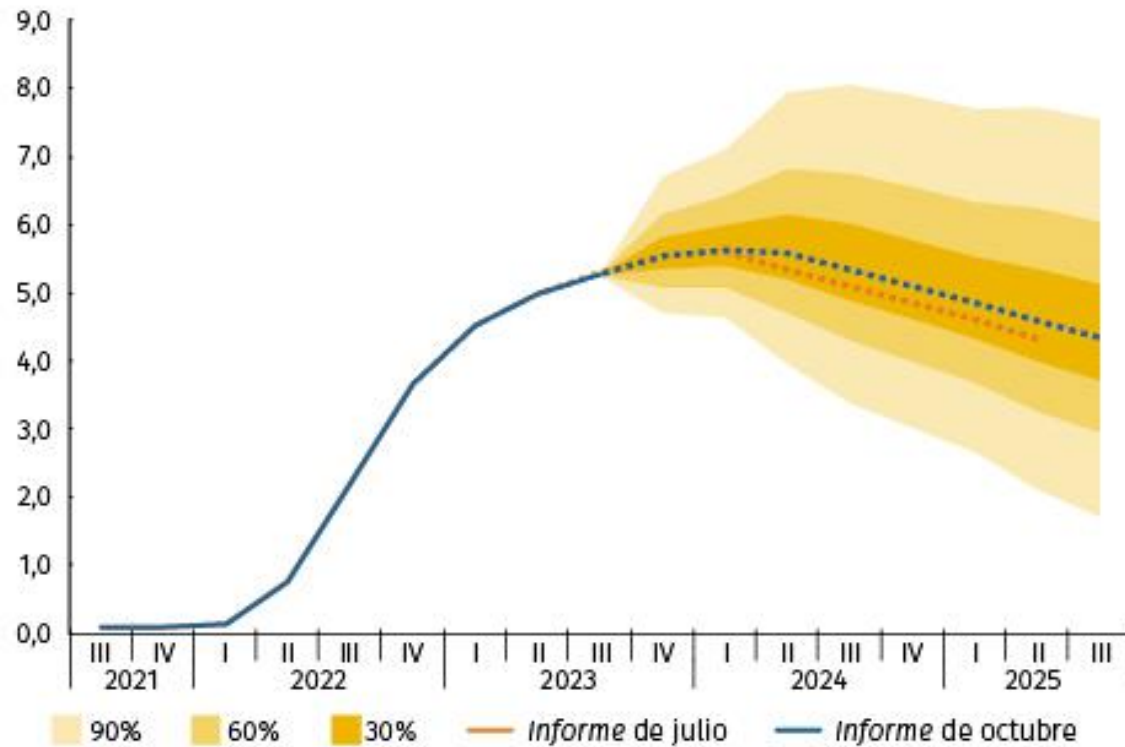


- Crecimiento de socios comerciales se revisó al alza para 2023 al 2,0% (vs 1,8% en julio) y ligeramente a la baja para 2024 al 1,7% (vs 1,8% en julio)
- Se mantiene la perspectiva de desaceleración de la demanda externa del país:
 - ✓ Tasas de interés de política monetaria elevadas.
 - ✓ Alta incertidumbre: Crecientes tensiones geopolíticas, bélicas y comerciales.

En 2023-T3 las condiciones financieras externas se endurecieron: Sorpresas positivas de crecimiento, fortaleza en el mercado laboral y caída más lenta de una inflación aún distante de la meta resultaron en expectativas de tasas de interés de la FED que se mantendrían altas por más tiempo.

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

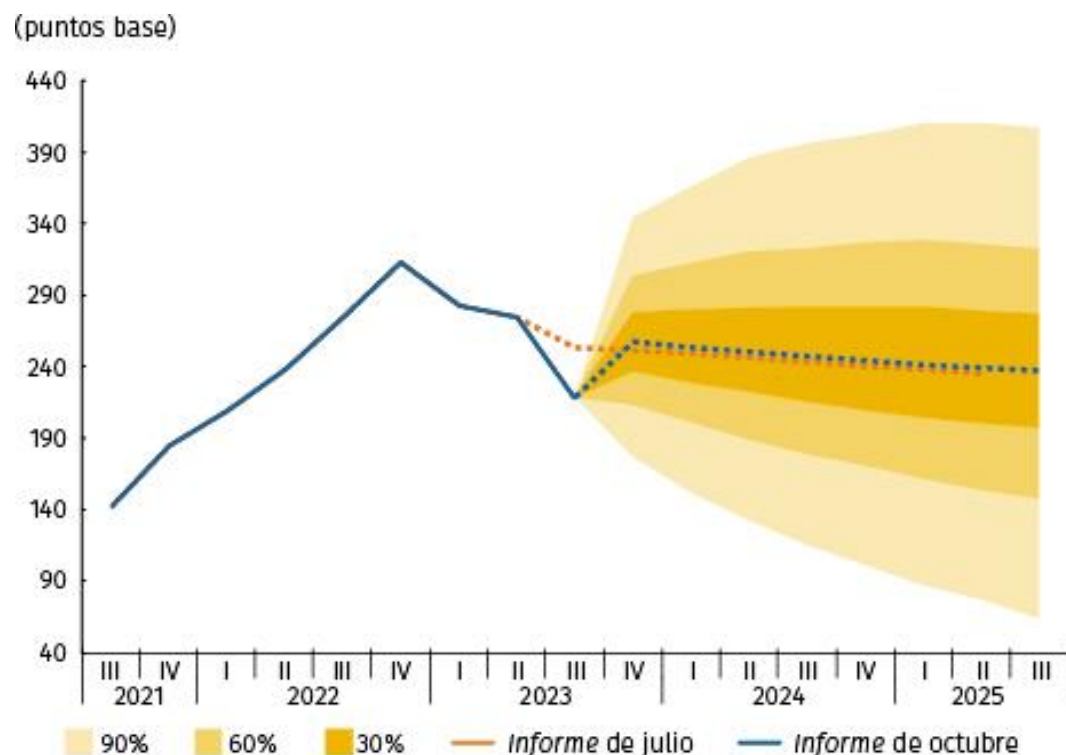
(porcentaje)



- ✓ La Reserva Federal de los Estados Unidos mantuvo sin cambios su tasa de interés en 5,25%-5,5% por segunda ocasión consecutiva
 - ✓ Se revisó al alza el supuesto de tasa de interés de la Fed: se situaría en 4,75%-5,0% a finales de 2024
 - ✓ Aumento de las tasas de interés de largo plazo (¿riesgo fiscal? ¿incertidumbre sobre tasas neutrales, inflación o crecimiento? ¿normalización del balance de los bancos centrales? etc)...
- ➔ Condiciones financieras más apretadas e incertidumbre sobre la senda de la tasa de interés de la FED

Alta volatilidad de la prima de riesgo durante 2023-T3 relacionada con los cambios en las condiciones financieras internacionales y las tensiones geo-políticas y comerciales

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



- El supuesto de prima de riesgo cambió poco respecto a julio y se mantendría por encima de sus promedios históricos
- Factores globales:
 - ✓ Condiciones financieras internacionales apretadas
 - ✓ Fuertes tensiones geopolíticas y comerciales
- Factores internos:
 - ✓ Alto endeudamiento público y externo
 - ✓ Pese a notable corrección, persisten déficit fiscal y externo
 - ✓ Incertidumbre sobre la política económica

Algunas implicaciones del contexto externo para el pronóstico macroeconómico

- Condiciones financieras externas más apretadas en el horizonte de pronóstico implican una contribución algo menor de la apreciación del peso a la reducción de la inflación respecto al Informe anterior ...
- ... pero esto está sujeto a gran incertidumbre (como se manifiesta en la volatilidad observada de la tasa de cambio)
- Un precio del petróleo mayor que el supuesto implica riesgos al alza sobre la inflación (o el déficit del FEPC)
- La reducción del crecimiento de la demanda externa y la disminución de los términos de intercambio implican un débil impulso externo al crecimiento de la economía en 2024

Pronóstico macroeconómico

Riesgos del pronóstico: El balance de riesgos resulta en sesgos al alza en la inflación y sesgos moderados a la baja en el crecimiento.

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 tendría efectos transitorios moderados sobre los precios de los alimentos y la energía en 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 (Reporte de Estabilidad Financiera)

Algunos riesgos al alza sobre la inflación y las tasas de interés en los próximos meses:

- Aumentos en el grado de indexación y desanclaje de las expectativas por las desviaciones duraderas que ha tenido la inflación de la meta y la persistencia que exhibe
- Incrementos del salario mínimo mayores al 10% supuesto en el escenario central
- Mayores presiones inflacionarias del fenómeno de El Niño
- Apretamiento de las condiciones financieras externas que resulten en presiones cambiarias y/o aumentos de la tasa de interés real neutral

Riesgo a la baja sobre las tasas de interés, más importante desde la segunda mitad de 2024 :

- Menor crecimiento por una desaceleración mayor de la demanda interna, dada la persistencia de altas tasas de interés reales por un período prolongado

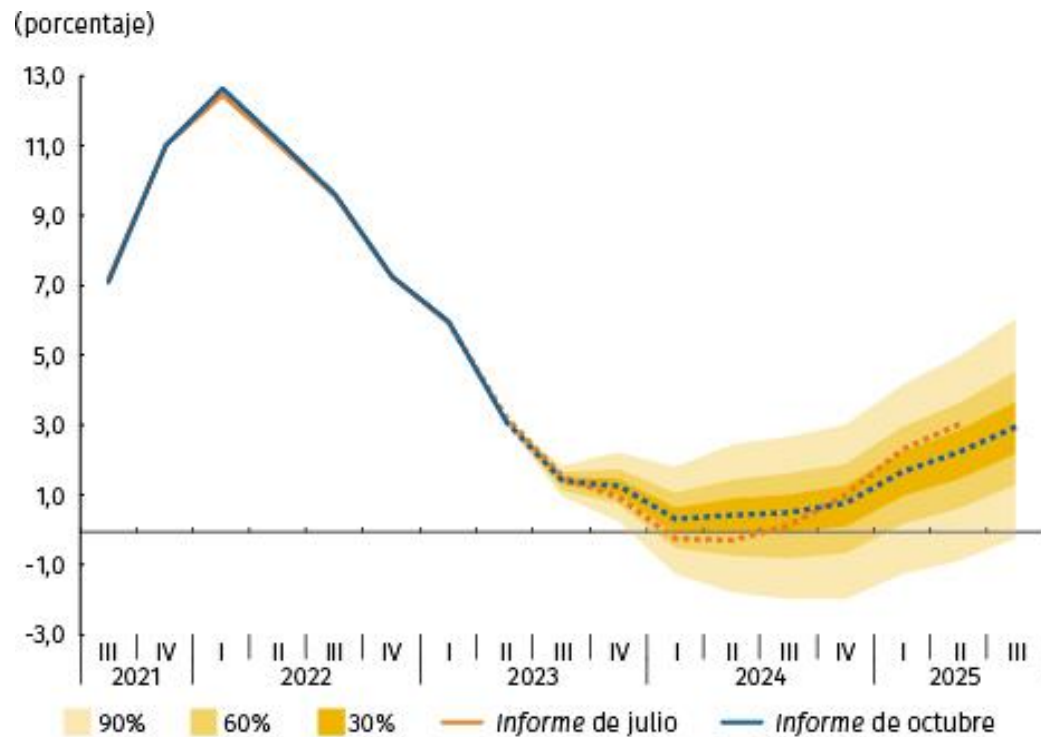
Pronóstico IPoM octubre de 2023

Pronósticos de actividad económica e inflación

El pronóstico de crecimiento del PIB para 2023 se revisó al alza del 0,9% al 1,2%

Para 2024 se revisó a la baja (de 1,0% a 0,8%)

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

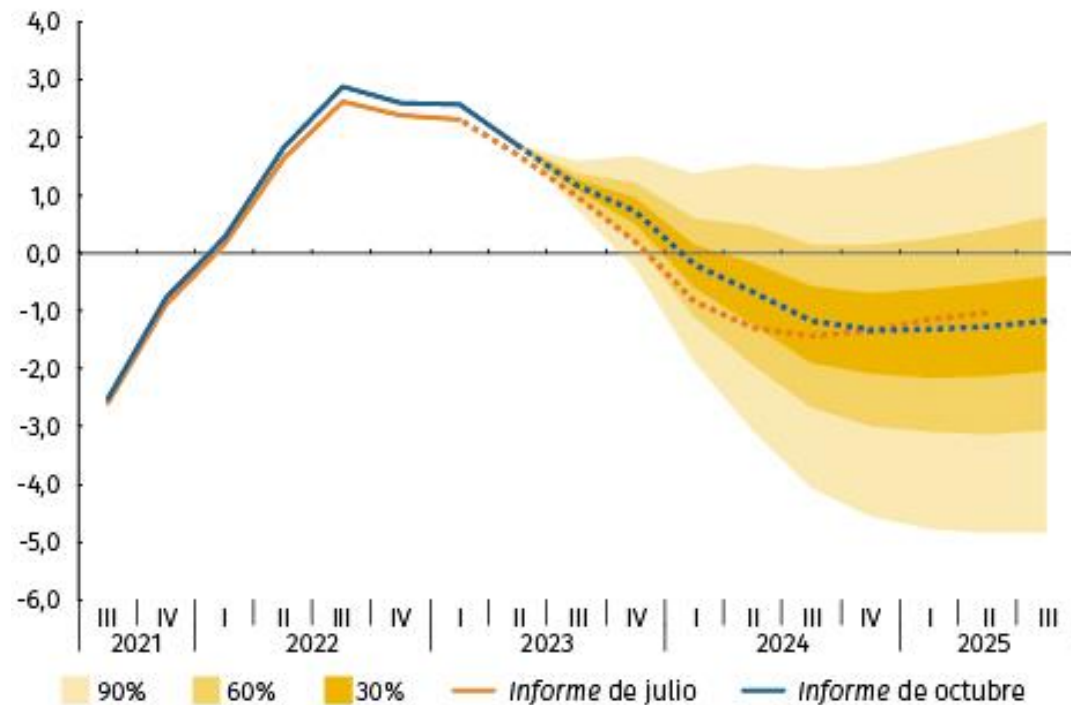


- **Ajuste del consumo privado:**
 - ✓ Condiciones financieras internas apretadas (efectos acumulados de la política monetaria y moderación del crédito)
 - ✓ Corrección del consumo desde niveles elevados
- La inversión crecería en 2024 desde los bajos niveles de 2023, por cuenta de las obras civiles, pero seguiría afectada por:
 - ✓ Condiciones financieras internas y externas apretadas
 - ✓ Incertidumbre
- **Condiciones externas:**
 - ✓ Desaceleración mundial
 - ✓ Deterioro de los términos de intercambio
- **Balance de riesgos:** Sesgos a la baja moderados

Con esta dinámica del crecimiento, la brecha de producto se cerraría a comienzos de 2024 y se tornaría negativa en el resto del horizonte de pronóstico

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

(porcentaje)

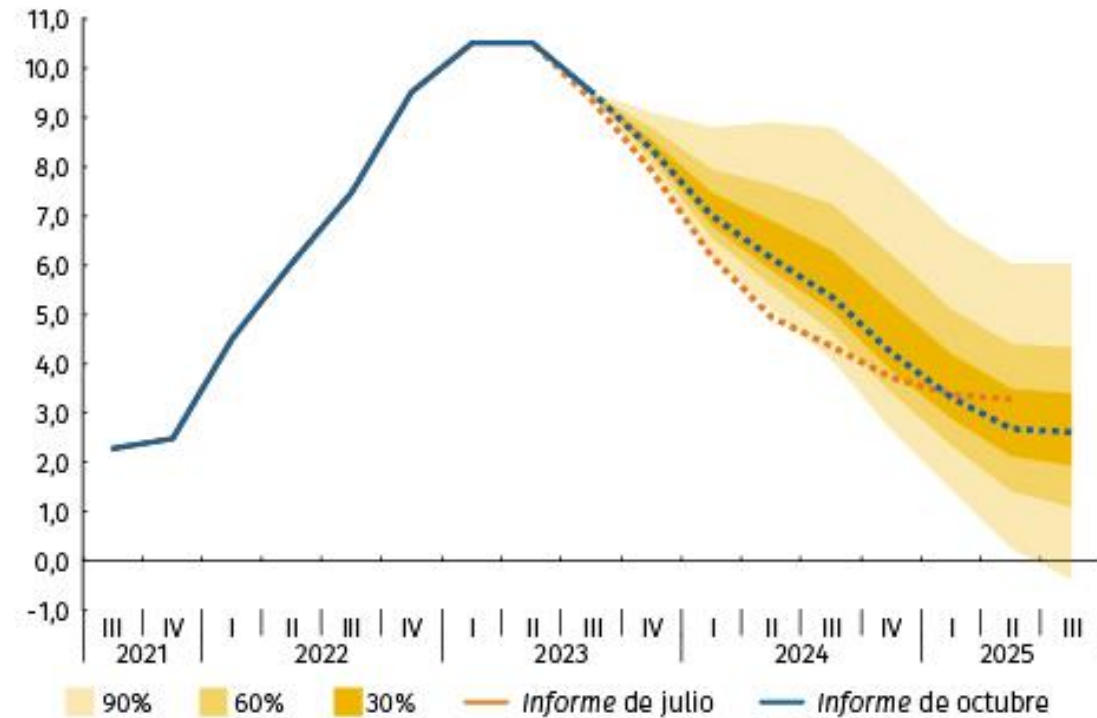


- Los excesos de demanda se estarían cerrando más lentamente de lo previsto en julio: revisión al alza de la brecha de producto anual (del 0.2% al 0.7%) para 2023
- El empleo continúa siendo resiliente, a pesar de la desaceleración económica, hecho que podría conducir en 2024 a una desconexión, posiblemente transitoria, entre la brecha del producto y la del mercado laboral:
 - ✓ Desempleo estable en niveles bajos implica una brecha negativa de desempleo que continuaría cerrándose a lo largo de 2024
 - ✓ Altos niveles de ocupación y de vacantes
- Crecimiento “potencial” de 3,1% y de 2,9% en 2023 y 2024
- La economía retornaría en 2025 a tasas de crecimiento similares a las del producto potencial

La inflación básica continuaría descendiendo en todo el horizonte de pronóstico. El descenso más lento de lo esperado y algunos factores llevaron a una revisión al alza para 2023 al 8,4% (antes 7,9%) y para 2024 al 4,2% (antes 3,7%)

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

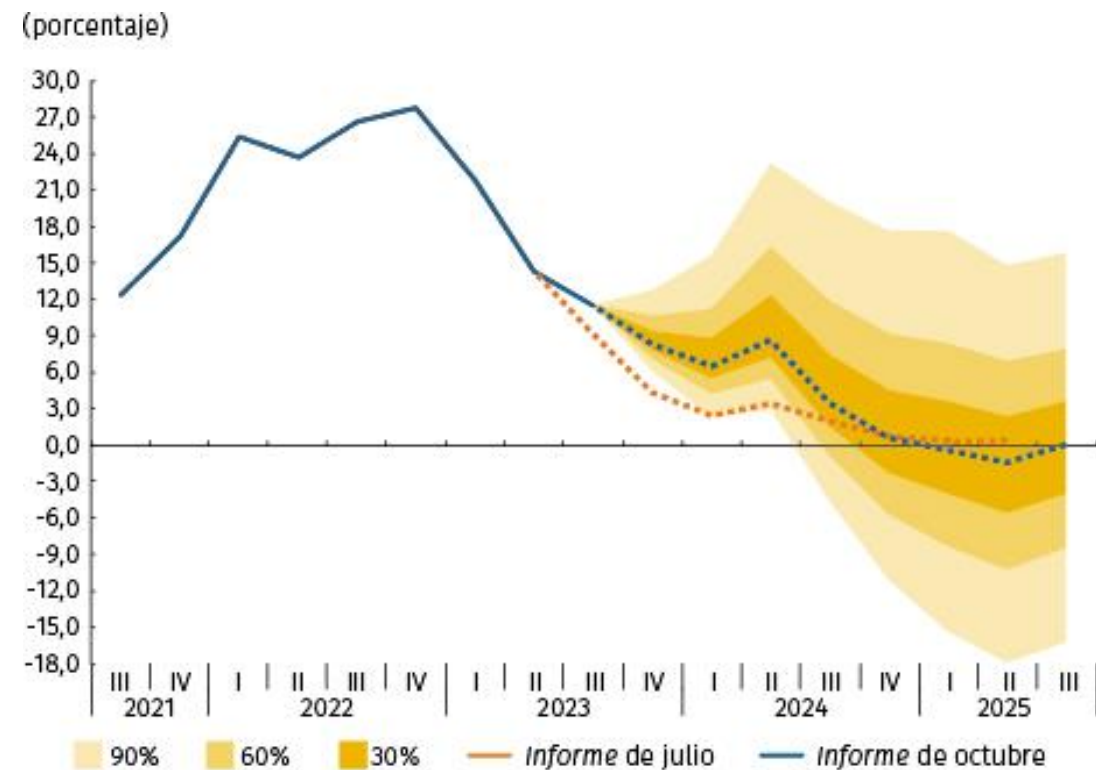
(porcentaje)



- Revisión al alza por:
 - ✓ Sorpresa al alza en el tercer trimestre (esp. mayores aumentos en los arriendos)
 - ✓ Menores efectos desinflacionarios de la tasa de cambio
 - ✓ Impacto de la indexación a una mayor tasa de inflación al final del año
 - ✓ Efectos de el Niño sobre comidas fuera del hogar (servicios)
 - ✓ Brecha del producto mayor
 - ✓ Indicios de mayor persistencia que se manifestarían en la primera mitad de 2024
- La inflación básica continuaría su descenso por:
 - ✓ Postura de política monetaria
 - ✓ Desaceleración de actividad económica y excesos de capacidad en el futuro
 - ✓ Disolución de choques

La variación anual de los precios de los alimentos continuaría en una senda descendente, pero se revisó al alza principalmente por la incorporación de efectos temporales moderados de El Niño

IPC alimentos (variación anual, fin de periodo)

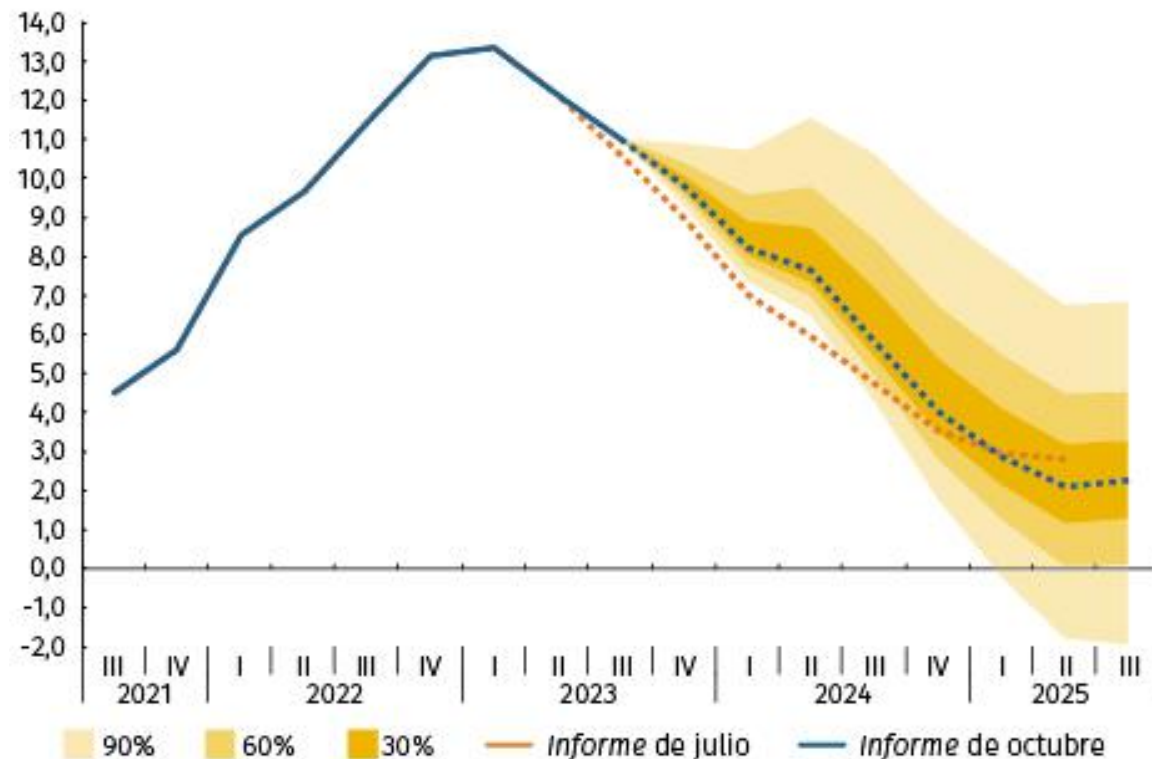


- Significativa revisión al alza del pronóstico para el final de 2023 (8.3% frente a 4,3% en el Informe de julio) y de la senda en 2024, aunque terminaría en 0,6% (antes 0,75%)
- Factores que explican la revisión:
 - ✓ A corto plazo: aumento de precios de algunos perecederos por anticipación del ciclo agrícola
 - ✓ A mediano plazo: efectos del fenómeno de El Niño que se suponen transitorios y moderados
- Factores que favorecen la tendencia decreciente:
 - ✓ Reducciones en los precios internacionales
 - ✓ Bajas presiones cambiarias (insumos y alimentos procesados)
 - ✓ Dilución de los efectos de El Niño
- La canasta de **regulados** presenta una revisión a la baja en 2023 (16,7%, antes 18,05%) y al alza al final de 2024 (6,5% antes 5,2%) principalmente por aumentos pospuestos en los precios de los combustibles e indexación a una tasa de inflación mayor

La inflación total continuaría su descenso y terminaría 2023 en 9,8% (antes 9,0%) y 2024 en 4% (antes 3,5%). La revisión al alza se debe a los cambios mencionados anteriormente

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

(porcentaje)

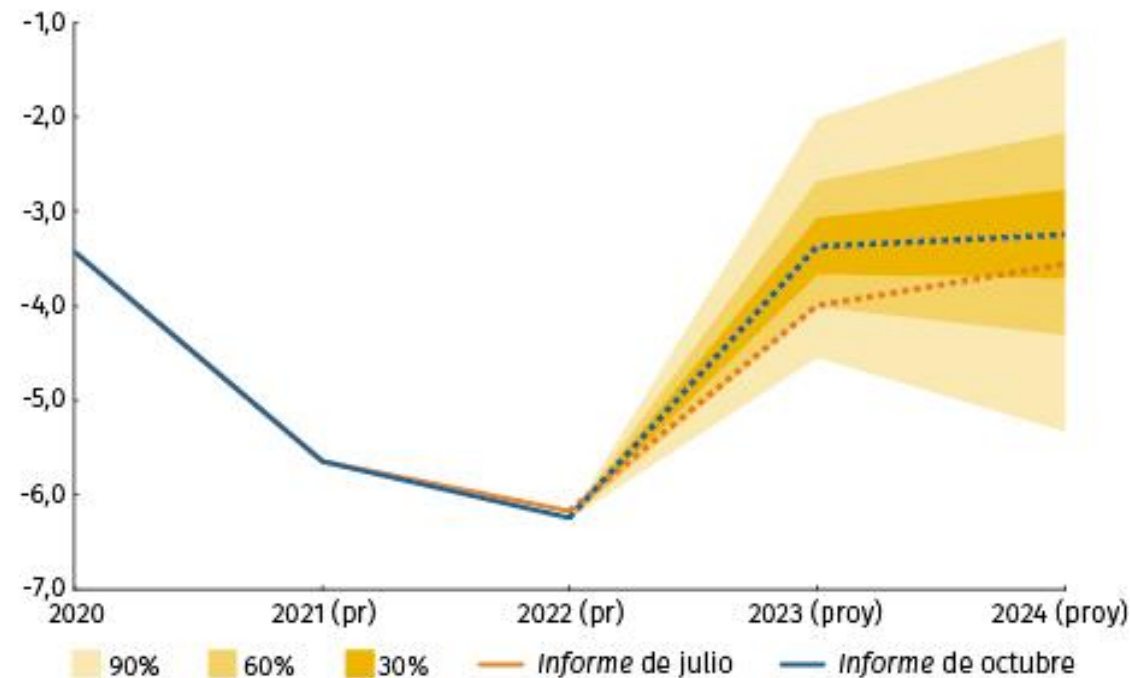


- La inflación mantendría una tendencia decreciente y convergente a la meta del 3% por los efectos acumulados de la postura de política monetaria y la dilución de choques
- Balance de riesgos:** Sesgos al alza por riesgos inflacionarios ya mencionados: reducción de la probabilidad de alcanzar la meta en 2024, pero no en 2025

El déficit de la cuenta corriente se reduciría a 3,4% del PIB en 2023 y a 3,2% del PIB en 2024, frente al 6,2% del PIB en 2022. Esta reducción es significativa y contribuye a moderar las vulnerabilidades externas del país

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

(porcentaje del PIB)



- En 2023, la disminución del déficit corriente se explicaría por:
 - ✓ Desaceleración de la actividad económica y ajuste de la demanda interna
 - ✓ Moderación de los precios de los insumos y fletes importados
 - ✓ Dinamismo de los servicios turísticos
 - ✓ Mayores rendimientos de las Reservas Internacionales
 - ✓ Menor remisión de utilidades de las empresas con capital extranjero
 - ✓ Mayores ingresos por remesas de trabajadores
 - ✓ Ajuste fiscal

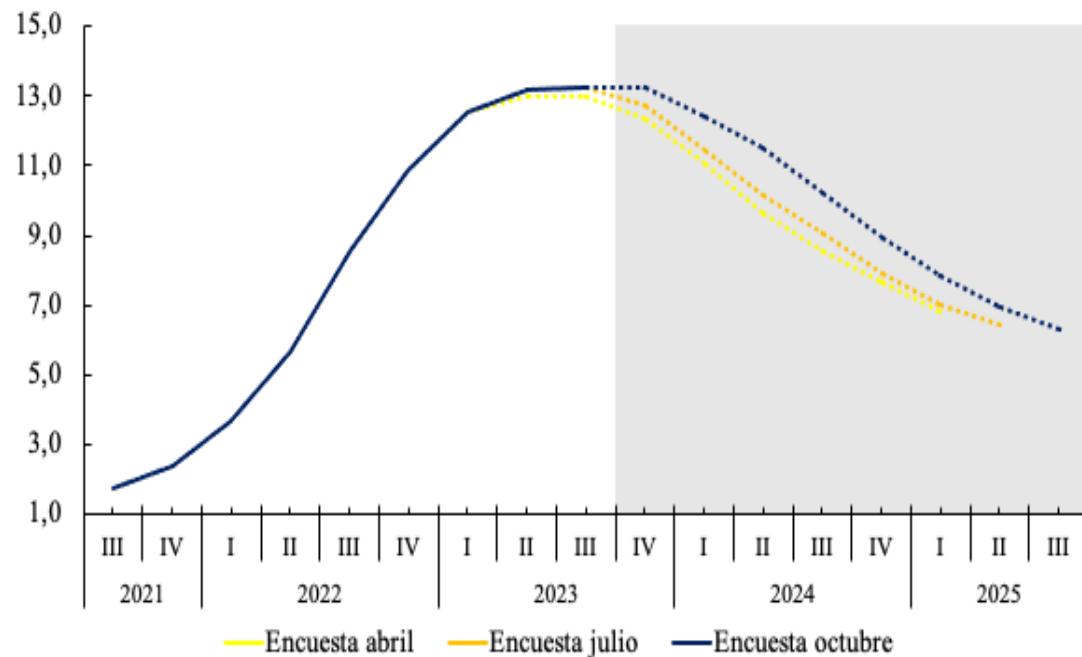
- En 2024 se mantendrían el bajo dinamismo de la demanda interna, la disminución en las tarifas de los fletes, la buena dinámica de los servicios turísticos, las menores utilidades de algunas empresas con inversión directa y las remesas de trabajadores

Pronóstico IPoM octubre de 2023

Política monetaria

Los altos niveles de la inflación observada y proyectada, el riesgo de un desanclaje persistente de las expectativas de inflación, los riesgos inflacionarios señalados y los 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/}



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 finales del presente año, llegando al 8,9% en promedio para el cuarto trimestre de 2024. Esta senda se ha desplazado hacia arriba desde abril
- 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% desde finales 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.*

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

Recuadro 1: Persistencia de la inflación en la coyuntura reciente

Recuadro 2: Caracterización de los fenómenos de El Niño en Colombia

Recuadro 3: Algunos efectos de los últimos cierres en la vía al Llano sobre la actividad económica de la región

Reporte del Mercado Laboral: Crecimiento sostenido del empleo y la curva de Phillips no lineal

Informe de Política Monetaria Octubre de 2023

Presentación pública



Gerencia Técnica
Noviembre 7 de 2023