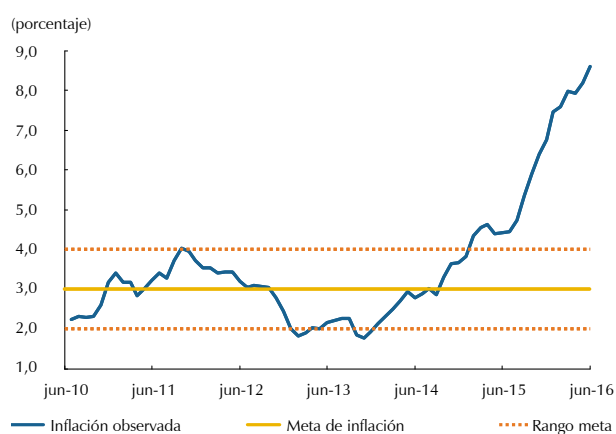


EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN Y DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA

En el segundo trimestre de 2016 la inflación anual al consumidor y el promedio de las medidas de inflación básica siguieron aumentando y en junio se situaron en 8,6% y 6,5%, respectivamente (Gráfico A). Por su parte, las expectativas de inflación en julio continuaron por encima de la meta: las de los analistas a uno y dos años fueron, en su orden, 4,6% y 3,7%; las que resultan de la encuesta trimestral aplicada a distintos sectores económicos con horizonte a dos años se situaron en 5,4%, y las que se derivan de los papeles de deuda pública a dos, tres y cinco años están entre 4,0% y 4,5%.

El comportamiento de los precios al consumidor se produjo en un contexto en el que la actividad económica continuó afectada por la caída de los términos de intercambio y el consecuente debilitamiento del ingreso nacional. Diversos indicadores sugieren que el crecimiento del producto en el segundo trimestre de 2016 será similar al registrado en el primero. El consumo crecería a menor ritmo, mientras que la caída de la inversión sería menor. Para todo 2016, el equipo técnico redujo la proyección más probable de crecimiento de 2,5% a 2,3%, dentro de un rango entre 1,5% y 3%.

Gráfico A
Inflación total al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

La reducción en el ritmo de crecimiento observado y esperado de la demanda interna es compatible con el ajuste de la economía al choque de los términos de intercambio. Pese a la desaceleración observada y prevista de la actividad económica, el déficit externo continúa siendo amplio. Asimismo, a raíz del choque petrolero, se estima que el crecimiento del producto potencial ha venido descendiendo, como resultado de la caída en el ritmo de formación bruta de capital, principalmente en el sector mineroenergético. En este contexto, la economía colombiana operó en 2014 y 2015 cerca de su capacidad productiva y solo a partir de 2016 surge cierta subutilización de la misma.

El entorno internacional continúa caracterizado por la desaceleración de la demanda externa y tasas interna-

cionales de interés en niveles bajos. En el segundo trimestre del presente año la actividad económica mundial siguió débil, y se espera que en todo 2016 el promedio de los socios comerciales del país crezca a una tasa baja e inferior a la registrada el año pasado. Las medidas de riesgo país siguen en niveles superiores al promedio observado en 2015 y es probable que el endurecimiento de la política monetaria en los Estados Unidos se produzca lentamente. Si estas tendencias se mantienen en lo que resta del año, el costo del financiamiento externo continuaría en niveles bajos.

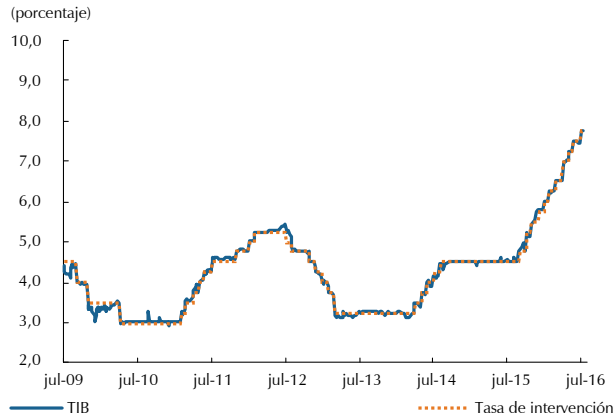
Los términos de intercambio y la dinámica del ingreso nacional se habrían recuperado en abril y junio frente al deterioro registrado en el primer trimestre del año. Lo anterior, debido a un precio promedio internacional del petróleo (USD47 por barril Brent) que superó el bajo nivel registrado en el primer trimestre (USD35), pero que sigue siendo muy inferior a lo observado dos años atrás (USD110). También, por el descenso en los precios en dólares de varios productos básicos que importa Colombia.

Los bajos precios del petróleo, el mayor nivel de la tasa de cambio y la débil demanda externa explican gran parte del comportamiento del comercio exterior. En el segundo trimestre el valor de las exportaciones en dólares descendió 20%, hecho explicado principalmente por la caída de las ventas externas de bienes de origen mineroenergético (-30% anual). En el bimestre abril-mayo las importaciones descendieron 18%. En valores las nuevas cifras indican que el desbalance comercial continuó reduciéndose.

La disminución observada y esperada del desequilibrio externo muestra un ajuste progresivo y ordenado de la economía a los efectos persistentes del choque externo. Para 2016 y 2017 el equipo técnico proyecta un déficit en la cuenta corriente relativo al PIB de 5,3% y 4,3%, respectivamente. Esta corrección disminuiría la vulnerabilidad externa del país, pero el déficit continuaría siendo superior a los niveles observados en otras economías con un grado de calificación de riesgo similar al de Colombia.

Para el segundo semestre cabe esperar que la normalización de la producción de alimentos, la estabilización de la tasa de cambio y el efecto de las mayores tasas de interés sobre la demanda interna generen una caída de la inflación. El retorno de condiciones climáticas favorables induciría caídas en los precios de los alimentos, principalmente para algunos perecederos que fueron fuertemente afectados por la prolongada sequía. En la medida en que la tasa de cambio no presente una marcada tendencia al alza, no deben registrarse presiones adicionales por esta causa sobre los precios. Además, la brecha de producto negativa estimada para 2016 reduce el riesgo de presiones inflacionarias de demanda. En este entorno, las proyecciones del equipo técnico, que tienen en cuenta una política monetaria activa, sugieren que en diciembre la inflación se situará en un rango entre 6,5% y 7,0%, y que a finales de 2017 convergería al rango meta de 2% a 4%, con una probabilidad del 42%. Esta probabilidad es inferior a la estimada en los informes sobre inflación de diciembre de 2015 y marzo de 2016 (77% y 51%, respectivamente), como resultado de la fuerte y prolongada presión inflacionaria observada hasta la fecha.

Gráfico B
Tasa de interés de intervención del Banco de la República y
tasa de interés interbancaria (TIB)
(2009-2016)^{a/}



a/ Las cifras corresponden a datos de días hábiles; el último dato corresponde al 12 de agosto de 2016.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

En resumen, la coyuntura se caracteriza por una inflación total y básica al alza y por encima de la meta, expectativas de inflación a largo plazo que superan el 3%, desaceleración de la actividad económica y cierre parcial del déficit externo. Se espera que la variación anual del IPC comience a caer en el segundo semestre de este año. La convergencia de la inflación a la meta en el horizonte previsto depende de un ajuste suficiente de los precios de los alimentos, de que no haya perturbaciones externas fuertes que eleven la tasa de cambio, y de que no se expanda el uso de mecanismos de indexación de precios y salarios. Partiendo de niveles bajos a mediados de 2015, la fase de aumentos de la tasas de interés de política ha llevado a que las tasas de interés reales del mercado se encuentren ahora cerca de sus promedios históricos, o los superen por estrecho margen. A pesar de la reducción del crecimiento, la economía opera aún cerca de su capacidad

productiva, el déficit externo es todavía grande y la tasa de desempleo se sitúa en niveles históricamente bajos. Frente a las anteriores circunstancias, la Junta Directiva analizó el balance de riesgos y consideró conveniente incrementar la tasa de interés de referencia en 25 puntos base en cada una de sus sesiones de mayo, junio y julio (Gráfico B).

José Darío Uribe
Gerente General