

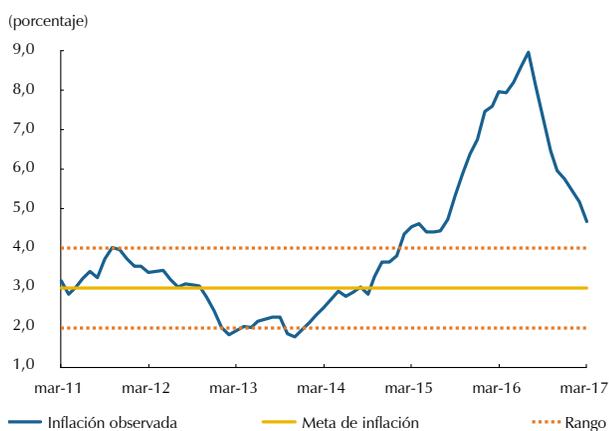
EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN Y DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA

En marzo de 2017 la inflación anual al consumidor descendió por octavo mes consecutivo y se situó en 4,7% (Gráfico A). El menor ritmo de aumento en el grupo de alimentos continuó explicando la desaceleración general de los precios al consumidor. Por su parte, el IPC sin alimentos (5,1%) y el promedio de las cuatro medidas de inflación básica (5,5%), que se refieren a aquellas que no tiene en cuenta los precios que responden a choques de oferta, o que son muy volátiles, volvieron a registrar un descenso lento en sus variaciones anuales, aunque con tasas superiores a la meta del 3% y similares a las observadas en diciembre pasado.

Varios factores podrían explicar el lento descenso de la inflación básica. Uno de ellos, de carácter transitorio, fue el aumento del IVA y de otros impuestos indirectos, cuyo impacto sobre el nivel de precios habría ocurrido, en su mayor parte, en los primeros meses de 2017. El grupo de transables, sin alimentos ni regulados, habría sido el más impactado por este hecho, lo que explicaría en buena parte su aceleración. El precio de la gasolina, también afectado por la reforma tributaria, registró aumentos altos, e impidió mayores descensos en la variación anual del grupo de regulados.



Gráfico A
Inflación total al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

La indexación de precios y salarios ha elevado la persistencia de la inflación, un factor que también ha contribuido a retardar la reducción de la variación anual de los precios al consumidor. Este efecto se ha reflejado con mayor intensidad en el grupo de no transables, cuya variación anual se aceleró en los primeros tres meses del año. De hecho, sectores intensivos en mano de obra, como la educación y los servicios de salud, que no fueron incluidos en la reforma tributaria, han registrado importantes aumentos de precios, similares al incremento del salario mínimo y del nivel general de salarios. La indexación también está afectando la variación de precios en los arrendamientos, que en lo corrido del año vienen registrando un incremento lento, pero constante.

La menor variación anual del IPC y las acciones de política monetaria han contribuido a reducir las expectativas de inflación, algunas de las cuales ya se encuentran dentro del rango del Banco de la República ($3\% \pm 1$ pp). En particular, las expectativas que se derivan de los papeles de deuda pública señalan que en 2018 la inflación promedio se ubicaría en 3,18%, y a plazos más largos cerca del 3%.

En materia de crecimiento, la economía colombiana se encuentra culminando el proceso de ajuste en su demanda interna, como respuesta al deterioro del ingreso nacional registrado desde mediados de 2014. Ante este deterioro, reflejado principalmente en una caída de los ingresos públicos, la reforma tributaria era necesaria para alcanzar un ajuste ordenado de la economía, garantizar la sostenibilidad fiscal y externa del país y, en general, propender por la inversión y el crecimiento económico sostenible. No obstante, en el corto plazo el aumento del IVA y de otros impuestos indirectos ha afectado la capacidad de gasto de los hogares, y por esta vía el consumo. El menor poder adquisitivo de las familias debido al incremento de la inflación y las acciones de política monetaria necesarias para hacer retornar la inflación a la meta del 3%, también han sido factores que han contribuido a un menor crecimiento económico. Además, aunque se ha observado alguna recuperación de la demanda externa, su expansión sigue baja y ha sido insuficiente para impulsar de forma robusta las exportaciones del país.

Con este contexto macroeconómico, las cifras de actividad económica para el primer trimestre de 2017 sugieren que la dinámica de la demanda interna habría sido más débil que la estimada tres meses atrás. En efecto, el índice de confianza del consumidor y las ventas al por menor apuntan hacia un consumo que crece a tasas históricamente bajas. La inversión podría registrar una recuperación modesta, principalmente por el comportamiento de las obras civiles. La dinámica de las exportaciones netas habría restado al crecimiento. Con estas cifras, el equipo técnico del Banco de la República estima un crecimiento económico de 1,5% para el primer trimestre de 2017, en un rango entre 0,8% y 1,8%.

Para lo que resta de 2017 cabe esperar un aumento del producto bajo, con una recuperación modesta en el segundo semestre del año. El comportamiento de la demanda interna seguiría débil, liderado por la inversión en obras civiles. Es probable que la demanda externa y los términos de intercambio del país se sigan recuperando, en un entorno de comercio mundial más dinámico, pero con alta incertidumbre. Por todo lo anterior, el equipo técnico redujo la proyección de crecimiento para todo 2017 desde 2,0% a 1,8%, contenida en un rango entre 0,8% y 2,6%.

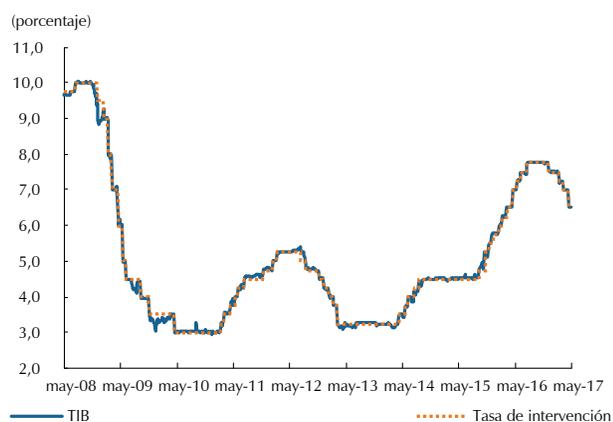
En síntesis, la economía colombiana continúa ajustándose a los fuertes choques registrados desde 2014 y es probable que el déficit en la cuenta corriente se siga corrigiendo. La dinámica del producto ha sido más débil que la proyectada y aumentó el riesgo de que la desaceleración de la economía sea más fuerte que la compatible con el ajuste al deterioro registrado en el ingreso nacional. La inflación sigue disminuyendo, pero esto obedece, sobre todo, al comportamiento del precio de los alimentos. La reversión de la inflación básica ha sido más lenta que la total,

pues ha estado afectada por los aumentos de los impuestos, por los mecanismos de indexación y por el incremento de la persistencia de la inflación.

Ante esta coyuntura macroeconómica, la Junta Directiva del Banco de la República ponderó los siguientes factores en sus más recientes decisiones:

- La creciente debilidad de la actividad económica y el riesgo de una desaceleración mayor a la prevista.
- La incertidumbre sobre la velocidad de la convergencia de la inflación a la meta del 3%: la reducción de la inflación se explicó en su mayor parte por el comportamiento de los precios de los alimentos. Los mecanismos de indexación y el aumento en la persistencia de la inflación pueden demorar dicha convergencia.

Gráfico B
Tasa de interés de intervención del Banco de la República y
tasa de interés interbancaria (TIB)
(2009-2017)^{a/}



a/ Las cifras corresponden a datos de días hábiles; el último dato corresponde al 19 de mayo de 2017.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

- El nivel actual de la tasa de interés real de política es todavía contractivo.
- Esta tasa se mide teniendo en cuenta las expectativas de inflación, las cuales se vienen reduciendo.

Al analizar lo anterior, en cada una de las reuniones de febrero y marzo del presente año, la Junta Directiva decidió reducir la tasa de interés de referencia en 25 pb y en la de abril en 50 pb. En esta última reunión, la Junta consideró que 6,5% era un nivel acorde con el balance de riesgos y coherente con el objetivo de llegar a la meta de inflación del 3% en 2018 (Gráfico B). Reducciones adicionales tendrán en cuenta el balance de riesgos entre una convergencia lenta de la inflación al 3% y una mayor desaceleración de la actividad económica con respecto a lo previsto.

Juan José Echavarría
Gerente General