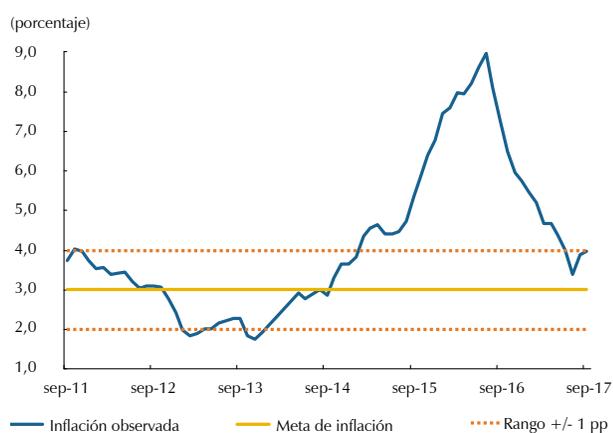


EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN Y DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA

Gráfico A
Inflación total al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

Después de un año de descensos continuos la inflación alcanzó en julio su menor nivel reciente (3,4%), y se incrementó a 3,97% en septiembre, un valor que de todas formas resultó menor al esperado por el promedio del mercado y por el equipo técnico del Banco de la República (Gráfico A). El error de pronóstico se debió principalmente al comportamiento favorable en el precio de los alimentos y a la rápida desaceleración en el índice de precios al consumidor (IPC) de transables sin alimentos ni regulados. La variación anual de los precios de los no transables sin alimentos ni regulados se mantuvo estable, en niveles de todas formas superiores a la meta. Por su parte, el IPC de regulados se aceleró debido al comportamiento de los precios de la energía. Los indicadores de inflación básica, que no

incorporan los precios que responden a choques de oferta, ni aquellos muy volátiles, continuaron descendiendo, con un promedio de 4,58% en septiembre. La indexación de precios, la persistencia de la inflación y el efecto transitorio de los impuestos indirectos originados a comienzos de año, han hecho más lenta la convergencia de estos indicadores a la meta.

El pronóstico de corto plazo realizado por el equipo técnico del Banco indica que al finalizar el presente año la inflación tendrá un nivel similar al registrado el pasado septiembre, y que en marzo de 2018 descenderá a niveles cercanos a 3,4%. Este último pronóstico supone que el efecto del impuesto al valor agregado (IVA) se diluirá completamente hacia marzo, y que la oferta de alimentos seguirá amplia. También supone que los precios de los bienes y servicios más rígidos (v. g.: educación, arriendos, etc.) se indexarán a un nivel mucho más bajo que en los dos años pasados. Las expectativas de inflación también sugieren que la inflación seguiría relativamente estable en lo que resta del año y que se reducirá en 2018 a niveles de todas formas superiores a la meta del 3,0%. La encuesta a los analistas del sector financiero de octubre indica que en los diciembre de 2017 y 2018 la

inflación se situará en 4,07% y 3,58%, respectivamente. Las expectativas a uno y más años que resultan de los papeles de deuda pública oscilan entre 3,5% y 3,6%. Es importante que las negociaciones del salario mínimo consideren ese comportamiento futuro favorable.

El comportamiento del IPC y de las expectativas y pronósticos de la inflación ocurre en medio de una actividad económica débil, la cual estimamos se recuperará en lo que resta de 2017 y (principalmente) a lo largo de 2018. Los crecimientos proyectados para este próximo futuro son de todas formas inferiores al del PIB potencial, por lo que seguramente continuará ampliándose la capacidad no utilizada en la economía (i.e. la llamada brecha del producto). Los indicadores para el tercer trimestre sugieren una aceleración del ritmo de crecimiento del PIB, impulsada principalmente por la inversión y, en menor medida por el consumo público, con una base de comparación baja durante el mismo período del año pasado. Con la nueva información el equipo técnico del Banco mantuvo el pronóstico de crecimiento para todo 2017 en 1,6% (con un rango que oscila entre 1,3% y 1,9%).

Varios factores deberían incidir en el comportamiento del producto en 2018. Las reducciones de las tasas de interés de política realizadas hasta el momento y la menor inflación deberían soportar una mayor dinámica del gasto de los hogares. Adicionalmente, en 2018 la inversión estaría impulsada por una mayor ejecución en las obras civiles, y la inversión extranjera directa (IED) dirigida al sector petrolero se seguiría recuperando de mantenerse los niveles actuales en los precios del petróleo. También la demanda externa seguirá mostrando buenas señales, principalmente la liderada por la de las economías desarrolladas.

Algunas variables favorecen el ajuste externo, pero otras actuarán en la dirección contraria. En el neto, las estimaciones de balanza de pagos para 2018 sugieren que la ampliación del déficit en dólares sería leve y como proporción al PIB se reduciría desde 3,7% a 3,6%. De un lado se espera que el financiamiento externo continúe siendo amplio durante 2018, aun cuando más costoso, debido a una postura monetaria menos expansiva en las economías desarrolladas. El probable incremento en las tasas mundiales de interés posiblemente desestimulará el uso de ahorro externo como fuente de financiación. Ello, y la recuperación esperada de las exportaciones de bienes y servicios, contribuirán al cierre del déficit corriente. De otra parte, si las inversiones en obras civiles y en petróleo siguen creciendo, demandarían mayores bienes y servicios importados y requerirán mayor financiamiento foráneo. Esto último, y el mayor pago de intereses de deuda con no residentes presionarían al alza el déficit en la cuenta corriente.

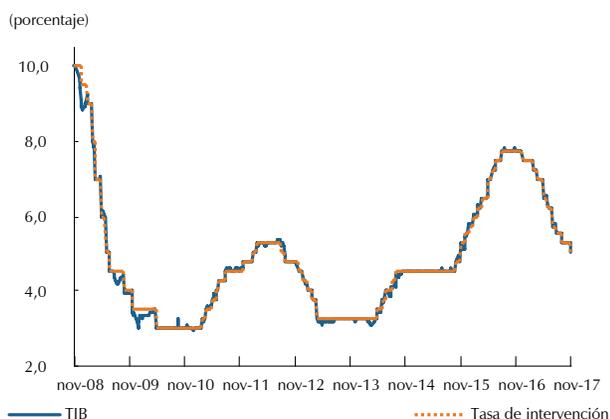
Teniendo en cuenta el comportamiento mencionado de las variables domésticas e internacionales, para 2018 el equipo técnico incrementó su proyección de crecimiento desde 2,4% hasta 2,7% (contenido en un rango entre 1,5% y 3,5%). Los riesgos a la baja sobre esta proyección siguen siendo importantes. Nuevamente, como ya se mencionó, esos pronósticos llevarán a una brecha del producto más negativa.

En síntesis, las proyecciones para el segundo semestre de 2017 y 2018 sugieren que la dinámica de crecimiento se acelerará, con tasas de todas formas menores a su potencial. Los excesos de capacidad de la economía se ampliarán y contribuirían al descenso de la inflación. Los pronósticos de corto plazo y las expectativas de inflación indican que esta seguirá descendiendo, pero a niveles que aún superan la meta. Se espera que los precios más rígidos, al igual que los salarios se indexen a una inflación más baja que la observada en los años anteriores.

Con base en esta información, la Junta ponderó los siguientes factores en sus decisiones recientes:

- Los resultados más favorables de la inflación frente a lo esperado en el último trimestre y las menores proyecciones del equipo técnico en el horizonte de política. Este comportamiento se ha registrado para varias de las subcanastas del IPC, especialmente las del grupo de alimentos y transables sin alimentos ni regulados. Estos resultados sugieren que la velocidad de convergencia de la inflación a la meta del 3% podría ser mayor, aunque la incertidumbre al respecto sigue elevada.
- La debilidad de la actividad económica y el riesgo de una desaceleración más allá de la compatible con el deterioro en la dinámica del ingreso originado por la caída en los precios del petróleo. A pesar de que la proyección del equipo técnico sobre crecimiento se incrementó para el próximo año, la brecha del producto continuaría ampliándose.
- Aunque se espera que el ajuste ordenado del déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos continúe, existen riesgos en el entorno internacional que pueden afectar dicho ajuste.

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 3 de noviembre de 2017.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

Al evaluar el anterior balance de riesgos y utilizando el espacio asociado con las mejores proyecciones de inflación para 2018, en cada una de las reuniones de agosto y octubre la Junta consideró conveniente reducir la tasa de interés de referencia en 25 pb, para así situarla en 5% (Gráfico B). La Junta también anotó que persisten riesgos en el entorno internacional que limitan la capacidad contracíclica de la política monetaria a futuro. De acuerdo con lo anterior, la reducción más reciente no debe entenderse como parte de una senda continua de recortes.

Juan José Echavarría
Gerente General