

# Informe de Política Monetaria Julio de 2022



Gerencia Técnica  
Agosto 3 de 2022

# 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 2022)

## Principales características del pronóstico de abril:

1. Gran incertidumbre que había aumentado por la invasión de Rusia a Ucrania y las restricciones para controlar el Covid-19 en China
2. Excesos de capacidad se habían eliminado y permanecían alrededor de cero en 2022 y 2023
  - ✓ Pronóstico de crecimiento de 5% para 2022 y 2,9% para 2023
  - ✓ Fuerte dinámica de la demanda interna, especialmente del consumo privado...
  - ✓ ... pero con un componente transitorio que se moderaba a lo largo de 2022
3. Inflación total y básica creciente y pronósticos por encima de la meta, producto de diversos choques internos y externos, principalmente de oferta, de variada duración
  - ✓ Sorpresas inflacionarias al alza en todas las canastas (servicios, bienes, alimentos y regulados)
  - ✓ Mayor persistencia estimada de los choques de oferta externos (aunque se esperaba que comenzaran a diluirse en 2022.T2)
  - ✓ Se esperaba bajos aumentos en los precios de los combustibles, a pesar de los altos precios del petróleo
4. Expectativas de inflación en aumento, por encima de la meta, con riesgo de desanclaje y mayor indexación
5. Política monetaria: en proceso de normalización, pero aún expansiva. Tasa de referencia en 6%

# Principales cambios - Contexto externo

## Principales choques

- Los efectos de la invasión de Rusia a Ucrania son mayores de lo esperado.
- Restricciones para controlar el Covid-19 en China (política de cero tolerancia) intensificaron disrupciones de las cadenas globales de suministro.
- Esto se tradujo en sorpresas inflacionarias significativas en los países avanzados.

## Principales consecuencias

- Materialización del riesgo de condiciones financieras más apretadas para Colombia:
  - ✓ Reducción más rápida de los estímulos monetarios en Estados Unidos y Europa, y aumentos en los márgenes de riesgo corporativo y soberano.
  - ✓ Fuerte aumento de la prima de riesgo y significativa depreciación del peso.
- Mayores y más persistentes presiones de costos en materias primas, alimentos y bienes.
- Mayores precios de las exportaciones (v.g. petróleo, carbón) y de las importaciones (alimentos, materias primas). En balance mejoran nuestros términos de intercambio.
- Mayor incertidumbre que en abril .
- Menor crecimiento global en un entorno de alta inflación.

# Principales cambios - Contexto interno

- **Actividad económica:** El crecimiento del PIB y especialmente el del consumo privado continúan sorprendiendo al alza
- El crecimiento del primer trimestre de 2022 (8,2%) superó significativamente el estimado en abril (7,2%)
- Indicadores de alta frecuencia sugieren que el pronóstico de crecimiento del segundo trimestre de 2022 (11,5%) habría superado la proyección anterior (10,1%)
  - ✓ El consumo final se habría mantenido en niveles superiores a los de la pre-pandemia, sin el ajuste esperado por agotamiento del efecto de demanda represada, apoyado en parte en caída del ahorro y aumento vigoroso del crédito
  - ✓ La inversión habría crecido, pero seguiría por debajo de los niveles pre-pandemia (débil construcción).
  - ✓ Las exportaciones se habrían mantenido, impulsadas por carbón, ferroníquel y no tradicionales.
- Aumento del empleo (especialmente el formal) y de la participación laboral, incrementos en las vacantes y caída del desempleo más fuertes de lo esperado

# Principales cambios - Contexto interno

- **Inflación:** Significativas sorpresas al alza. Se reafirma la tendencia creciente de la inflación total y básica.
- Las altas variaciones de precios de los alimentos siguen siendo el principal factor detrás de los aumentos en inflación.
- No obstante, las sorpresas inflacionarias en el segundo trimestre se dieron en todas las canastas
- Algunos factores que han afectado a los precios se mantienen:
  - ✓ Persistentes presiones externas de costos en alimentos procesados y bienes
  - ✓ Aumentos en alimentos perecederos por factores cíclicos, efectos rezagados de los bloqueos y costos de insumos
  - ✓ Indexación a mayores niveles de inflación
  - ✓ Demanda interna vigorosa
  - ✓ Costos de inversión e indexación afectan a los regulados
- Pero otros factores que presionan la inflación al alza han emergido o se han intensificado :
  - ✓ Mayores excesos de demanda y una desaceleración esperada que se habría pospuesto
  - ✓ Mayor depreciación del peso implica presiones inflacionarias adicionales
  - ✓ Aumentos futuros más grandes en los precios de los combustibles (anuncios en el MFMP)
- Inflación básica (Sin Alimentos ni Regulados) se aceleró de 4,51% en marzo a 6,06% en junio
- Expectativas de inflación de mediano plazo han seguido aumentando (por encima de 4% a mediano plazo) y se encuentran más alejadas de la meta que en abril

# Estado inicial de la economía

## ▪ Interpretación de los datos:

- ✓ Se han materializado algunos de los principales riesgos del pronóstico de abril
- ✓ Choques de oferta más fuertes y duraderos de lo esperado implican riesgos crecientes sobre el anclaje de las expectativas de inflación y sobre el grado de indexación
- ✓ Excesos de demanda, no de capacidad: la brecha de producto es positiva y la fortaleza de la demanda interna parece más persistente
- ✓ Las condiciones financieras externas se han tornado menos favorables, con aumentos significativos de las primas de riesgo y una depreciación marcada del peso
- ✓ Todo lo anterior se traduce en mayores presiones inflacionarias fundamentales (“core”) y en un aumento de la tasa de interés real neutral
- ✓ Mayor incertidumbre del pronóstico y mayores intervalos de predicción para las variables
- ✓ Todo esto en un contexto de política fiscal todavía expansiva y desbalances externos persistentes
- ✓ Con una política monetaria que consecuentemente se ajusta hacia una postura contractiva

# Pronóstico IPoM julio de 2022

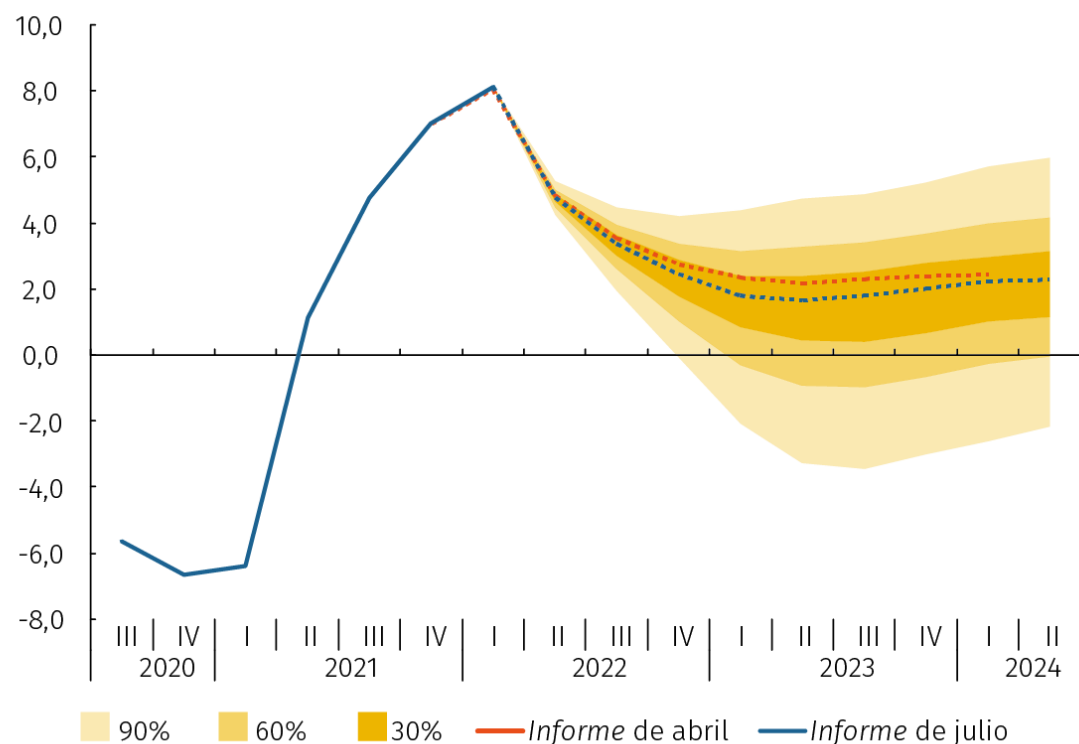
## Contexto Internacional



# La demanda externa crecería a un menor ritmo en 2022 (2,4% vs 2,8% antes) y 2023 (2,0% vs 2,4% antes)

## Supuesto trimestral del PIB acumulado 4 trimestres de los socios comerciales

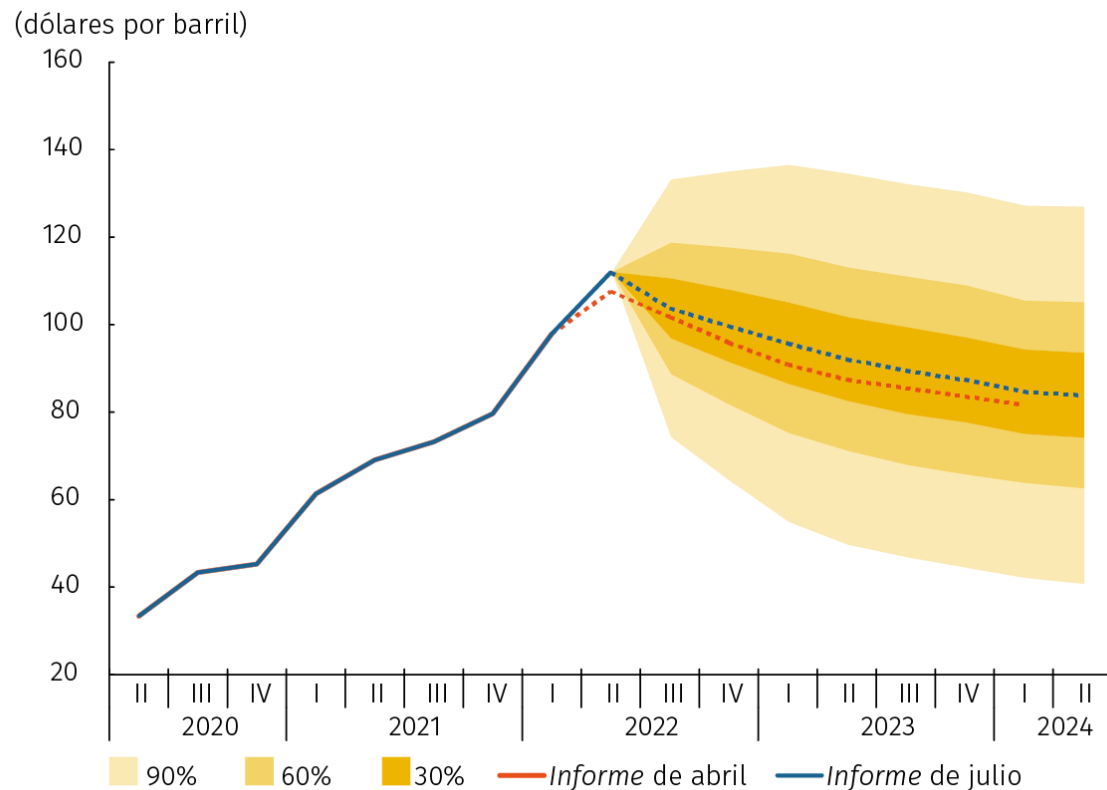
(variación anual)



- Perspectivas de menor crecimiento económico mundial (FMI, Banco Mundial, OCDE).
- En EEUU dos trimestres consecutivos de caídas del PIB y en Europa persistencia de la guerra y problemas de suministro de hidrocarburos. En ambos casos alta inflación, baja confianza de los consumidores, mayores ajustes de la política monetaria y deterioro de las condiciones financieras.
- China: Confinamientos por Covid-19, deterioro del sector inmobiliario y riesgos por altos niveles de endeudamiento. Contrarresta el estímulo fiscal y monetario.
- América Latina: condiciones financieras internacionales menos favorables, política monetaria más restrictiva y elevada inflación, desaceleración de la demanda externa, caída reciente en los precios de algunos bienes de exportación, espacio fiscal limitado e incertidumbre política.
- Por lo anterior, se revisó a la baja el supuesto de crecimiento de la demanda externa relevante para Colombia.
- Balance de riesgos a la baja: escenarios de estanflación o de recesión en varios países.

# El supuesto del precio promedio internacional del petróleo (Brent) se revisó al alza para 2022 (103 USD bl, antes USD 101) y 2023 (91 USD bl, antes USD 87)

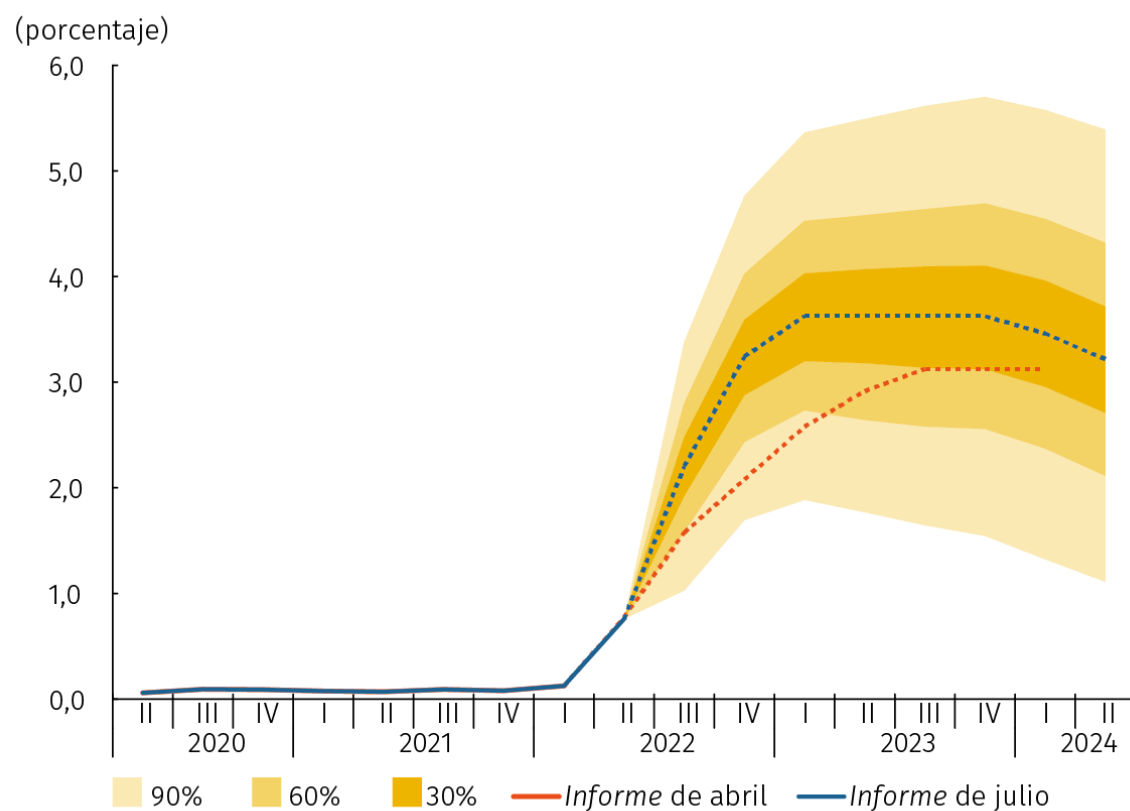
## Supuesto trimestral del precio del petróleo



- La cotización internacional del petróleo permanece en niveles elevados principalmente por:
  - ✓ Efectos de la invasión de Rusia a Ucrania
  - ✓ Dificultades para cumplir con los compromisos de extracción en la OPEP+
  - ✓ Demoras en el repunte de la producción y de la inversión en otros grandes productores
  - ✓ Niveles bajos de inventarios
- Las presiones al alza en los precios estarían siendo mitigadas por las perspectivas de menor crecimiento económico mundial
- A corto plazo se espera un mercado relativamente apretado, con niveles bajos de inventarios.
- A mediano plazo, se espera que la oferta aumente, lo cual, sumado al menor crecimiento económico mundial, contribuiría a la disminución de los precios.
- Balance de riesgos equilibrado, aunque la incertidumbre es elevada.
- Se espera un aumento de los términos de intercambio en 2022 respecto a 2021, a pesar de los mayores precios proyectados de las importaciones.

# La alta inflación en Estados Unidos y Europa ha redundado en la materialización del riesgo de unas condiciones financieras más apretadas

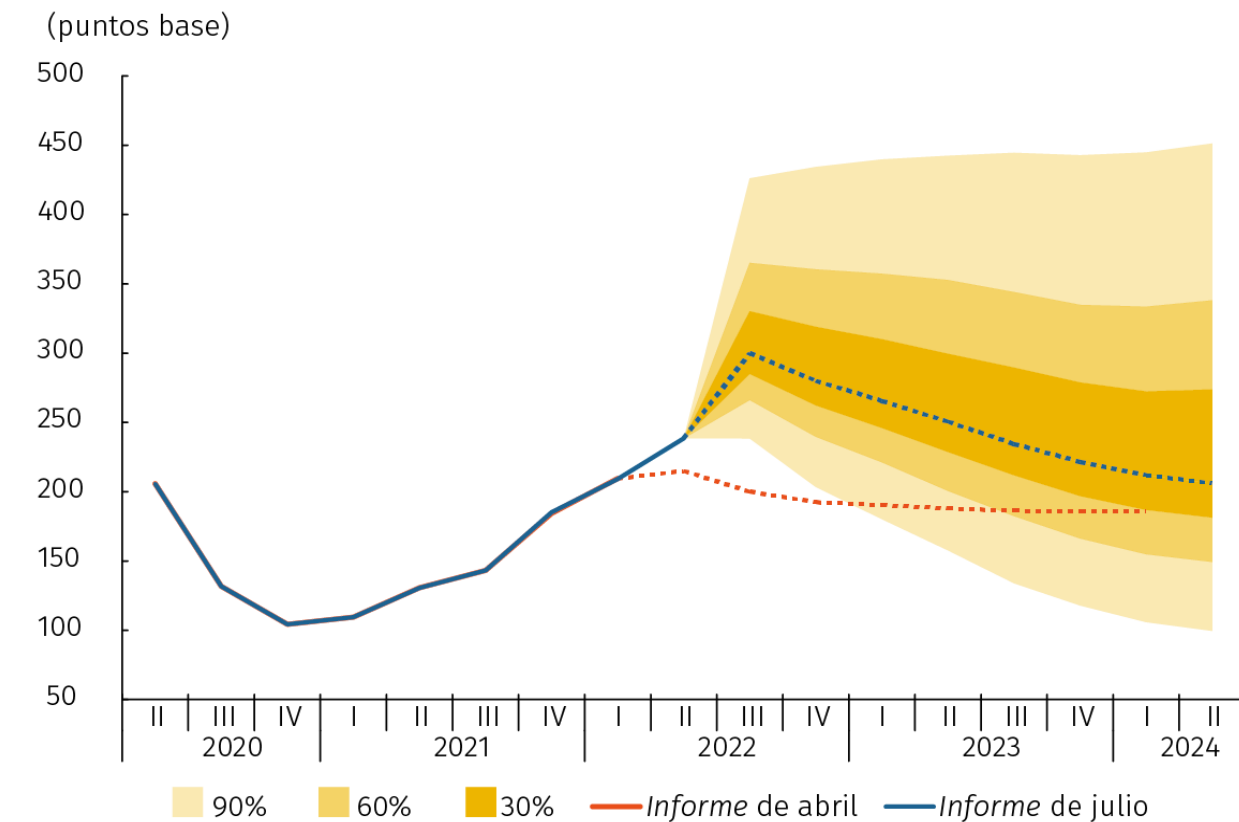
## Supuesto trimestral de la tasa de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos



- Estados Unidos:
  - ✓ Se materializó el riesgo de una normalización más rápida de la política monetaria.
  - ✓ Inflación total en 9,1% (mayor registro desde 1981)
  - ✓ Expectativas de inflación por encima de 2% en 2022 y 2023, aunque las de largo plazo se han moderado
  - ✓ Expectativas de tasas de desempleo relativamente bajas
  - ✓ Más y mayores aumentos de tasas en 2022. Estabilidad de tasas en 2023 (3.5%-3.75%) y reducciones en 2024
  - ✓ Continúa la reducción de la hoja de balance de la FED
- Europa:
  - ✓ Alta Inflación total (8,6%) y básica (3,7%)
  - ✓ Aumento temprano de las tasas de interés de referencia y expectativa de más incrementos en 2022 y 2023
  - ✓ Finalización de las compras netas de activos (fase de reinversión de programas APP y PEPP).

# Condiciones financieras externas menos favorables, incertidumbre sobre la economía global y desbalances macroeconómicos locales se reflejan en mayores primas de riesgo

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

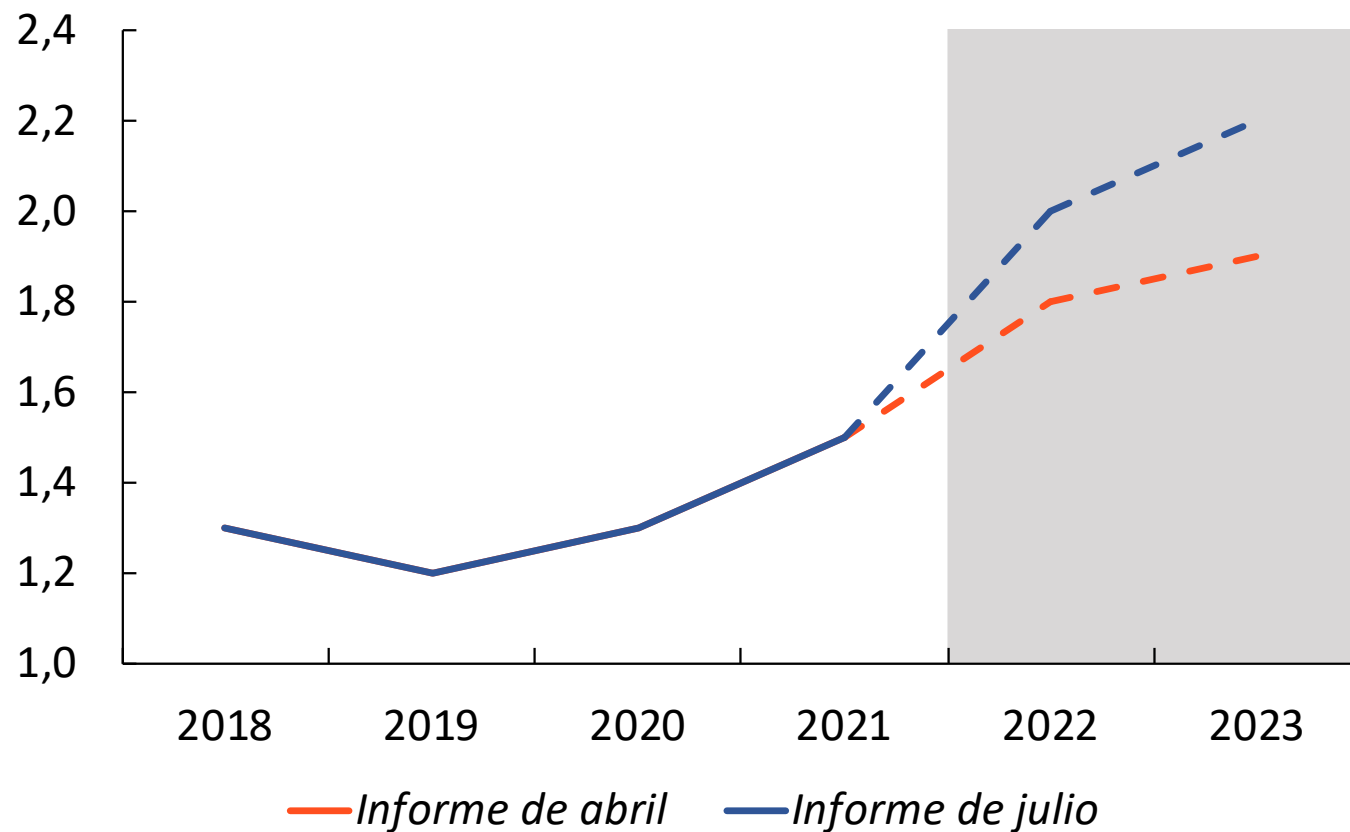


- CDS-5 años de Colombia siguió aumentando, llegando a niveles superiores a 300 pb en julio, con lo que se materializaron los riesgos al alza.
- Factores globales son parte de la explicación:
  - ✓ Expectativa de condiciones financieras internacionales menos favorables
  - ✓ Aumento de la percepción general de riesgo corporativo en avanzados y soberano en emergentes
  - ✓ Temores sobre una recesión en economías avanzadas e incertidumbre sobre los efectos globales de la guerra (impacto negativo sobre precios de *commodities*)
- Factores internos también serían parte de la explicación:
  - ✓ Altos niveles de endeudamiento público y persistencia de déficit fiscal y externo
  - ✓ Incertidumbre sobre la política económica
- Riesgos: Sesgados al alza por posible ajuste fuerte de condiciones financieras externas e incertidumbre global y local

Varios de los anteriores factores son persistentes y, por ende, coherentes con primas de riesgo que permanecen altas y con una revisión al alza de la tasa de interés real neutral

## Tasa de interés real neutral para Colombia

(porcentaje, promedio anual)



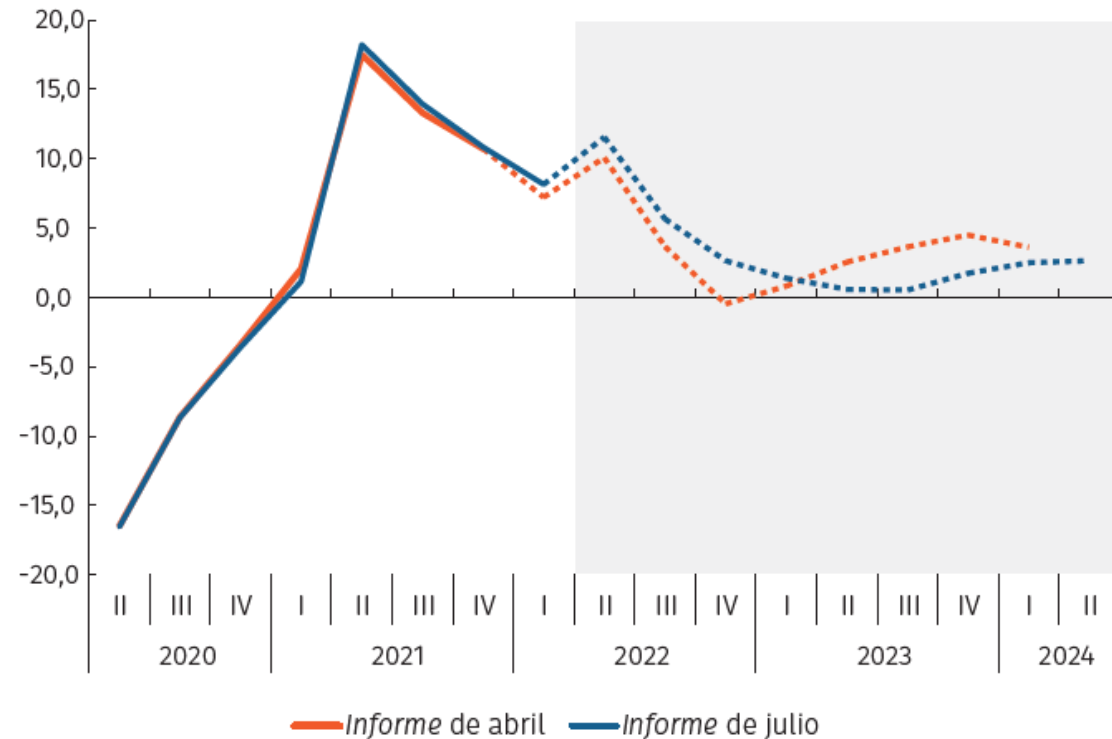
# Pronóstico IPoM julio de 2022

## Pronósticos de actividad económica e inflación

# El crecimiento del PIB en 2022 se revisó al alza del 5% al 6,9%. Para 2023 se revisó del 2,9% al 1,1% , en un rango amplio entre -2,0% y 3,8%

## PIB trimestral<sup>a/</sup> (variación anual)

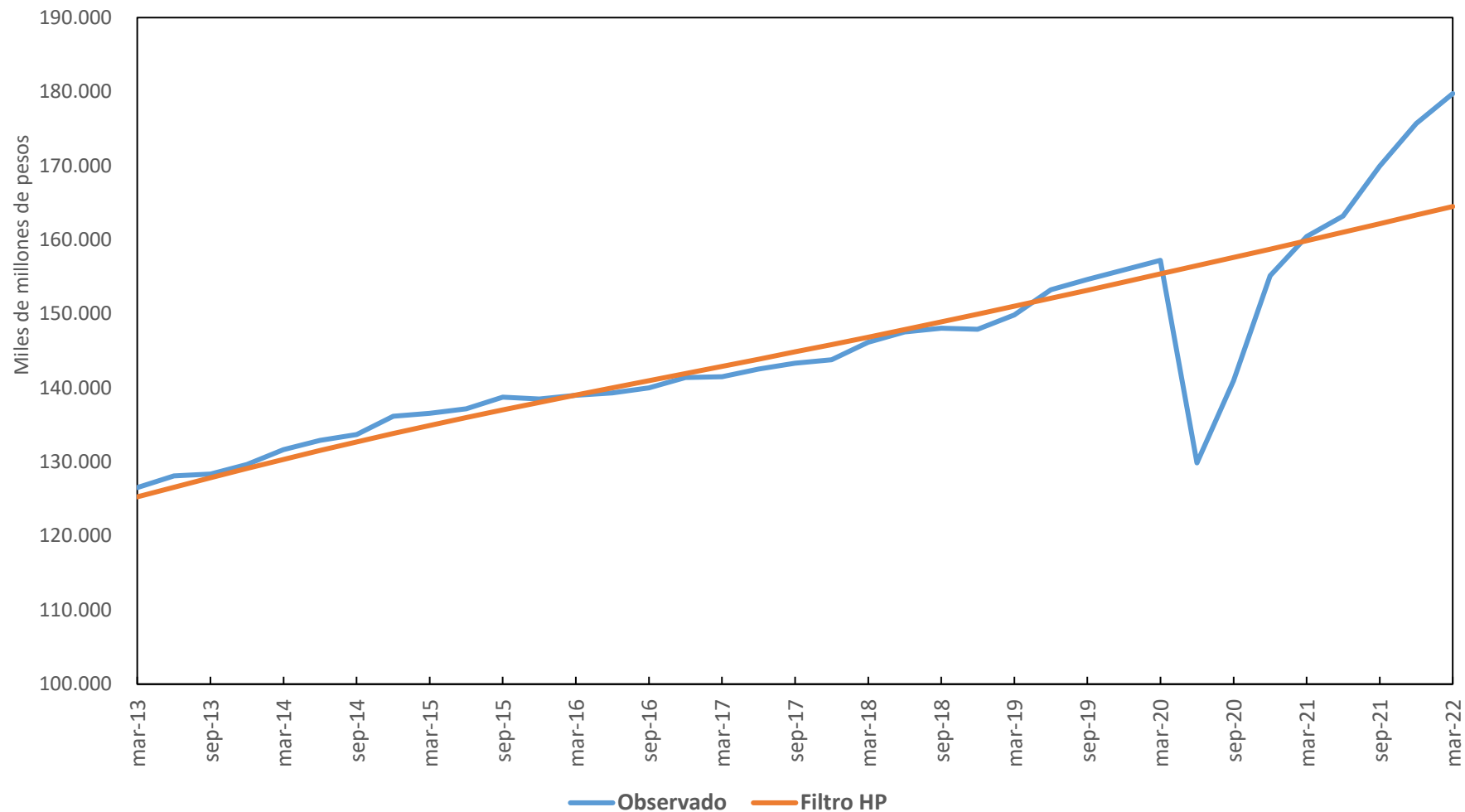
(porcentaje)



- Con base en la información reciente, se estima un crecimiento anual para 2022.T2 de 11,5%, mayor de lo esperado en abril (10,1%)
- El PIB trimestral habría continuado creciendo principalmente como reflejo de una demanda interna privada dinámica.
- Este resultado se explica por mejores condiciones de los consumidores (mercado laboral, crecimiento del crédito, remesas), condiciones financieras externas aún favorables y políticas fiscal y monetaria expansivas
- La dinámica de la demanda interna se debilitaría hacia adelante, por el agotamiento del efecto de “demanda represada”, el impacto de la inflación en el la capacidad adquisitiva de los hogares y el apretamiento de las condiciones financieras internas y externas

# El consumo privado en Colombia excede significativamente su tendencia de la pre-pandemia

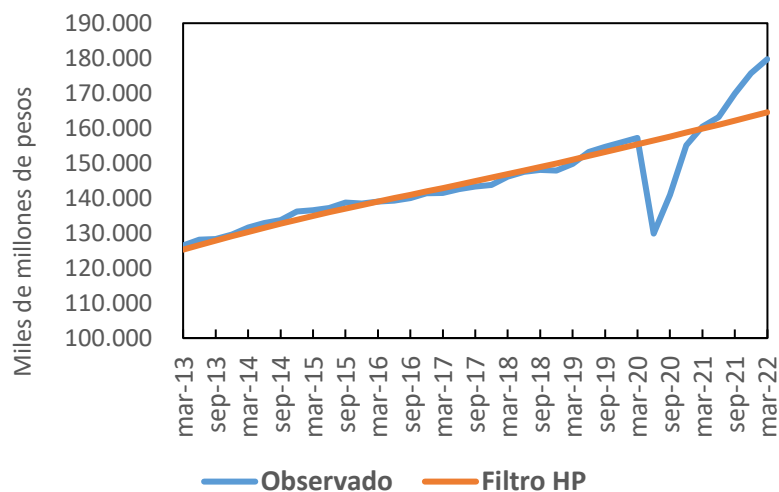
Colombia (precios constantes de 2005)



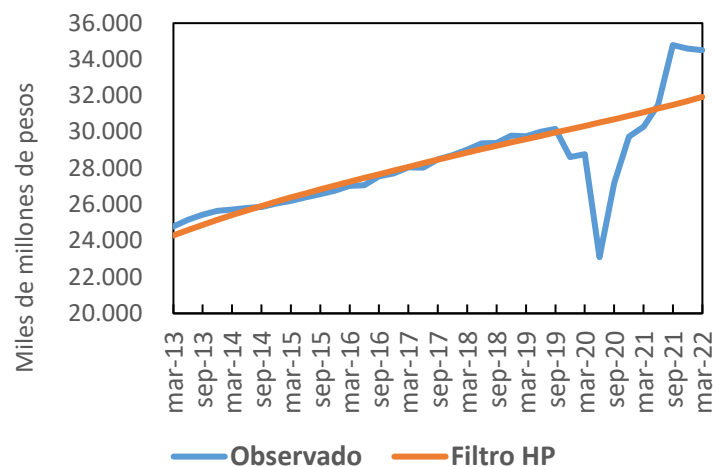


# Entre algunas de las economías más grandes de América Latina, solo Chile exhibe un comportamiento similar del consumo privado

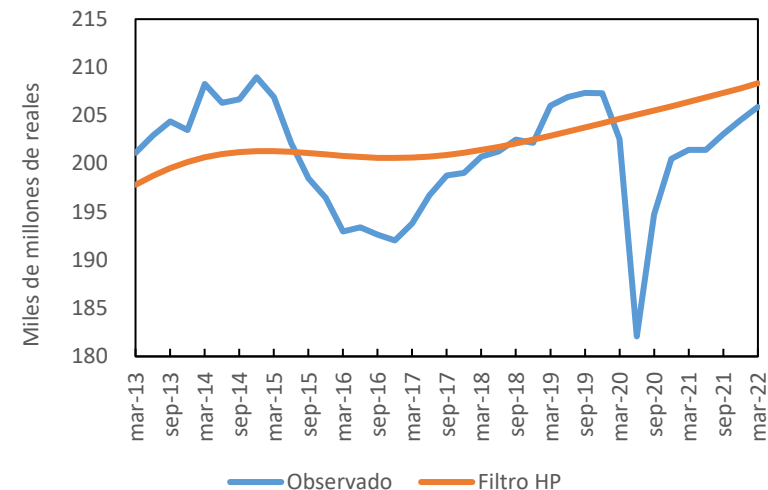
Colombia (precios constantes de 2005)



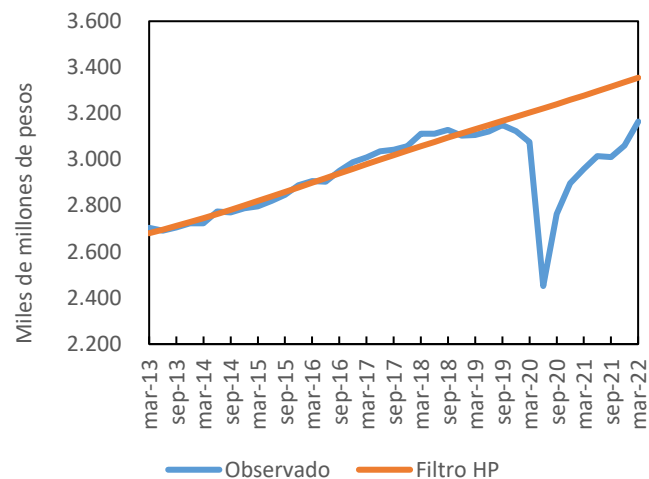
Chile (precios constantes de 2018)



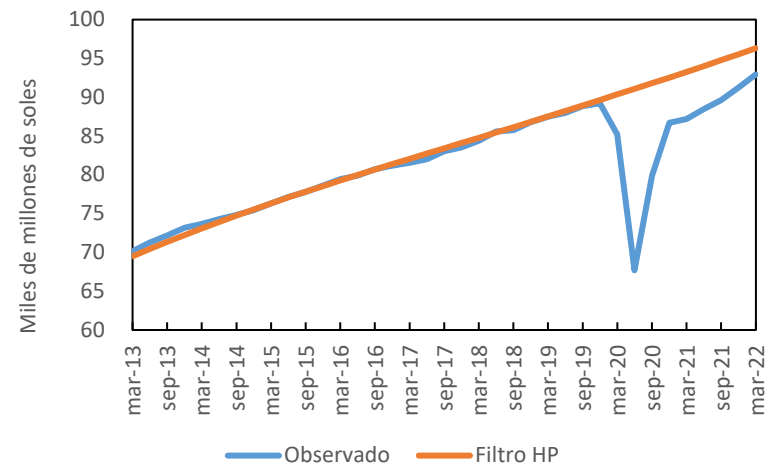
Brasil (precios constantes de 1995)



México (precios constantes de 2013)

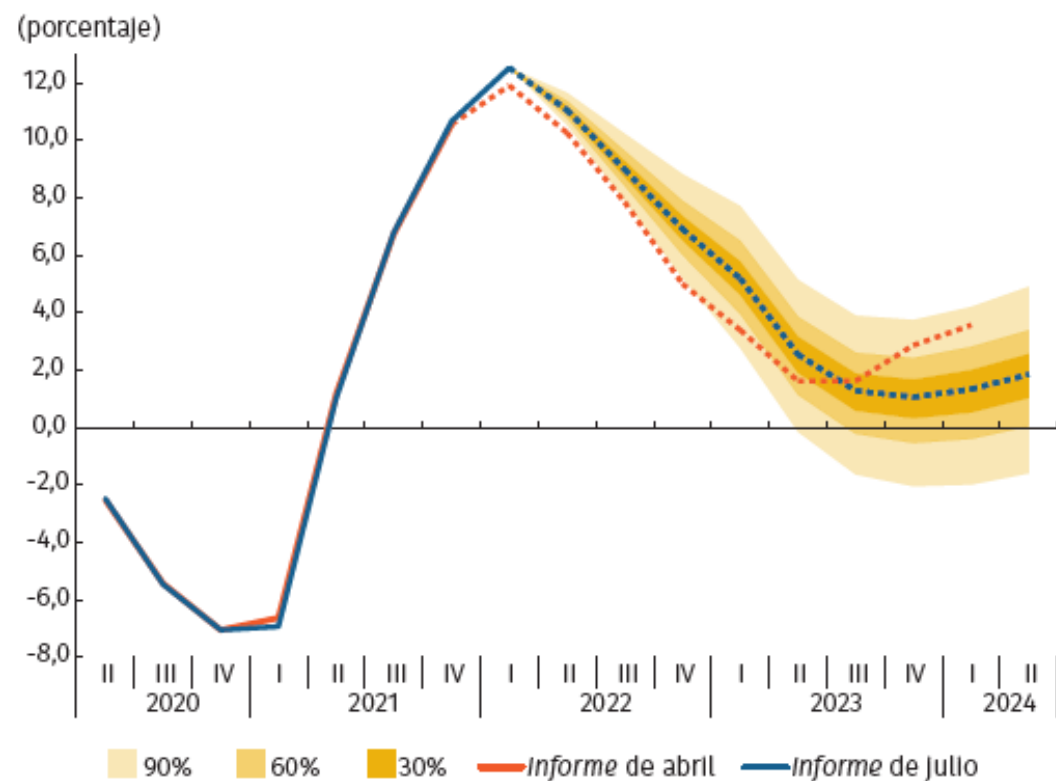


Perú (precios constantes de 2007)



# El pronóstico de crecimiento para 2023 recoge los efectos de una mayor base en 2022, el ajuste del consumo, condiciones externas menos favorables y un impulso de la inversión (aún en niveles menores que los de la pre-pandemia)

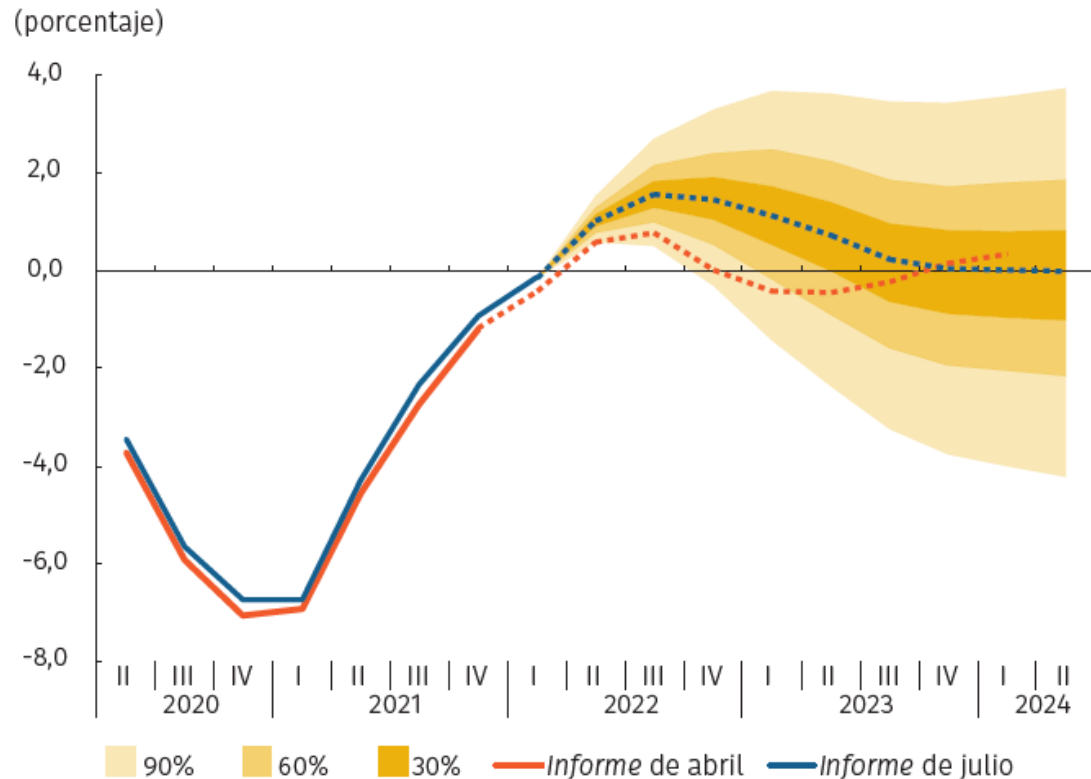
Producto interno bruto, acumulado 4 trimestres<sup>a/, b/, c/</sup>  
(variación anual)



- La proyección de 2022 y 2023...
  - ✓ Supone que la buena dinámica de la demanda interna es transitoria y que el consumo total se desacelera
  - ✓ Incluye crecimientos inter-trimestrales bajos en la segunda mitad de 2022 y la primera 2023
- En 2022 el consumo y las exportaciones serían los componentes más dinámicos de la demanda agregada
- En 2023 el crecimiento estaría impulsado por la inversión, especialmente en obras civiles y construcción, que vienen rezagadas. Sin embargo sería bajo por:
  - ✓ Base de comparación por alto crecimiento en 2022
  - ✓ Agotamiento de demanda represada, ahorro y crédito
  - ✓ Desaceleración mundial, deterioro de los términos de intercambio y condiciones financieras externas apretadas
  - ✓ Ajuste de la política monetaria
- La inversión no recuperaría sus niveles pre-pandemia en 2023

# La brecha de producto en 2022 sería del 1,5% (0% en el Informe de abril) y se cerraría a finales de 2023

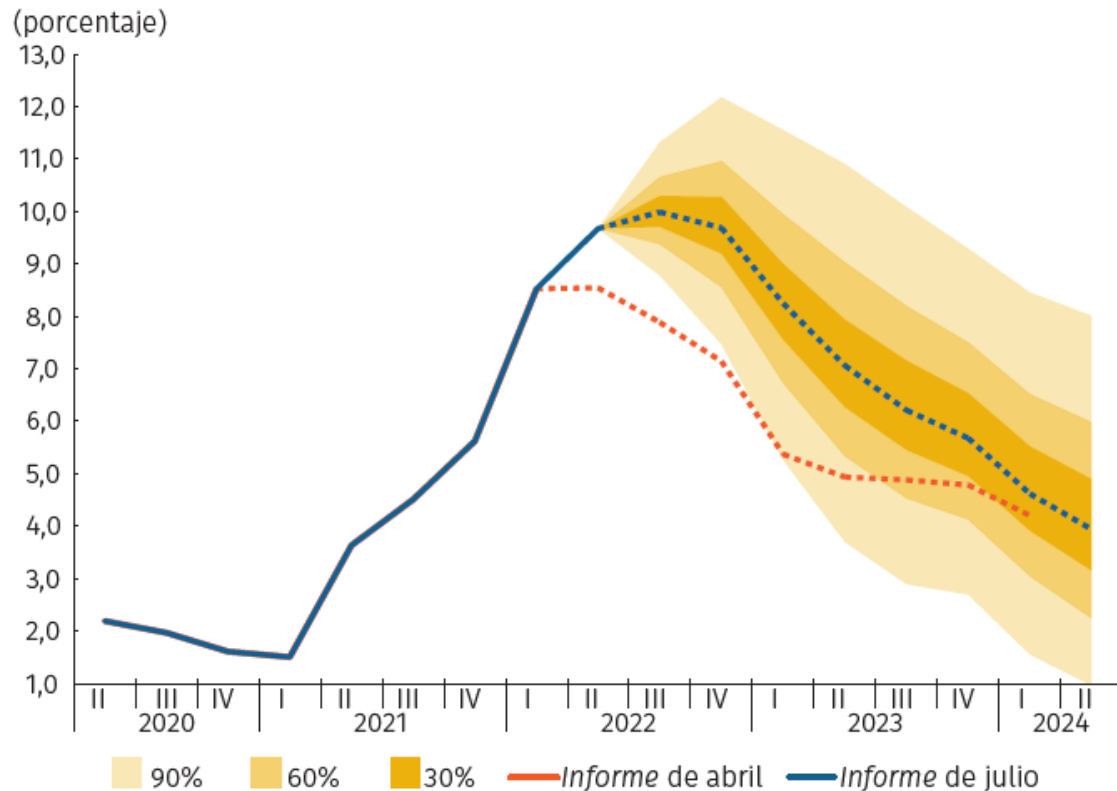
## Brecha del producto<sup>a/, b/, c/</sup> (acumulado 4 trimestres)



- Revisión al alza compatible con la fortaleza del consumo y la dinámica del mercado laboral:
  - ✓ Reducción continua del desempleo (proy. de 10,2% para la TD nacional a final de 2022) implica brecha negativa de desempleo (Reporte del Mercado Laboral)
  - ✓ Altos niveles de vacantes
- Crecimiento “potencial” de 4,4% y 2,5% en 2022 y 2023
- Incertidumbre pronunciada y riesgos sobre el crecimiento sesgados a la baja por:
  - ✓ Condiciones financieras externas que podrían tornarse aún menos favorables (primas de riesgo)
  - ✓ Desaceleración mayor de la economía global (demanda externa y términos de intercambio)
  - ✓ Tensiones geo-políticas y cadenas de suministro
  - ✓ Efectos de la incertidumbre sobre la política económica local en el ámbito de amplios déficit externo y fiscal

El pronóstico de la senda de inflación total para 2022 y 2023 se elevó significativamente frente al IPoM de abril. A finales de 2022 y 2023 se situaría en 9,7% (antes 7,1 %) y 5,7% (antes 4,8%), y permanecería por encima de la meta en el horizonte de pronóstico

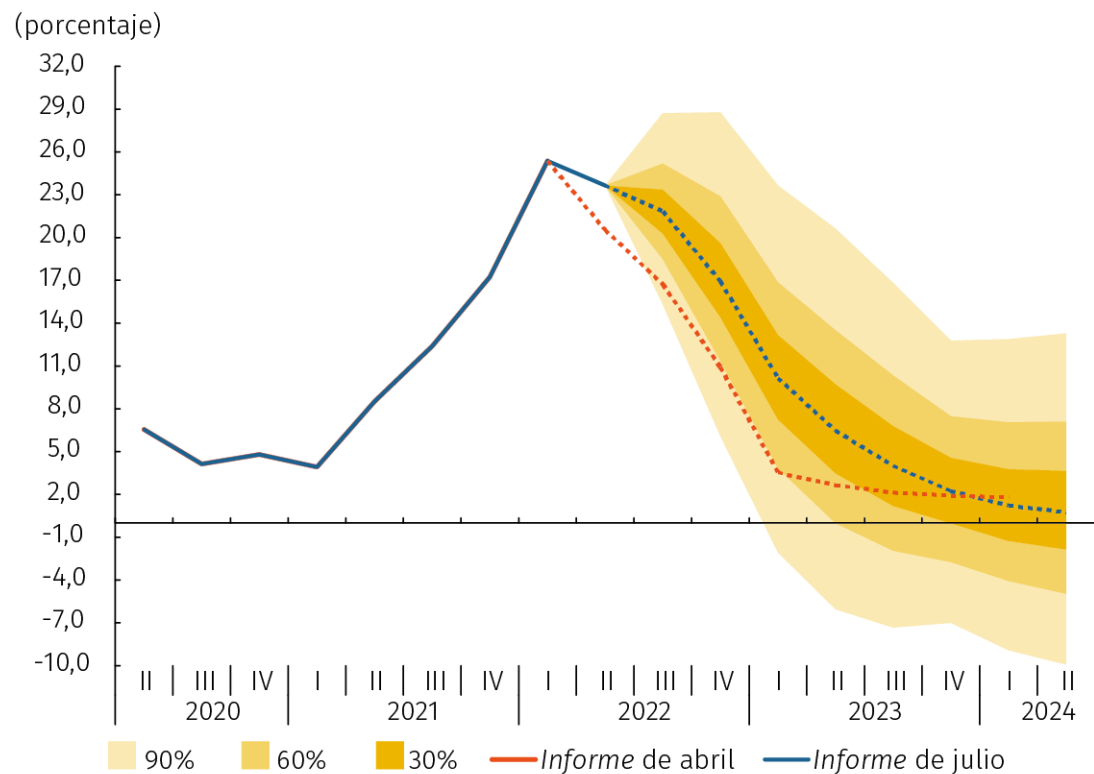
### Índice de precios al consumidor <sup>a/, b/</sup> (variación anual, fin de periodo)



- Factores que explican la revisión del pronóstico:
  - ✓ La materialización de choques de oferta
  - ✓ Mayores y más persistentes excesos de demanda
  - ✓ Mayores y más persistentes presiones de la tasa de cambio
  - ✓ Indexación a una tasa de inflación mayor en 2022 y 2023
  - ✓ Aumento de las expectativas de inflación
  - ✓ Mayores precios internos de los combustibles (efectos directos e indirectos)
- La inflación empezaría a descender en el cuarto trimestre de 2022, por la dilución de los choques de oferta (especialmente para los precios de los alimentos).
- Hacia adelante, la disminución de las expectativas de inflación y la reducción de los excesos de demanda consolidarían la tendencia decreciente de la inflación
- Aumento de la incertidumbre y balance de riesgos sesgado al alza por condiciones financieras externas, posibles mayores grados de indexación e incertidumbre sobre los precios internos de los combustibles

La variación anual de los precios de los alimentos seguiría descendiendo en 2022 y bajaría rápidamente en 2023. En contraste, la variación de los precios regulados se reduciría lentamente

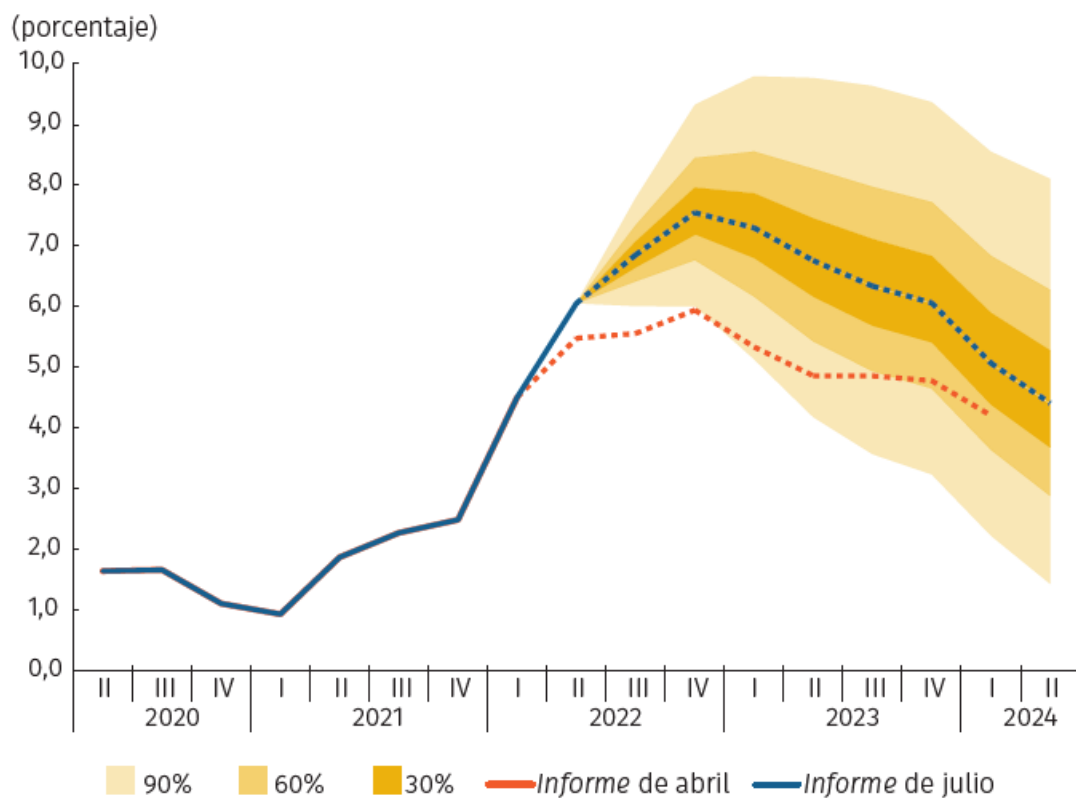
### IPC alimentos, densidad predictiva<sup>a/</sup> (variación anual, fin de periodo)



- Revisión al alza de la senda proyectada de precios de alimentos por materialización de choques de oferta de origen externo y por mayores presiones de la tasa de cambio
- Dilución de choques de oferta y condiciones climáticas favorables implican senda decreciente de la variación anual de los precios de los alimentos: 16,9% y 2,2% a finales de 2022 y 2023
- Revisión al alza de la senda de los precios regulados por:
  - ✓ Indexación a mayores tasas de inflación (servicios públicos)
  - ✓ Mayor senda esperada de precios internos de los combustibles (aumentos de 15% en 2022 y 2023)
  - ✓ Por estas razones, el descenso de la variación anual de estos precios sería más lento: Desde 10,3% a finales de 2022, bajaría al 7,2% a finales de 2023

En 2022 la inflación básica llegaría a 7,5% (antes 5,9%) y descendería a 6,1% a finales de 2023 (antes 4,8%)

### IPC sin alimentos ni regulados <sup>a/, b/</sup> (variación anual, fin de periodo)

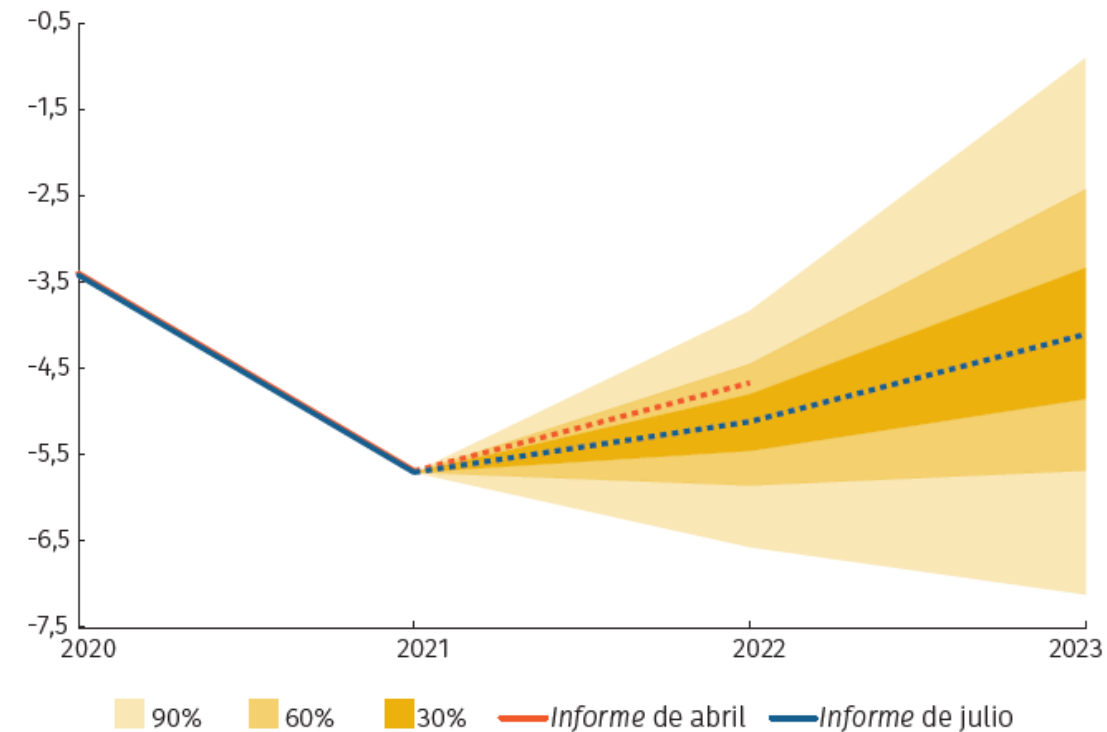


- Revisión al alza por:
  - ✓ Materialización de choques de oferta (bienes y CFH)
  - ✓ Mayores y más persistentes excesos de demanda y presiones cambiarias
  - ✓ Aumento de las expectativas de inflación e indexación a niveles mayores de inflación (servicios)
  - ✓ Efectos indirectos de aumentos de precios de combustibles (bienes)
- La inflación básica alcanzaría su máximo al final de 2022 y descendería después, ...
  - ✓ Al desvanecerse los efectos de los choques de oferta y de tasa de cambio (bienes),
  - ✓ Reducirse los excesos de demanda y
  - ✓ Descender las expectativas de inflación
- El pronóstico incluye reversión de alivios de IVA para productos de higiene (2022) y servicios de hotelería y otros (2023)

El déficit de la cuenta corriente se reduciría del 5,7% del PIB en 2021 al 5,1% y 4,1% del PIB en 2022 y 2023. La proyección para 2022 es mayor que en Informe de abril por una demanda interna más fuerte de lo anticipado

## Cuenta corriente anual<sup>a/, b/</sup> (acumulado 4 trimestres)

(porcentaje del PIB)



- La disminución del déficit entre 2021 y 2022 se explicaría por:
  - ✓ Altos precios internacionales de los productos exportados y buen desempeño de las exportaciones no tradicionales
  - ✓ Recuperación de los ingresos netos asociados al turismo y mayores remesas de trabajadores
- El déficit permanecería relativamente alto en 2022 debido a:
  - ✓ Dinamismo de la demanda interna y de las compras externas junto con mayores precios de importados y costos de transporte
  - ✓ Incremento de las utilidades de empresas con capital extranjero y de los intereses de la deuda externa
- El menor déficit de 2023 se daría en un contexto de:
  - ✓ Menor crecimiento económico y ajuste del consumo.
  - ✓ Moderación de las presiones de costos (insumos importados y fletes)
- Factores que limitan una corrección mayor del déficit en 2023:
  - ✓ Menores precios de los principales productos exportados y sus bajos volúmenes de producción. Desaceleración de la demanda externa
  - ✓ Mayores intereses de la deuda externa y reducción de las transferencias corrientes

# Pronóstico IPoM julio de 2022

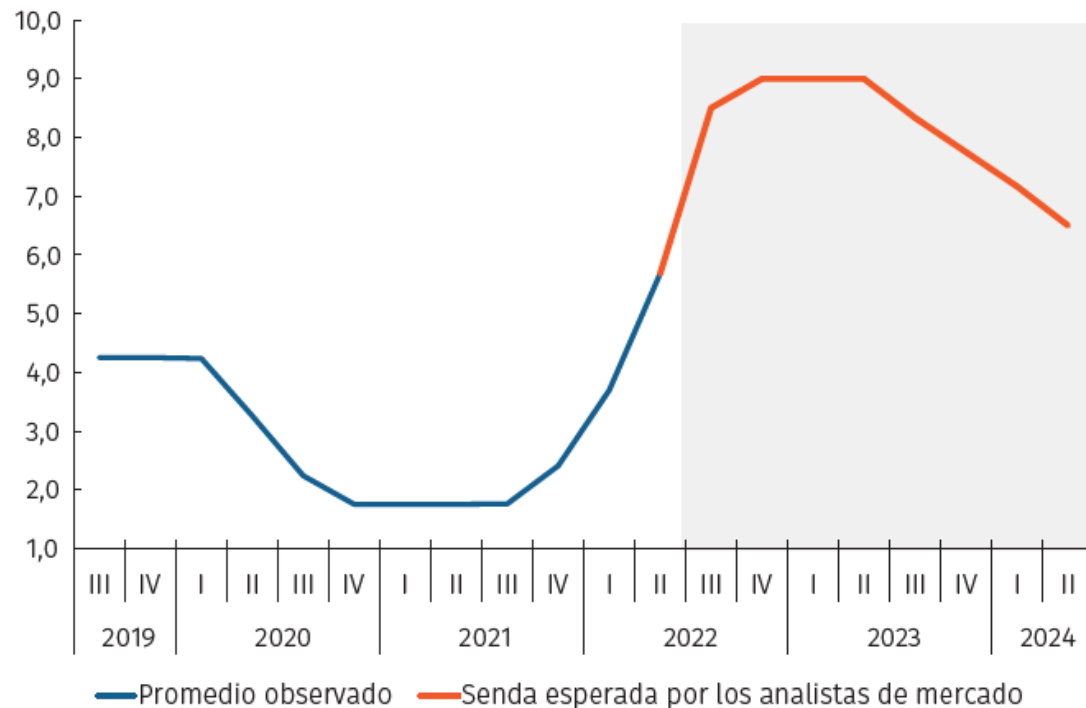
## Política monetaria



# El riesgo de desanclaje de las expectativas de inflación, condiciones financieras externas menos favorables y una brecha de producto positiva implican un cambio en la postura de política monetaria

## Tasa de interés de política promedio trimestral observada y esperada por los analistas

(porcentaje)



- Aumento total de 300 pb de la tasa de interés (reuniones de la JDBR de junio y julio) para ubicarla en 9%
- La mediana de la senda de tasa de interés de política esperada por los analistas se elevó respecto al Informe anterior: 9% a finales de 2022 (antes 7,5% ) y 7,8% a finales de 2023 (antes 5,9%)
- La senda de tasa de interés del pronóstico del equipo técnico tiene una dinámica similar, pero es en promedio mayor que la de los analistas
  - ✓ Mayores presiones inflacionarias y riesgo de desanclaje de expectativas
  - ✓ Brecha de producto positiva
  - ✓ Revisión al alza de la tasa de interés neutral
- Las tasas de interés del pronóstico recogen la tendencia creciente de la tasa de interés real neutral por mayor endeudamiento del país y primas de riesgo más altas.
- 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 sesgos al alza en inflación y a la baja en 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
- ✓ Condiciones financieras externas no se deterioran más de lo previsto
- ✓ Demanda interna privada pierde dinamismo en la segunda mitad de 2022 y la primera de 2023
- ✓ Las presiones de costos no cambian significativamente el PIB potencial en el corto plazo
- ✓ Precios internos de los combustibles suben 15% en 2022 y en 2023

## Riesgos:

- **Desanclaje de las expectativas de inflación / aumentos en el grado de indexación**
  - ✓ Confluencia de choques de oferta y consumo dinámico aumentan los riesgos de desviaciones más persistentes de la inflación respecto a la meta y de desanclaje de las expectativas de inflación
  - ✓ Posible mayor grado de indexación a niveles de inflación más altos
- **Evolución de las condiciones financieras externas en un contexto de déficit fiscal y externo amplios y persistentes, e incertidumbre sobre la política económica**
  - ✓ Posibles efectos sobre la tasa de cambio o la tasa de interés neutral
- **Incertidumbre sobre la brecha de producto**
  - ✓ Persistencia de fuerte demanda interna
  - ✓ Deterioro de la demanda externa
  - ✓ ¿PIB potencial? (Inversión y choques de oferta)

# Recuadros del IPoM de julio de 2022 y Reporte de Mercado Laboral

- **Recuadro 1:** Un indicador semanal de actividad económica para Colombia
- **Recuadro 2:** Tendencias comunes al interior de la inflación en Colombia
- **Recuadro 3:** Descomposición de choques de los errores de pronóstico en 2021
- **Determinantes de las dinámicas de los mercados de capitales** (acompaña a las minutas): Prima a término en tasas OIS y diferencia de las tasas de política implícitas respecto a las expectativas de los analistas
- **Reporte del Mercado Laboral:** Señales de un mercado laboral menos holgado y efecto del aumento de subsidios durante la pandemia sobre la oferta laboral

# Informe de Política Monetaria Julio de 2022



Gerencia Técnica  
Agosto 3 de 2022