

Informe de Política Monetaria

Abril de 2023



Gerencia Técnica
Mayo 3 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 enero de 2023)

Principales características del pronóstico de enero:

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: 2,5%)
2. Excesos de demanda se eliminaban en 2023 y excesos de capacidad emergían en 2024: moderación de la demanda interna
3. Inflación (total y básica) observada creciente y pronósticos por encima de la meta, producto de diversos choques de oferta internos y externos, excesos de demanda y presiones cambiarias
4. Expectativas de inflación en aumento, por encima de la meta, con riesgos de desanclaje y mayor indexación
5. Política monetaria: postura contractiva (tasa de interés de 12,75%)

Principales cambios - Contexto externo

- Reducción más lenta de la inflación en los EEUU y quiebras bancarias (mayor riesgo de inestabilidad financiera): ¿*Trade-off* entre inflación y estabilidad financiera?
- Múltiples configuraciones de variables como tasa de interés de la FED, primas de riesgo, crecimiento global y precios del petróleo
- Difícil asignar probabilidades a las diferentes configuraciones: algunas pueden resultar en condiciones financieras externas para Colombia menos favorables y otras en condiciones más favorables

→ Volatilidad de la tasa de cambio y primas de riesgo elevadas, en medio de alta sensibilidad de los precios de los activos colombianos a las condiciones externas (altos déficit externo y público + incertidumbre sobre la política económica local)

Principales cambios - Contexto interno

- **Actividad económica:** El PIB se ha desacelerado, pero habría continuado creciendo en el primer trimestre y sus **niveles** son elevados
- El crecimiento del PIB en 2022 fue de 7,5%, menor que el 8% estimado en enero, en buena medida por una revisión a la baja de la cifra del tercer trimestre de 2022 por parte del DANE
- Los indicadores de alta frecuencia apuntan a una desaceleración de la economía:
 - ✓ Las variaciones anuales del ISE muestran moderación frente a 2022
 - ✓ La demanda de energía de la industria muestra una tendencia decreciente
 - ✓ El consumo en bienes durables estaría moderándose en niveles
 - ✓ El crédito de consumo presenta crecimientos bajos en el margen
 - ✓ Las importaciones estarían retrocediendo desde los muy altos niveles alcanzados en 2022
 - ✓ La inversión en maquinaria y equipo también estaría cayendo en niveles
 - ✓ Las exportaciones habrían caído por menores volúmenes de exportación de carbón, petróleo y café
- Datos del mercado laboral muestran una tendencia de estabilidad en el empleo. No obstante, los últimos datos, muestran mejoras en el empleo rural y urbano, y una tasa de desempleo que llegó a 10%, su nivel más bajo desde 2018
- **La desaceleración ya estaba incorporada en los pronósticos del Banco, pero ha sido menos pronunciada de lo proyectado**

Principales cambios - Contexto interno

- **Inflación:** Sigue al alza, pero las sorpresas son cada vez más pequeñas y hay signos de que podría comenzar a caer en el segundo trimestre
- La inflación total siguió aumentando y llegó a 13,34% al cierre de 2023.T1 (desde 13,12% en 2022.T4) mientras la básica lo hizo a 10,51% (desde 9,51%).
 - ✓ Servicios: indexación, salario mínimo y excesos de demanda
 - ✓ Bienes: depreciación acumulada
 - ✓ Regulados: indexación a altos niveles de inflación y aumentos requeridos de los precios de la gasolina
 - ✓ Alimentos: depreciación, choques de oferta y costos, excesos de lluvias
- Expectativas de inflación siguen por encima de la meta a todos los horizontes
- Sin embargo hay algunos indicios de que la inflación empezará a caer en los próximos meses
 - ✓ La desaceleración del IPP (por sectores, procedencia y grupo de bienes)
 - ✓ Caída de algunos precios internacionales de alimentos y bienes
 - ✓ Reducción de los costos logísticos a nivel internacional
 - ✓ La variación anual de precios de los alimentos ya está cayendo
 - ✓ Desaceleración de la economía
 - ✓ Algunas medidas de expectativas de inflación han empezado a descender

Estado inicial de la economía

▪ Interpretación de los datos:

- ✓ Las condiciones financieras externas permanecen apretadas y existe enorme incertidumbre alrededor de su evolución futura
- ✓ Choques que han afectado la inflación hasta ahora han sido más fuertes y duraderos de lo esperado e implican riesgos sobre el anclaje de las expectativas de inflación y sobre el grado de indexación, con una convergencia lenta hacia la meta
- ✓ Excesos de demanda: Desaceleración de la economía más gradual de lo esperado desde **niveles** altos de actividad económica (PIB y consumo)
- ✓ Algunas presiones inflacionarias estarían empezando a ceder (costos, alimentos)...
- ✓ ... en un contexto de ajuste fiscal en curso y de política monetaria contractiva
- ✓ Dado un estado inicial con inflación y sus expectativas muy por encima de la meta, excesos de demanda y riesgos inflacionarios, la JDBR aumentó la tasa de interés de política monetaria de 12,75% en enero a 13,25% en abril

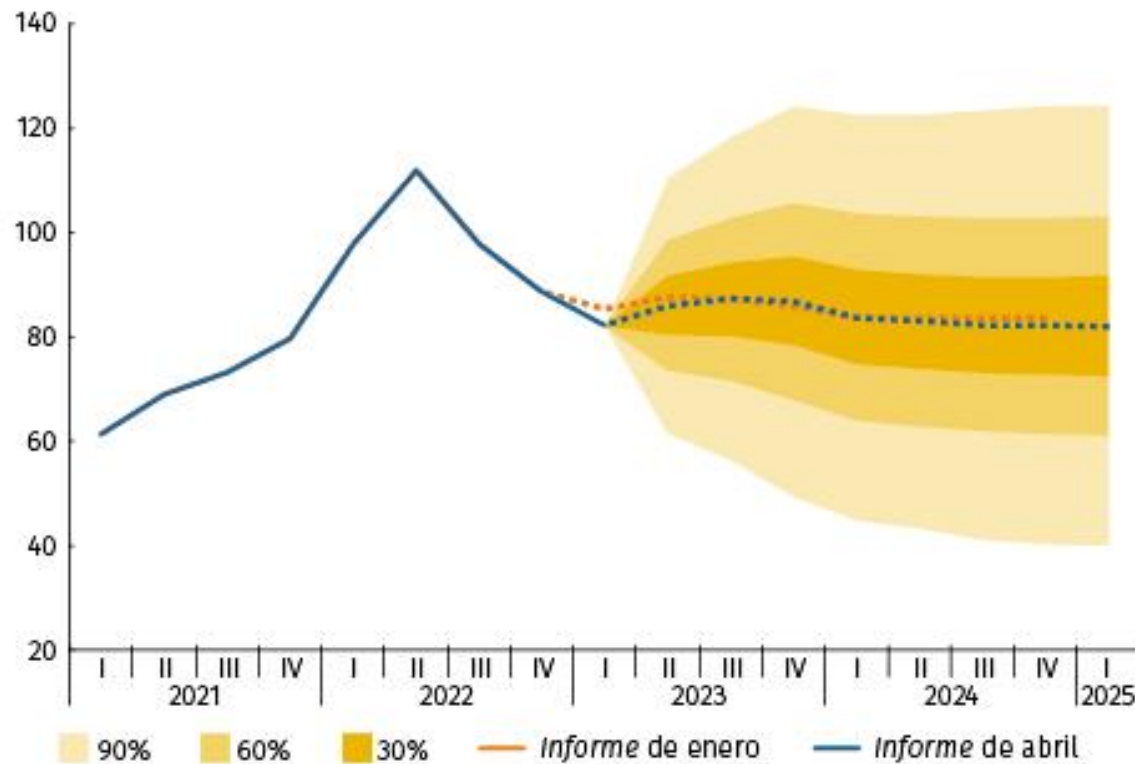
Pronóstico IPoM abril de 2023

Contexto Internacional

El supuesto del precio internacional del petróleo (Brent) se mantuvo relativamente estable para 2023 (86 USD/bl, antes 87) y para 2024 (83 USD/bl, antes 84)

Supuesto trimestral del precio del petróleo

(dólares por barril)

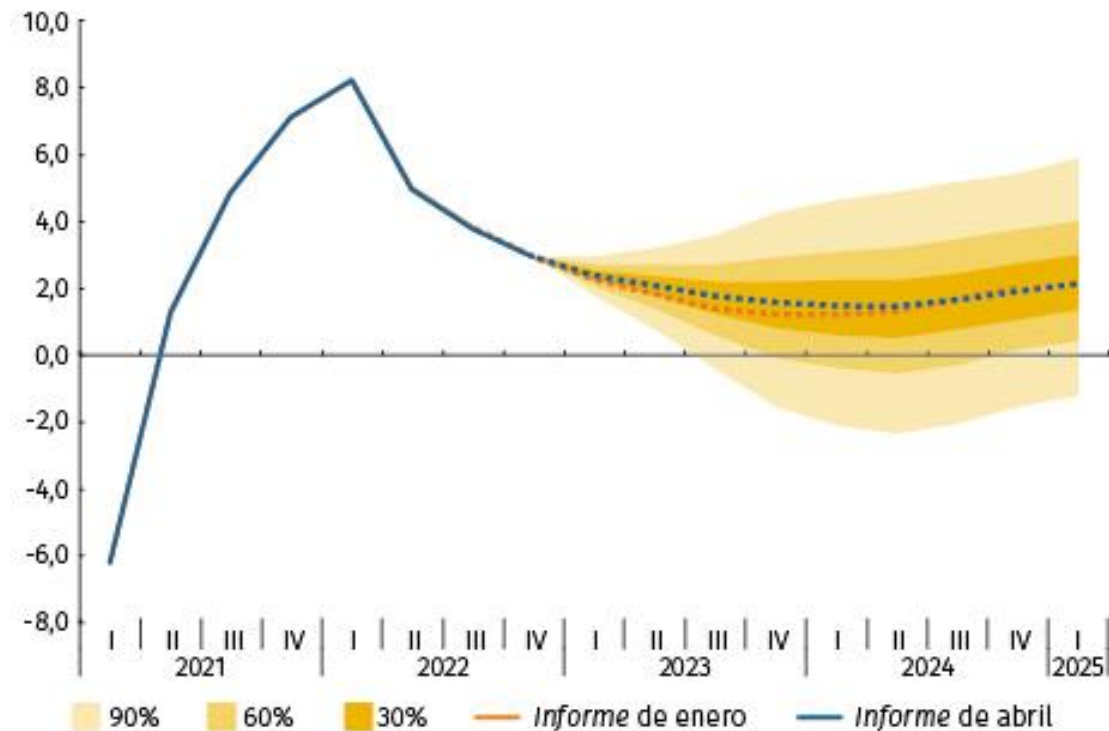


- La cotización internacional del petróleo se mantiene relativamente alta y permanecería estable en el horizonte de pronóstico
- Las fuerzas a la baja:
 - ✓ Perspectivas y riesgos de menor crecimiento económico mundial
 - ✓ Redireccionamiento y disponibilidad de petróleo de Rusia
 - ✓ Mejor abastecimiento de gas en Europa
 - ✓ Aumento de la producción No-OPEP
- Se ven contrarrestadas por algunas fuerzas al alza:
 - ✓ Recortes de la OPEP+
 - ✓ Expectativas de menor producción en Rusia
 - ✓ Reactivación en China y crecimiento alto en India y otros países de Asia
- Se espera un leve deterioro de los términos de intercambio en 2023, con reducción en precios de exportaciones tradicionales, compensada en parte por la reducción de los precios de materias primas importadas (desaceleración mundial y normalización de las cadenas de suministro)

La demanda externa continuaría desacelerándose, pero menos de lo pronosticado: se revisó el supuesto de crecimiento de los socios comerciales al alza para 2023 (1,6% vs 1,2% antes) y a la baja para 2024 (1,9% vs 2% antes)

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

(variación anual)

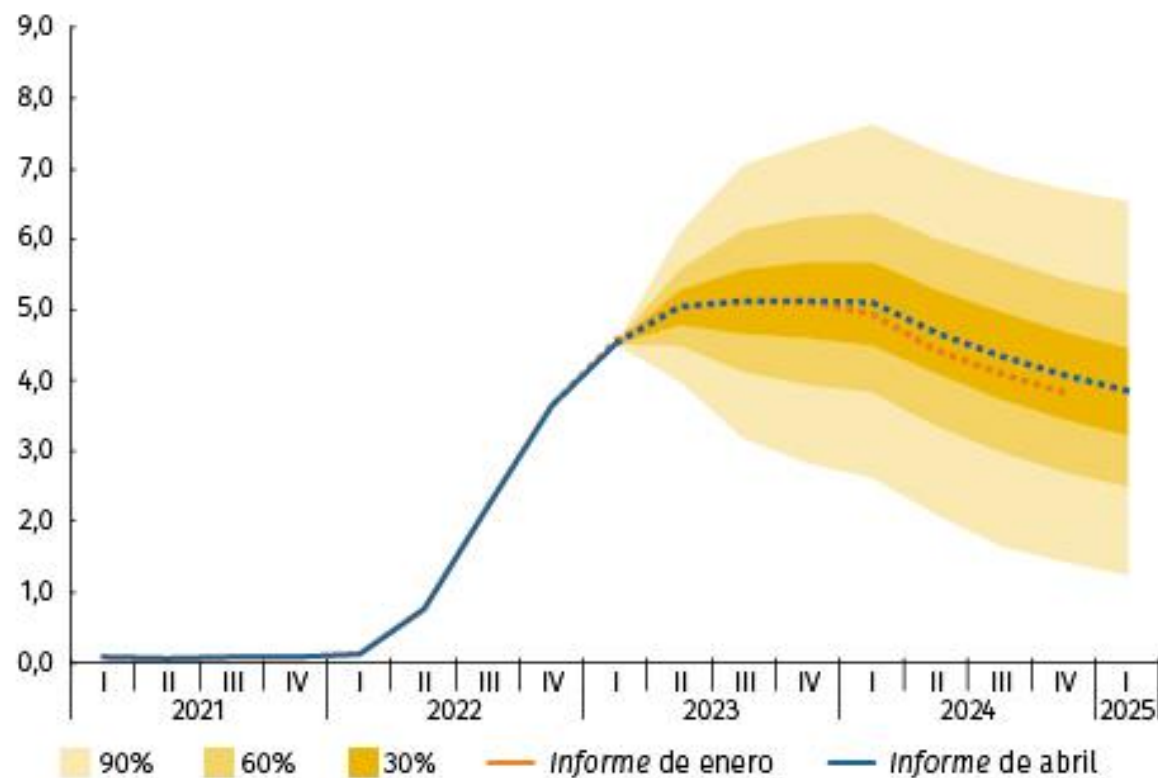


- Factores que seguirían pesando sobre el crecimiento mundial:
 - ✓ Inflación alta y por encima de la meta que requiere que la política monetaria sea restrictiva
 - ✓ Riesgos financieros y condiciones financieras apretadas
 - ✓ Algunos choques de oferta persisten
- EEUU: mejor desempeño que el esperado en 2023.T1, pero desaceleración prevista en lo que resta del año por el endurecimiento de las condiciones financieras (política monetaria y contracción crediticia)
- China: Aceleración por la flexibilización de las restricciones sanitarias asociadas al Covid-19 y algunas medidas de política macroeconómica.
- América Latina: condiciones financieras internacionales ajustadas, política monetaria restrictiva, desaceleración de la demanda externa, caída reciente en los precios de algunos bienes de exportación, espacio fiscal limitado e incertidumbre política.

La Reserva Federal de los Estados Unidos continuó aumentando sus tasas de interés, pero enfrentaría limitantes por riesgos de estabilidad financiera

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

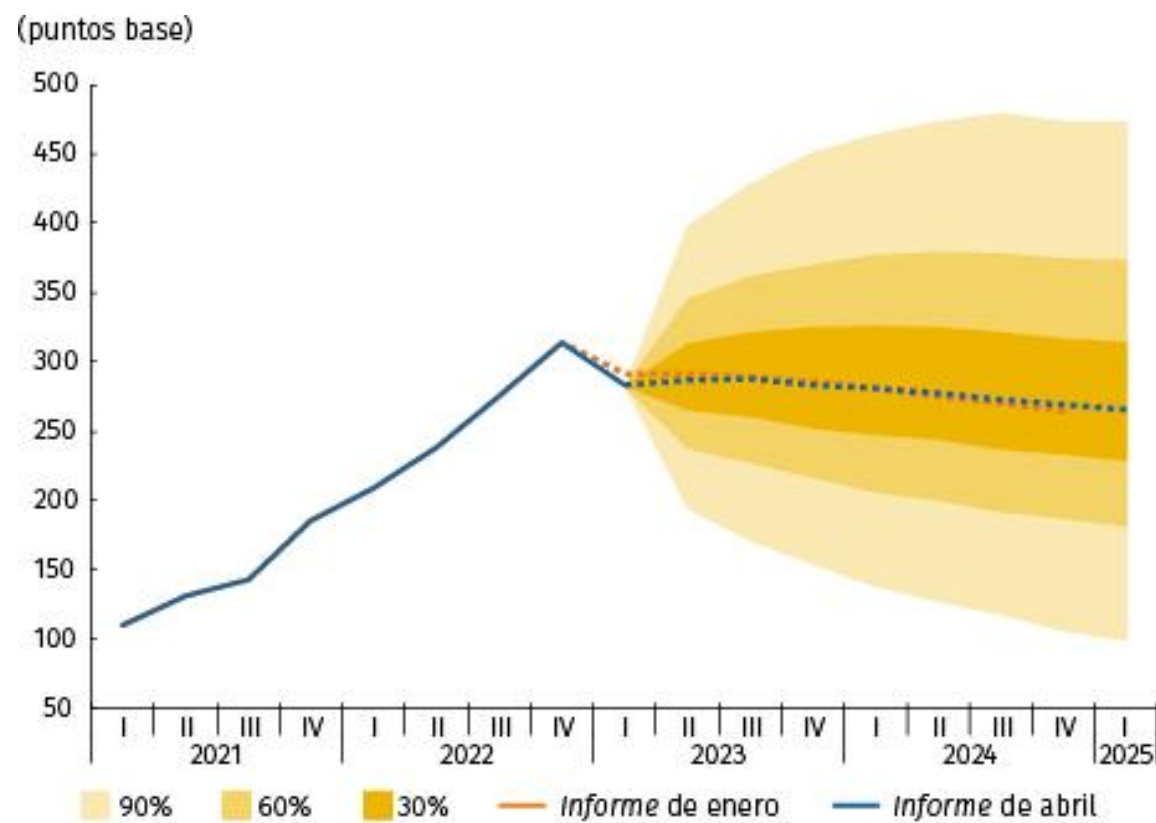
(porcentaje)



- Inflación básica en los EEUU muy por encima de la meta y aumentando en marzo a 5,6%
- Mercado laboral apretado y baja tasa de desempleo
- Aunque las proyecciones de inflación subieron, los pronósticos de la tasa terminal de la FED se mantuvieron estables (5%-5,25%)...
- ... porque el aumento en las tasas de interés se da en un contexto de riesgos de estabilidad financiera
- Se espera un nivel de tasas que dure en la tasa terminal por más tiempo
- Las reducciones en la tasa de la FED comenzarían en el segundo trimestre de 2024
- El BCE aumentó en marzo sus tasas de interés de referencia en 50pb

Incertidumbre sobre la economía global y local en un contexto de desbalances macroeconómicos en Colombia se refleja en primas de riesgo que permanecen elevadas

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



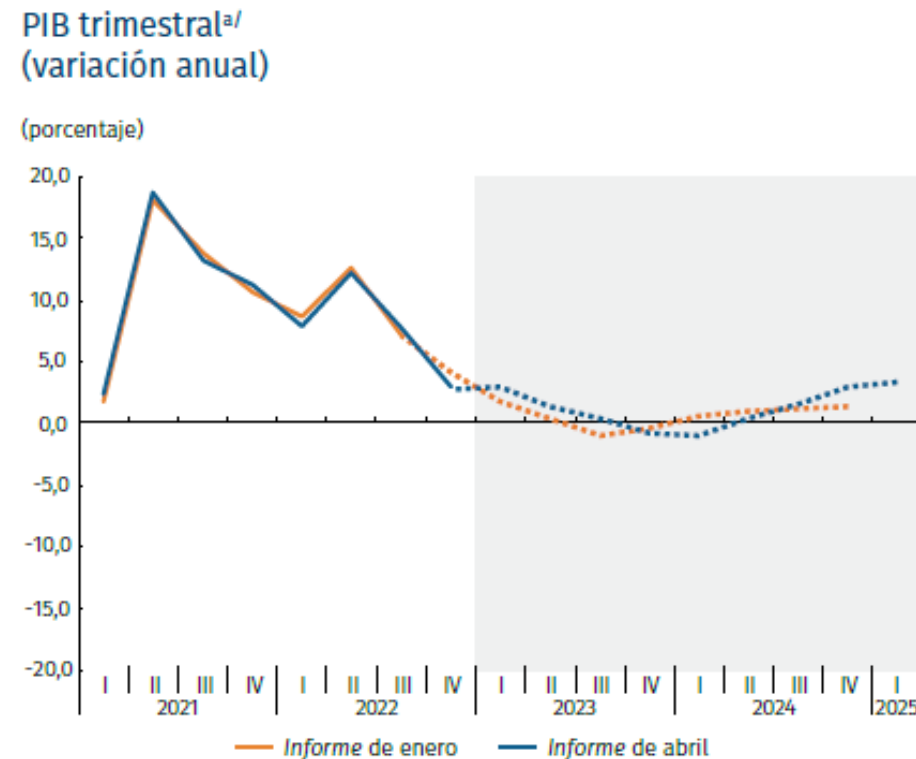
Las primas de riesgo permanecen elevadas:

- Factores globales:
 - ✓ Expectativas de condiciones financieras ajustadas
 - ✓ Incertidumbre sobre la economía mundial
- Factores internos:
 - ✓ Altos niveles de endeudamiento público y persistencia de déficit fiscal y externo
 - ✓ Incertidumbre sobre la política económica y las consecuencias fiscales de las reformas
- Riesgos más balanceados que en enero en parte porque los riesgos de estabilidad financiera en EEUU pueden resultar en condiciones financieras más holgadas para países emergentes

Pronóstico IPoM abril de 2023

Pronósticos de actividad económica e inflación

El pronóstico de crecimiento del PIB para 2023 se revisó al alza del 0,2% al 1%, en un rango amplio entre -1,1% y 3%



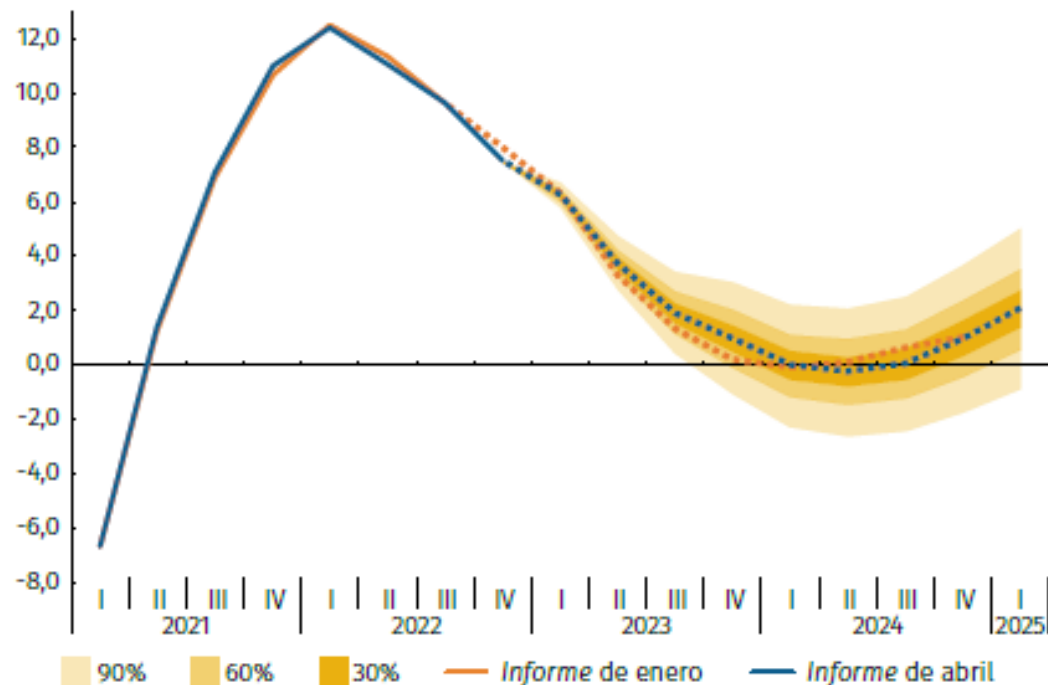
a/ Series desestacionalizadas y ajustadas por efectos calendario.
Fuente: DANE; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

- Con base en la información reciente, se estima un crecimiento anual en 2023.T1 del 3% (versus el 1,8% proyectado en enero)
- Este comportamiento implica una desaceleración importante de la economía, aunque menor que lo esperado por el equipo técnico (datos de alta frecuencia).

El pronóstico de crecimiento de 2023 recoge los efectos de una menor base en 2022 y una desaceleración más gradual de lo anticipado

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

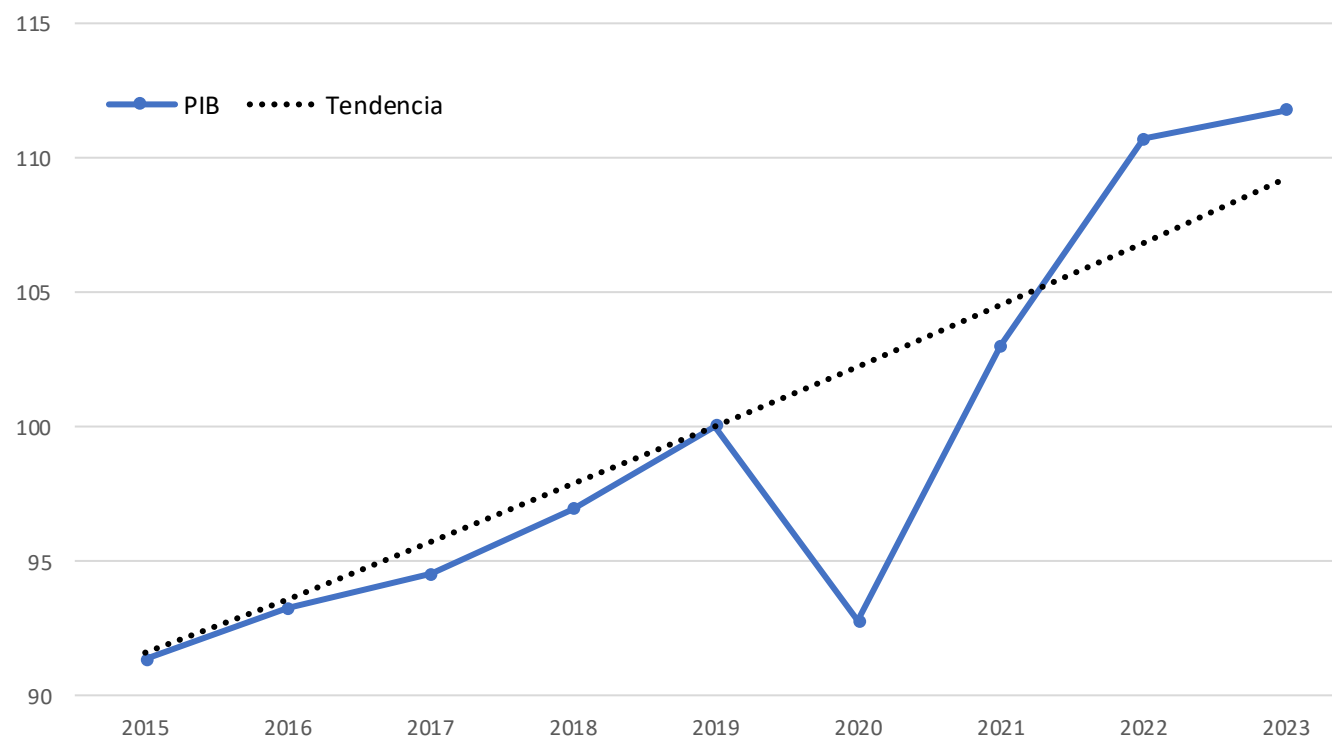
(porcentaje)



- Ajuste del consumo y la inversión:
 - ✓ Condiciones financieras internas más apretadas (efectos acumulados de la política monetaria y moderación del crédito)
 - ✓ Corrección del consumo (bajo ahorro, alta carga financiera, baja confianza del consumidor)
 - ✓ Incertidumbre
- La inversión estaría soportada por el avance de las obras civiles en 2023, pero no mantendría sus niveles:
 - ✓ La inversión en maquinaria y equipo caería desde sus niveles históricamente altos de 2022
 - ✓ Condiciones desfavorables en el mercado de vivienda (ver recuadro)
- La reducción del déficit público coherente con el cumplimiento de la regla fiscal moderaría su impulso a la economía
- Condiciones externas:
 - ✓ Condiciones financieras externas 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 entre (-1,8% y 3,7%)

El fuerte crecimiento de la economía en 2021 y 2022 implica niveles del PIB significativamente mayores que los de la tendencia pre-pandemia, incluso con un bajo crecimiento en 2023.

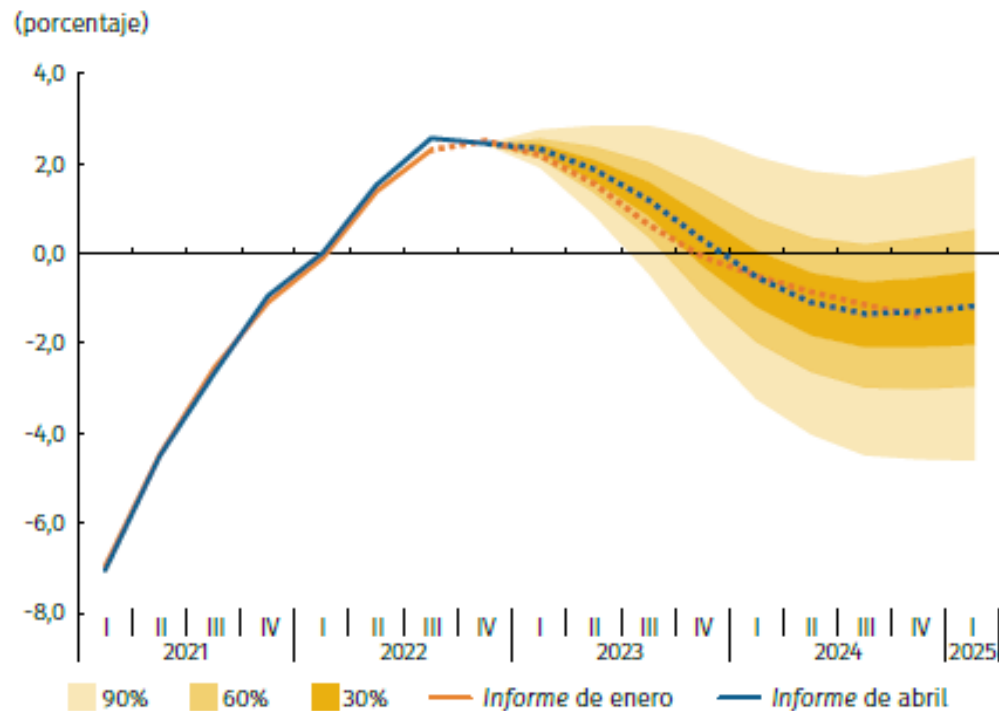
Niveles del PIB frente a su tendencia (2019=100)



- La reducción del crecimiento es compatible con la corrección de un exceso de gasto en consumo y con niveles del PIB cercanos a su tendencia

Con esta dinámica del crecimiento, la brecha de producto en 2023 se cerraría partiendo de un nivel elevado (2,3%), y se tornaría negativa en 2024

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

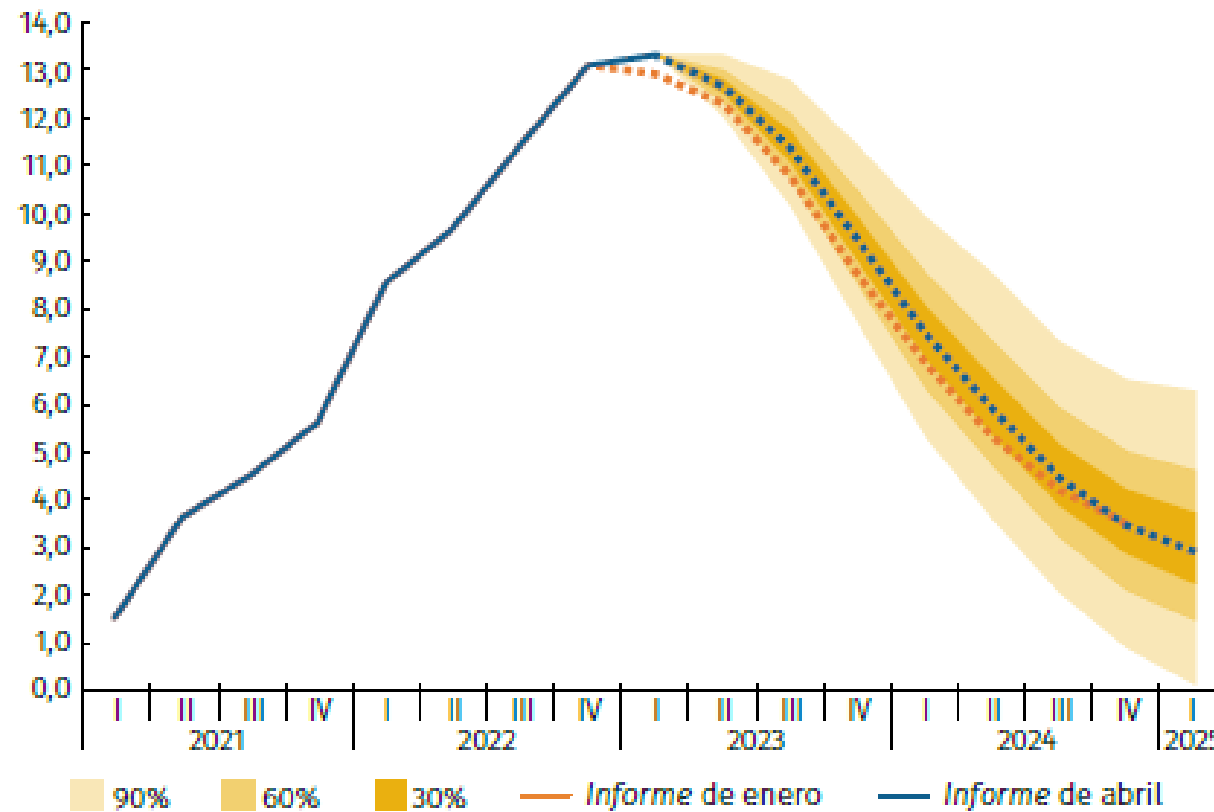


- La senda se revisó al alza por la resiliencia que ha mostrado la demanda interna, el comportamiento del mercado laboral y el aumento de la inflación básica:
 - ✓ Desempleo estable en niveles bajos (TD nacional en 11% para el último trimestre) implica probablemente una brecha negativa de desempleo (Reporte 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 total comenzaría a descender en este trimestre y terminaría 2023 en 9,5% (antes 8,7%)
Para 2024 el pronóstico no cambió (3,5%) y la inflación se acercaría a la meta por la respuesta de la
política monetaria.

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

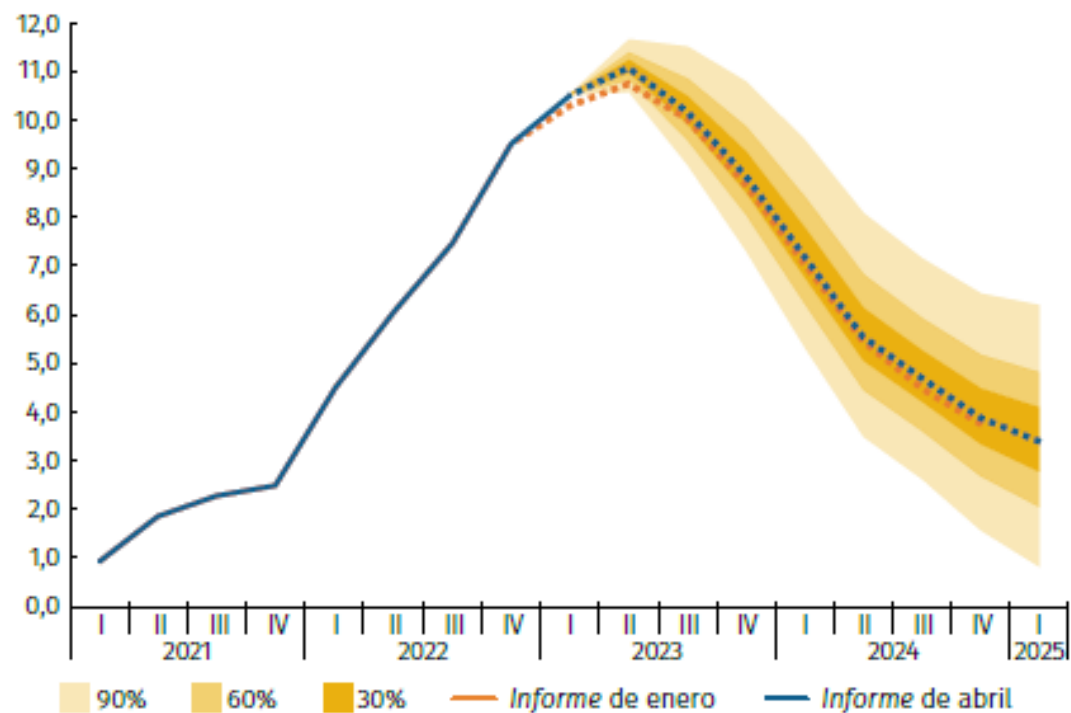
(porcentaje)



La inflación básica alcanzaría su pico en el segundo trimestre (11%) y después comenzaría a descender. El pronóstico para 2023 y 2024 se revisó marginalmente al alza 8,9% (antes 8,7%) y 3,9% (antes 3,8%), respectivamente

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

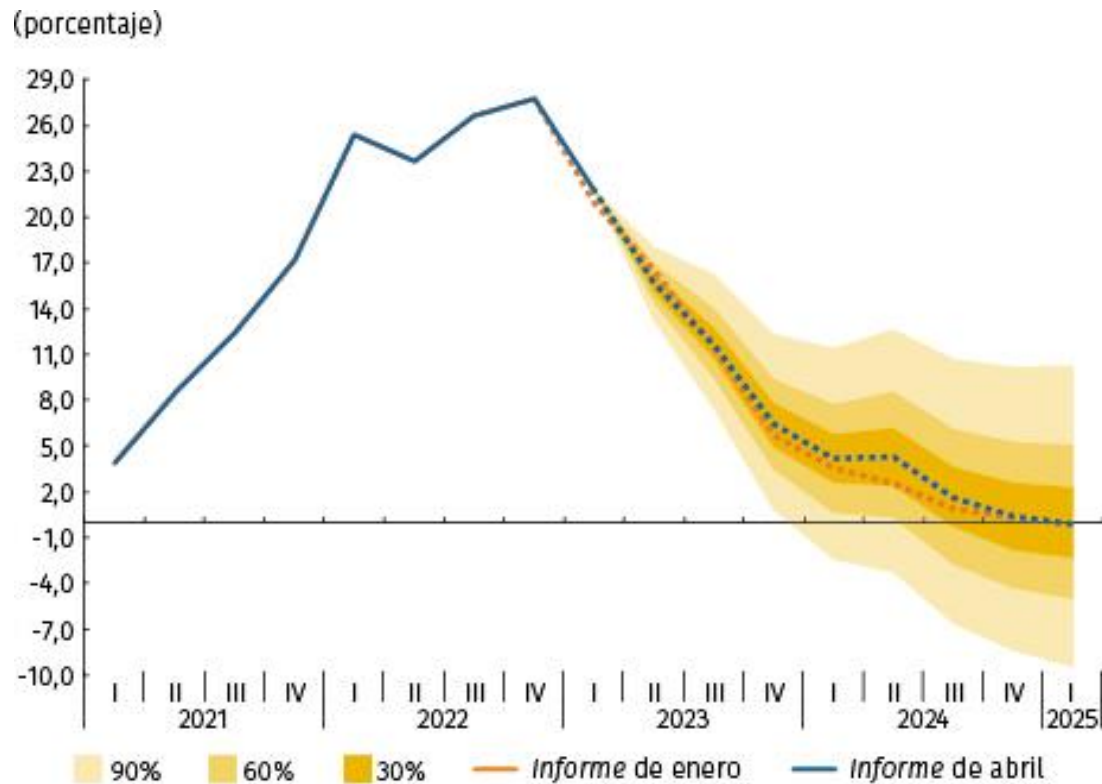
(porcentaje)



- Revisión al alza por:
 - ✓ Excesos de demanda algo mayores y más persistentes de lo esperado
 - ✓ Efectos indirectos de mayores precios de los combustibles
- Se mantiene alta por indexación, excesos de demanda en 2023 y reversión de alivios de IVA para servicios de hotelería y otros (2023)
- La inflación básica alcanzaría su máximo a mediados de 2023 y descendería después de la mano de la postura de política monetaria:
 - ✓ Al desvanecerse los efectos de los choques de oferta y de tasa de cambio (bienes)
 - ✓ Reducirse los excesos de demanda
 - ✓ Descender las expectativas de inflación
 - ✓ Reducirse la presión de alimentos en CFH
 - ✓ Efecto estadístico de los días sin IVA del año pasado

La variación anual de los precios de los alimentos tomó una senda descendente en el primer trimestre de 2023 y bajaría rápidamente. En contraste, la variación de los precios regulados permanecería alta en 2023.

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

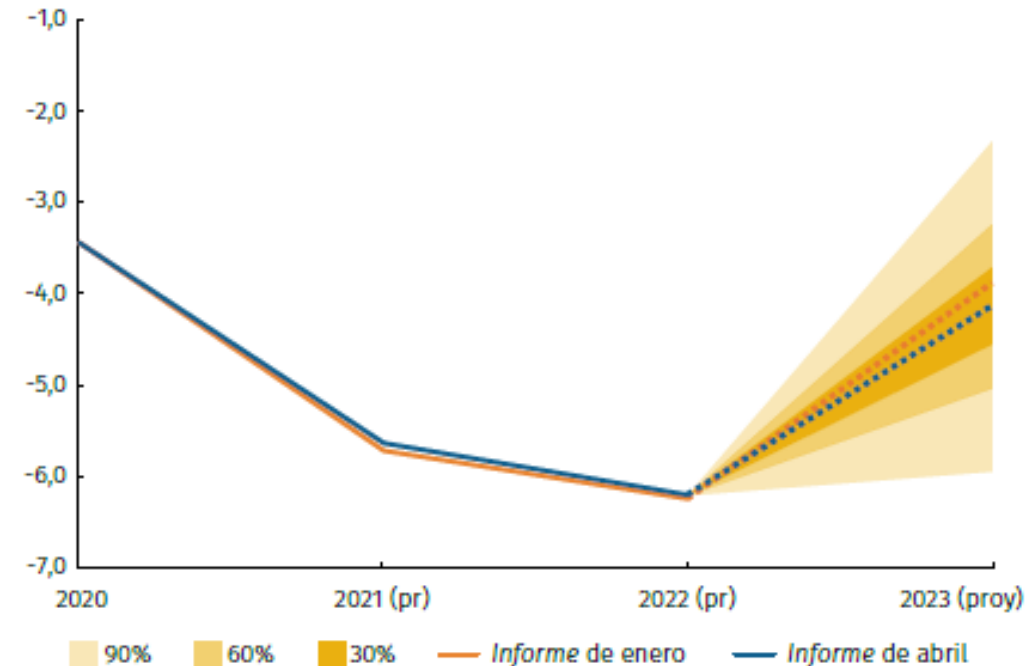


- Revisión al alza del pronóstico de inflación de alimentos para el fin del año (de 5,7% a 6,4%) debido a que la reducción observada ha sido algo menor que la proyectada.
- Dilución de choques de oferta, condiciones climáticas más favorables, reducciones de precios internacionales y de presiones cambiarias y normalización del ciclo agropecuario implican senda decreciente de la variación anual de los precios de los alimentos que en 2024 terminaría en 0,4% (antes 0,3%)
- La canasta de regulados presenta la revisión más fuerte al alza en el pronóstico de 11,5% a 14,5% para finales de 2023. Esto se debe principalmente a unos aumentos mayores observados y esperados en el precio de los combustibles.
- El pronóstico incorpora un aumento esperado de precios internos de los combustibles de más del 30% en los próximos dos años, más concentrados en 2023

Se prevé una reducción del desbalance externo desde el 6,2% del PIB en 2022 al 4,1% del PIB en 2023 debido al menor de crecimiento esperado de la demanda interna y en línea con la disminución del déficit público

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

(porcentaje del PIB)



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

- En 2023, la corrección del desbalance externo se explica por:
 - ✓ Ajuste del consumo y menor crecimiento proyectado de la demanda interna
 - ✓ Moderación de las presiones de costos (insumos importados y fletes) por la disolución de los choques de oferta internacionales
 - ✓ Ajuste fiscal
 - ✓ Aumento de las remesas de trabajadores (antes esperábamos una ligera reducción)
- 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
- El déficit externo sigue siendo elevado y es fuente de vulnerabilidad de la economía ante choques externos

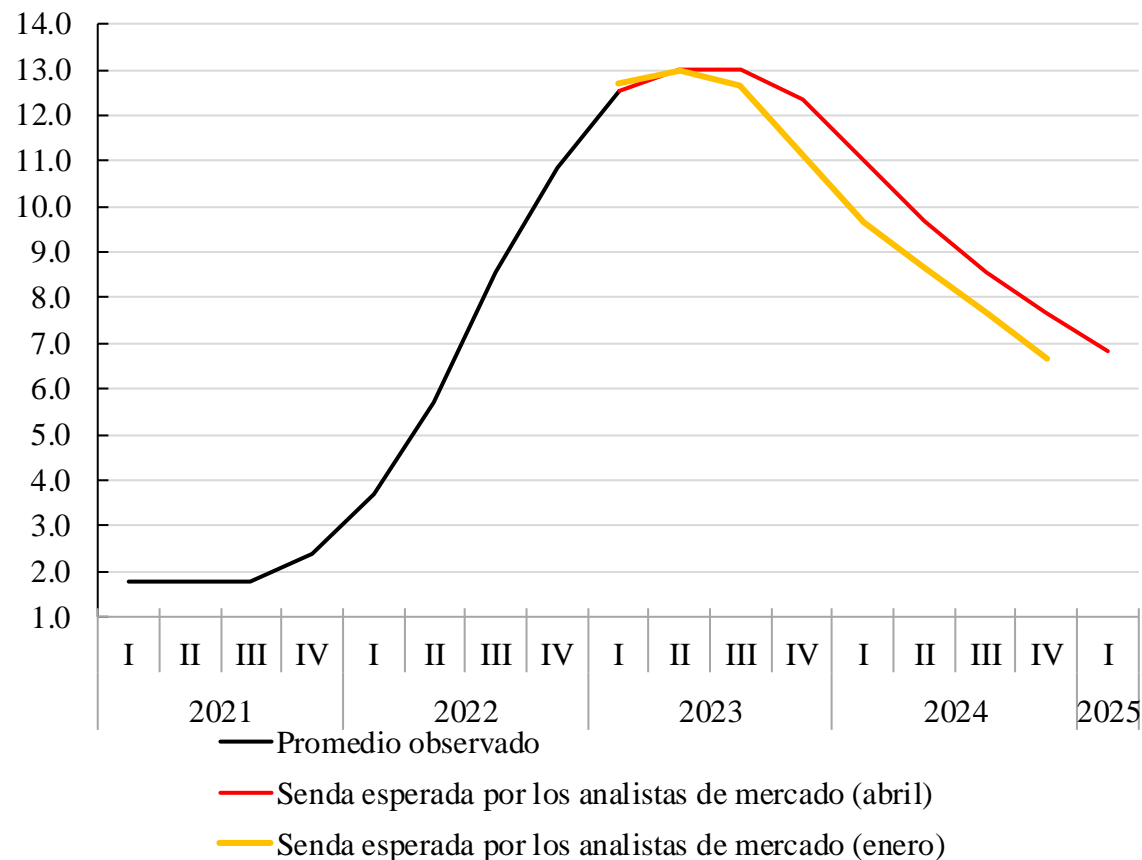
Pronóstico IPoM abril de 2023

Política monetaria

Los altos niveles de la inflación observada y proyectada, el riesgo de un desanclaje persistente de las expectativas de inflación, condiciones financieras externas desfavorables y la presencia de excesos de demanda requieren una postura contractiva de la política monetaria

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

(porcentaje)



- Aumento de 50 pb de la tasa de interés (reuniones de la JDBR de enero y abril) para ubicarla en 13,25%, algo mayor de lo que esperaban los analistas y los mercados
- La mediana de la senda de tasa de interés de política esperada por los analistas se elevó respecto al Informe anterior: 12,3% a finales de 2023 (antes 10%) y 7,0% para diciembre de 2024 (antes 6,5%)
- La senda de tasa de interés del pronóstico del equipo técnico es en promedio mayor que la de los analistas y considera el objetivo anunciado de convergencia a niveles cercanos a la meta para finales de 2024
- La senda de tasa de interés es compatible con una inflación total que se acerca a la meta del 3% en 2024 (los analistas esperan 5%)
- *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

Elevada incertidumbre y riesgos más balanceados que en el Informe anterior, por cuenta de la materialización de varios eventos y algunos datos recientes

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
- ✓ Choques que han afectado los precios de alimentos y bienes se diluyen fuertemente en la primera parte de 2023
- ✓ Condiciones financieras externas permanecen ajustadas
- ✓ Demanda interna privada pierde dinamismo durante lo que resta de 2023 y la primera mitad de 2024

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
 - + Posible mayor indexación a niveles de inflación más altos
- **Presiones inflacionarias adicionales en un contexto de inflación por encima de la meta**
 - + Ajustes en los precios de los combustibles mayores a los incorporados en el pronóstico
 - + Choques climáticos como el Fenómeno de El Niño cuya probabilidad ha aumentado (alta incertidumbre sobre su magnitud)
- **Evolución de las condiciones financieras externas**
 - Un relajamiento de las condiciones financieras reduciría las presiones cambiarias
 - + Aumento de la aversión global al riesgo e incertidumbre sobre la política económica local en presencia déficit fiscal y externo persistentes con posibles efectos sobre la tasa de cambio o la tasa de interés neutral
 - ? Mayor desaceleración de la economía mundial, por ejemplo, por los problemas financieros en EEUU
- **Incertidumbre sobre la brecha de producto**
 - ? Dinámica de la demanda interna en los próximos trimestres
 - ? PIB potencial (inversión)

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

- **Recuadro 1:** Evolución reciente y perspectivas del mercado de la vivienda en Colombia
- **Recuadro 2:** Evaluación del error de pronóstico macroeconómico de 2022
- **Reporte del Mercado Laboral**

Informe de Política Monetaria abril de 2023



Gerencia Técnica
Mayo 3 de 2023