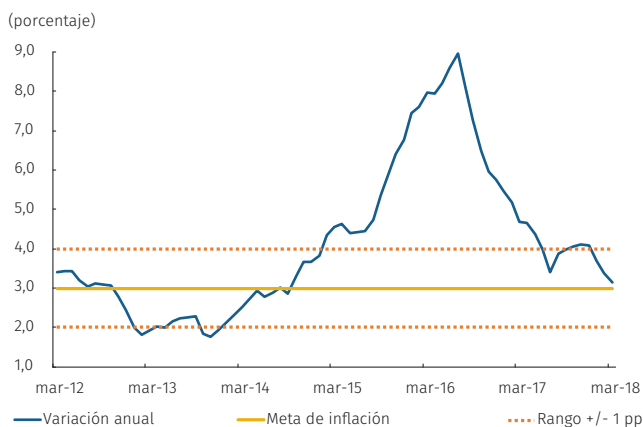


Evolución de la inflación y decisiones de política monetaria

Gráfico A
Índice de precios al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

En el primer trimestre de 2018 la inflación y las medidas de inflación básica descendieron más de lo proyectado y aceleraron su convergencia a la meta del 3%. En marzo de 2018 la variación anual del IPC y el promedio de las medidas de inflación básica se situaron en 3,14% y 3,64%, respectivamente, cifras menores en cerca de 1 punto porcentual a los registros de diciembre pasado (Gráfico A).

El comportamiento favorable de la inflación observada condujo a reducir las expectativas sobre la inflación futura. Para diciembre de 2018 y diciembre de 2019, por ejemplo, la encuesta aplicada a los analistas indica que la inflación se situará en 3,37% y 3,16%, respectivamente. Por su parte, las que resultan de los títulos de deuda pública a 2, 3 y 5 años se ubican entre 3,0% y 3,3%.

Varios factores explican el comportamiento favorable de los precios al consumidor. Uno de ellos sería la amplia oferta de alimentos, otro la reducción en el impacto del IVA, y otro, quizá, la reducción de la tasa de cambio y su impacto sobre los precios importados.

La producción continuó recuperándose, pero a una tasa menor que el crecimiento potencial de la economía, por lo que los excesos de capacidad instalada se habrían ampliado a comienzos del año. Ello también estaría contribuyendo a la convergencia de la inflación a la meta. La dinámica de la demanda interna habría mejorado, pero seguiría débil, y el consumo y la inversión registrarían tasas de crecimiento bajas.

Las cifras del balance externo muestran una economía que estaría culminando su proceso de ajuste. En 2017 el déficit corriente volvió a reducirse y se situó en 3,3% del producto interno bruto (PIB), hecho explicado por la recuperación de los ingresos, y no por la caída de los egresos como había sucedido un año atrás. Los datos de comercio exterior del primer bimestre de 2018 sugieren que este comportamiento habría continuado. En efecto, las exportaciones en dólares, tanto de bienes básicos como

de productos no tradicionales y de servicios, registraron incrementos importantes, favorecidas por la recuperación del precio del petróleo y por la mejor dinámica de la demanda externa. En el mismo período el valor de las importaciones presentó una tasa de aumento baja, en parte por la debilidad de la demanda interna.

Los datos recientes del sector externo indican que se acentuaron algunas de las tendencias observadas a comienzos de año, con efectos importantes sobre el crecimiento, la inflación, y las expectativas de inflación. Las tasas de interés externas continuaron aumentando lentamente, el precio del petróleo se ha recuperado y se mantiene por encima de USD 70 por barril, y el peso se apreció frente al dólar. Ello sería compatible con una mejora en los términos de intercambio y en el ingreso nacional del país, y con una baja dinámica en los precios de bienes y servicios transables.

El índice de desempleo presentó un deterioro lento pero constante, y las estimaciones indican que este mercado laboral estaría holgado, con bajas presiones de costos sobre los precios. Algunos aumentos de salarios, como los de construcción pesada (3,6%) y de vivienda (3,9%), se desaceleraron de forma importante en marzo, y registraron incrementos más compatibles con la meta de inflación. Otros salarios, como los de la industria y el comercio, se siguen ajustando a tasas muy superiores al 3%.

La cartera real comercial registró tasas que se pueden calificar como históricamente bajas, y algo similar sucedió con el crédito a los hogares (consumo e hipotecario). Como resultado de estas tendencias, diferentes medidas del ciclo de crédito indican que la dinámica de la cartera total se encuentra por debajo de su tendencia de largo plazo, algo que se observa desde principios de 2016. Las reducciones en la tasa de interés de política se siguen transmitiendo a las tasas de interés de los préstamos, principalmente a los créditos comerciales e hipotecarios, y en menor medida a los de consumo.

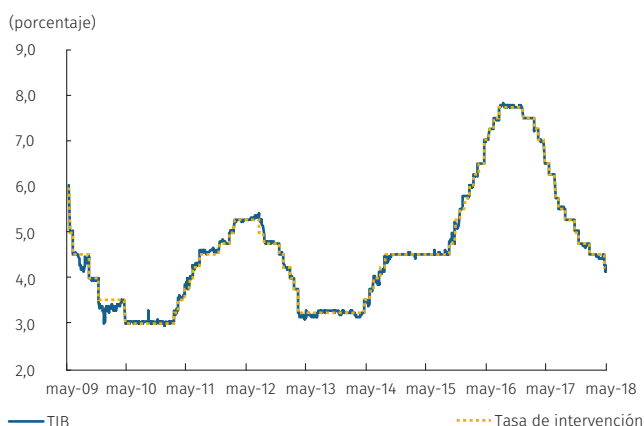
El equipo técnico mantuvo en 2,7% la proyección de crecimiento para 2018, suponiendo una demanda externa más dinámica que la registrada en años anteriores y con términos de intercambio más altos. La inversión en 2018 estaría impulsada por una mayor ejecución en las obras civiles (en especial las 4G) y por mayores niveles de inversión extranjera en el sector minero. Las reducciones de las tasas de interés de política realizadas hasta el momento y la menor inflación deberían impulsar una mejor dinámica del crédito, de la inversión y del gasto de los hogares. El crecimiento del PIB será, de todas formas, inferior al de su potencial de largo plazo (3,3%), con lo cual seguirán ampliándose los excesos de capacidad instalada de la economía. Para 2018 se espera que la dinámica de los ingresos externos supere la de los egresos, y que el déficit de la cuenta corriente se reduzca a 3,1% del PIB.

Varios factores deberían contribuir a la convergencia de la inflación a la meta del 3%. En primer lugar, se espera que los precios más rígidos, al igual que los salarios distintos al mínimo, se indexen a una inflación más baja que la observada en los años anteriores. Adicionalmente, una brecha de producto más negativa y un mercado laboral más holgado también deberían contribuir a reducirla. Por supuesto, existen riesgos, tales como un repunte no esperado en los precios de los alimentos, o una depreciación de la moneda más fuerte de la esperada, con su consecuente efecto sobre el precio de los bienes importados. No obstante, la incertidumbre sobre estos escenarios es elevada.

En resumen, la menor inflación observada frente a su pronóstico y la reducción en las expectativas de inflación, podrían llevar a una convergencia más rápida de la inflación a la meta. El crecimiento económico sigue débil, pero en recuperación, y los indicadores de brecha de producto indican que en 2018 los excesos de capacidad instalada se ampliarían. En este entorno, al evaluar el estado de la economía y el balance de riesgos, la Junta Directiva consideró conveniente reducir la tasa de interés de referencia en 25 puntos básicos en abril de 2018 y situarla en 4,25% (Gráfico B).

La Junta seguirá haciendo un cuidadoso monitoreo del comportamiento de la inflación y las proyecciones de la actividad económica y la inflación en el país, así como de la situación internacional. Finalmente, reitera que la política monetaria dependerá de la nueva información disponible.

Gráfico B
Tasa de interés de intervención del Banco de la República y tasa de interés interbancaria (TIB) (2009-2018)^{a/}



a/ Las cifras corresponden a datos de días hábiles; el último dato corresponde al 10 de mayo de 2018.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

Juan José Echavarría
Gerente General