

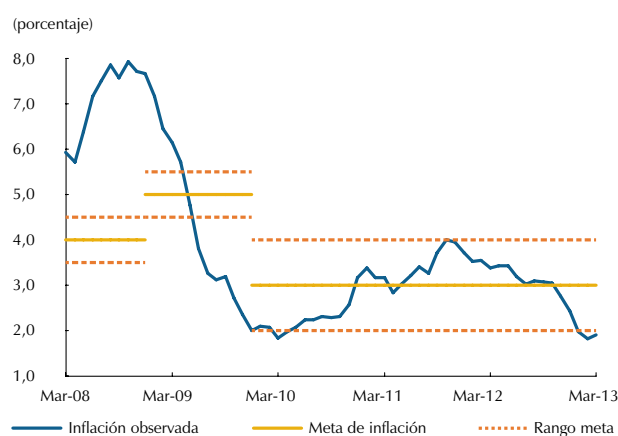
EVOLUCIÓN DE LA SITUACIÓN INFLACIONARIA Y DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA

En marzo de 2013 la inflación anual al consumidor fue 1,91%, cifra inferior en 53 pb a la observada el diciembre pasado y por debajo del rango meta establecido para 2013 ($3\% \pm 1$ pp) (Gráfico A). El descenso continuo de la inflación, que completó nueve meses en febrero, se vio interrumpido en marzo, hecho explicado principalmente por el cambio en el comportamiento de los precios en los grupos de alimentos y transables durante este último mes.

Más de la mitad de la desaceleración de la inflación durante los primeros tres meses de 2013 se explicó por el menor ritmo de aumento en los precios de los alimentos. No obstante, con la variación anual de este grupo a marzo (1,4%) se detuvo su tendencia decreciente observada desde finales de 2011. La buena oferta de productos perecederos, así como una mayor transmisión de las menores cotizaciones internacionales a los precios de los alimentos importados, explicaron gran parte de la desaceleración registrada en este grupo. La reforma tributaria, que redujo los impuestos indirectos para las comidas fuera del hogar, fue otro factor que contribuyó a dicho comportamiento. Tal reforma, que también afectó los precios de otros productos de la canasta familiar y que tuvo su mayor impacto sobre el nivel de precios de enero, tendrá un efecto transitorio sobre la variación anual de los precios.

El índice de precios al consumidor (IPC) del grupo de los regulados mostró un descenso importante en su variación anual, al pasar de 1,9% en diciembre a 0,2% en marzo. Las reducciones en las cotizaciones internacionales del petróleo, que se transmitieron a los precios internos de los combustibles, además de los menores ajustes en las tarifas de los servicios públicos, explican la desaceleración en este grupo.

Gráfico A
Inflación total al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

La variación anual del IPC sin alimentos y el resto de medidas de inflación básica que calcula el Banco descendieron, y su promedio pasó de 2,8% en diciembre a 2,5% en marzo. El mayor descenso se observó en enero, mientras que en los otros dos meses se mantuvo relativamente estable y por debajo del rango meta de inflación.

Dentro del IPC sin alimentos ni regulados, la variación anual de los transables en marzo fue 1,1%, cifra superior en 36 pb frente al registro de diciembre. En este grupo la depreciación nominal del peso en lo corrido del año habría empezado a transmitirse a los precios finales. Los no transables se mantuvieron relativamente estables en el trimestre respecto a lo

observado a finales de 2012; en marzo el aumento anual de estos precios fue de 3,9%. Los arriendos, que son el componente más importante de este último rubro, no han mostrado cambios significativos desde finales del año pasado, con un aumento promedio de 3,8% anual en el trimestre.

Las anteriores tendencias de los precios al consumidor, junto con las escasas presiones inflacionarias originadas en la demanda y en los costos salariales, contribuyeron a reducir las expectativas de inflación a todos los plazos. Tanto la encuesta aplicada a los analistas económicos, como los cálculos realizados con los títulos de deuda pública, sugieren unas expectativas de inflación inferiores a la meta de largo plazo (3%).

El equipo técnico disminuyó los pronósticos de inflación para 2013, con una senda central creciente, pero inferior a 3%. En estas proyecciones el IPC de alimentos y de regulados aumentaría en los próximos trimestres. Los no transables sin alimentos ni regulados enfrentarían bajas presiones de demanda, junto con unos precios indexados que se ajustarían con la inflación registrada el año pasado. La variación anual de los precios de bienes transables no registraría cambios importantes.

Con respecto a la actividad real, en el cuarto trimestre de 2012 la economía colombiana creció 3,1% anual, registro mejor al observado en el tercer trimestre (2,7%). Esta aceleración se explicó en especial por un mejor desempeño del consumo final del Gobierno y por una recuperación de la inversión en construcción de edificaciones. El incremento del consumo de los hogares (4,0%) fue afín con lo pronosticado, y las exportaciones e importaciones disminuyeron su dinámica de manera importante. Para todo 2012 la expansión del PIB fue de 4%, cifra que refleja la desaceleración de la demanda interna durante el segundo semestre del año.

Los indicadores disponibles para el primer trimestre de 2013 sugieren que la actividad económica se habría desacelerado frente a lo observado a finales del año pasado. El consumo de los hogares habría crecido a una tasa menor que la del cuarto trimestre de 2012, como se puede inferir de la desaceleración de las ventas del comercio (febrero), del descenso del índice de confianza del consumidor (marzo) y del menor crecimiento de la cartera de consumo (marzo). Las cifras de exportaciones en dólares sugieren que la desaceleración en las ventas externas habría continuado en el primer trimestre del año, en parte por choques transitorios de oferta. La incertidumbre sobre el comportamiento de la inversión continúa siendo elevada, especialmente la de obras civiles.

En la misma dirección apuntan los indicadores disponibles para la industria, que siguen mostrando un deterioro del sector y de sus expectativas. Por otro lado, algunas cifras asociadas con el comercio y la construcción también sugieren desaceleraciones en estas ramas. Asimismo, se espera una reducción en la producción de carbón, debido a choques de oferta en febrero y marzo. Para el total de la actividad minera, sin embargo, el aumento de la producción de petróleo debería compensar en parte el anterior efecto negativo.

Otro factor para tener en cuenta en la estimación del crecimiento del primer trimestre, son los menores días hábiles que hubo frente al mismo período de 2012,

por cuenta de la Semana Santa y por un mes de febrero con un día menos. En el pasado esta circunstancia ha afectado de manera significativa los resultados de crecimiento económico del primer trimestre.

En cuanto al contexto internacional, diversos indicadores sobre la producción industrial, el consumo, el empleo, y el crédito sugieren que la actividad económica global durante el primer trimestre de 2013 continuó registrando un bajo dinamismo. El escaso ritmo de expansión de la economía mundial obedece al débil crecimiento de la actividad económica de los países desarrollados, lo que se refleja en elevados niveles de desempleo y en dudas crecientes sobre la sostenibilidad fiscal en varias de estas economías.

La zona del euro continúa siendo la región menos dinámica. Las cifras sobre el desempeño de su actividad real indican una nueva contracción de su producto interno bruto (PIB) en el primer trimestre de 2013. En los Estados Unidos las noticias son un poco más favorables. El crecimiento del PIB para el primer trimestre de este año alcanzó una tasa anualizada de 2,5%, mayor que la expansión observada en el último trimestre de 2012 (0,4%). Sin embargo, algunas cifras para marzo y abril empezaron a mostrar un debilitamiento de la demanda local.

Las economías emergentes mantienen un dinamismo favorable, aunque en algunas de ellas se han dado síntomas de desaceleración, como resultado del debilitamiento de la demanda mundial y su efecto negativo sobre los precios de los productos básicos.

Durante el primer trimestre del año el crecimiento de China se desaceleró y su resultado fue inferior al esperado por los analistas. Como consecuencia, se ha dado una reducción de las compras externas de materias primas y de bienes básicos por parte de China. Esta tendencia, que se observa desde finales de 2010, afecta el desempeño de la mayoría de las economías emergentes que habían encontrado en ese país un mercado importante para sus productos.

En América Latina las economías de Chile, México y Perú han seguido expandiéndose a un ritmo favorable, aunque han empezado a mostrar algunas señales de debilitamiento, en especial las dos primeras. En Brasil la industria frenó su ritmo de recuperación en febrero; a pesar de ello, se espera que para todo 2013 el crecimiento de su economía sea superior al observado en 2012 (0,9%). Otras economías de la región, como Venezuela y Ecuador, estarían desacelerándose frente al año pasado.

La debilidad económica mundial ha generado caídas en las cotizaciones del petróleo. Los precios de otros bienes que exporta Colombia, como el carbón, el níquel y el café, se encuentran por debajo del promedio de 2012. De esta forma, es probable que el nivel de los términos de intercambio para 2013 sea inferior al de 2012.

Las menores cotizaciones internacionales de los bienes básicos, en especial las de los energéticos, han disminuido las presiones inflacionarias en la economía mundial y sugieren pocos riesgos en este frente en el corto plazo. Esto, unido a la debilidad esperada del crecimiento mundial, indica que la política monetaria en las economías

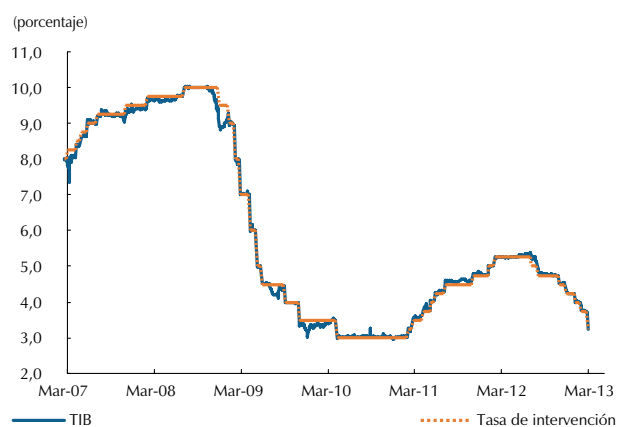
desarrolladas y en algunas emergentes continuaría siendo expansiva. Adicionalmente, el Banco Central de Japón anunció una política de relajación cuantitativa importante, que implicaría duplicar su base monetaria en los siguientes dos años.

Así, se proyecta una demanda externa un poco más débil en 2013 frente a lo observado en 2012. De esta forma, es probable que el gasto agregado de Colombia tenga un impulso externo menor, como consecuencia de unos términos de intercambio inferiores y de un crecimiento promedio de los socios comerciales más débil.

Contemplando este panorama interno y externo el equipo técnico estima que en el primer trimestre del presente año el crecimiento anual de la economía colombiana estará en un rango entre 2,0% y 3,5%. Para todo 2013 se proyecta un crecimiento entre el 3,0% y el 5,0%, con un 4,3% como cifra más probable. La incertidumbre sobre el comportamiento de la inversión en Colombia y sobre el tamaño y duración de la recesión que podría registrarse en la zona del euro, al igual que los efectos del ajuste fiscal en los Estados Unidos, explican en gran medida la amplitud de los intervalos de pronóstico.

De acuerdo con la evaluación del balance de estos riesgos, la Junta Directiva (JDBR) decidió reducir la tasa de interés de referencia, desde 4% en enero de 2013 a 3,25% en marzo (Gráfico B). Asimismo, la JDBR decidió continuar con el proceso de acumulación de reservas internacionales, pero a un ritmo diario significativamente mayor que antes, en un entorno en el cual la probabilidad de desalineamiento cambiario es mayor que en el pasado y la postura de la política monetaria es expansiva.

Gráfico B
Tasa de interés de intervención del Banco de la República y
tasa de interés interbancaria (TIB)
(2007-2013)^{a/}



a/ Las cifras corresponden a datos de días hábiles; el último dato corresponde al 27 de marzo de 2013.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

A marzo las reducciones en la tasa de interés de política se han transmitido a las tasas nominales de interés de mercado. Las de créditos de consumo, preferencial y microcrédito reaccionaron en magnitud similar o mayor que la tasa del Banco, mientras que las de créditos comerciales ordinarios, hipotecarias y tarjetas de crédito lo hicieron de forma más lenta. Sin embargo, en semanas recientes se ha observado una reducción importante en las tasas de interés del crédito hipotecario. En términos reales las tasas han disminuido menos debido al fuerte descenso de la inflación y sus expectativas.

Cabe esperar que el crecimiento económico aumente a lo largo del año y que la inflación converja a la meta de largo plazo (3%). Ello en la medida en que el gasto agregado reaccione a las acciones previas de la política monetaria y a los programas de inversión y gasto anunciados recientemente por el Gobierno nacional.

José Darío Uribe
Gerente General