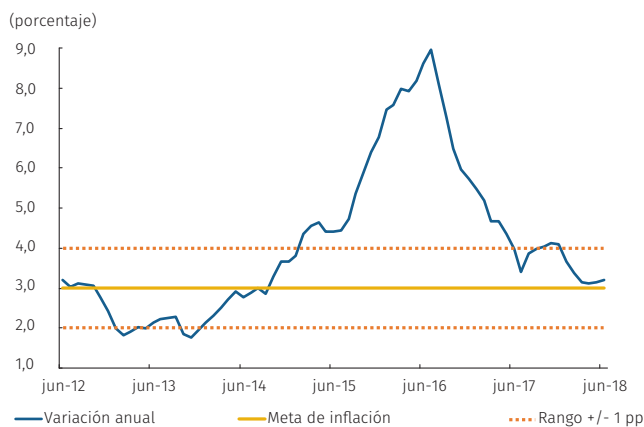


Evolución de la inflación y decisiones de política monetaria

Durante el segundo trimestre de 2018 la inflación y sus expectativas, así como varias de las medidas de inflación básica, tendieron a estabilizarse y se situaron cerca de la meta del 3%. En ese período el crecimiento de la economía habría sido bajo, pero en recuperación, con excesos de capacidad instalada que se habrían ampliado con respecto a 2017.

Gráfico A
Índice de precios al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

En junio la variación anual del índice de precios al consumidor (IPC) y el promedio de las medidas de inflación básica se ubicaron en 3,2% y 3,3%, respectivamente, cifras similares a las registradas en abril (Gráfico A). Los alimentos, al igual que los bienes y servicios más afectados por el aumento en los precios de la gasolina y por la tasa de cambio, fueron los grupos de mayor contribución al alza de la inflación. El anterior comportamiento fue compensado por el menor ritmo de aumento del IPC de no transables sin alimentos ni regulados, el cual ha venido desacelerándose desde comienzos de año. En el segundo trimestre de 2018 las expectativas de inflación no presentaron cambios importantes y se mantuvieron algo por encima de la meta. Las de los analistas apuntan hacia una inflación de

3,4% y 3,3% en diciembre de 2018 y 2019, respectivamente. Las que se extraen de los papeles de deuda pública a dos, tres y cinco años se encuentran en un rango entre 3,0% y 3,4%.

El comportamiento de la inflación y de sus expectativas se presentó en un contexto de brecha de producto negativa, con una dinámica de la demanda interna que se habría recuperado en el segundo trimestre, pero que aún presenta incrementos bajos. Los indicadores de ventas al por menor, de confianza del consumidor y de importaciones de bienes de consumo en dólares sugieren que el gasto de los hogares del segundo trimestre habría sido más dinámico que el registrado en el primero. Por su parte, las estimaciones de las importaciones de bienes de capital en pesos constantes indican que estas habrían registrado una tasa de crecimiento anual menos negativa que la observada en los tres primeros meses del año.

Con lo anterior, el equipo técnico del Banco estima que el crecimiento económico del segundo trimestre (desestacionalizado y corregido por días hábiles) estaría alrededor de 2,6%. Esta estimación supone que el fuerte crecimiento del consumo público registrado en los tres primeros meses del año habría sido transitorio y se moderaría en el segundo. También, que la inversión en obras civiles caerá menos que a comienzos del año. La contribución de las exportaciones netas al crecimiento habría sido menor. La mejor dinámica de la absorción se habría dado en un entorno de recuperación de los términos de intercambio y con un déficit corriente que se habría ampliado en dólares y como proporción del PIB. Esta última estimación sugiere que el cierre del desbalance externo habría sido más lento que el proyectado.

Los cálculos indican que la tasa de interés real de política y aquellas para los créditos comerciales, hipotecarios y de consumo (excepto tarjetas) se encuentran en niveles inferiores a sus promedios para los últimos diez años. Esto, en un contexto en el cual las reducciones de la tasa de política se habrían transmitido completamente hacia las tasas de crédito comercial e hipotecario y donde la transmisión a las tasas de consumo no se ha completado aún.

Para lo que resta del año las nuevas cifras y los pronósticos de actividad económica para los Estados Unidos, para la zona euro y para algunos países de la región, indican que la demanda externa seguirá aumentando, pero a una tasa algo menor que la esperada un trimestre atrás. El mercado de futuros con horizonte a seis y doce meses indica que el precio del petróleo disminuirá, pero a niveles todavía muy superiores a los registrados un año atrás. Si esto se materializa, los términos de intercambio se mantendrían en los niveles actuales y, junto con la dinámica esperada de los socios comerciales, continuarían favoreciendo la recuperación de los ingresos externos del país.

Es probable que el costo del financiamiento externo siga aumentando, como ha ocurrido desde mediados del año pasado, como consecuencia de la normalización esperada de la política monetaria en los Estados Unidos y en otras economías desarrolladas. Adicionalmente, con un desbalance externo del país que todavía no se ha corregido por completo, existe el riesgo de que cobren fuerza otros factores que ejerzan presiones al alza sobre las medidas de riesgo del país y sobre la tasa de cambio tales como un incremento no esperado en las tasas de interés globales o en las primas de riesgo de los mercados emergentes, o una reversión de los precios internacionales del petróleo.

Se proyecta que el crecimiento de la economía en el segundo semestre del año será similar al estimado para el primero (2,7%), aunque con un comportamiento sectorial más homogéneo. El incremento del consumo total sería algo menor, con un gasto de los hogares más dinámico y con un incremento del consumo público menor. La inversión crecería, pero a una tasa baja. La demanda interna continuaría recuperándose lentamente y el aporte de las exportaciones netas sería bajo pero positivo.

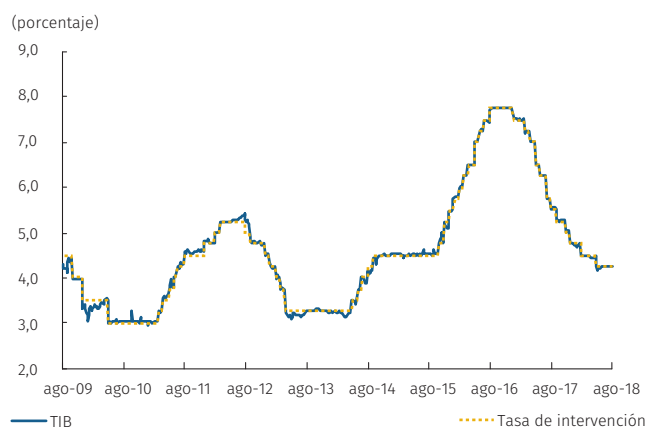
Con esto, el equipo técnico mantuvo en 2,7% su proyección de crecimiento para 2018. Nuestros cálculos sugieren que los excesos de capacidad instalada serán algo más amplios en 2018 que en 2017.

Las acciones de política monetaria realizadas hasta el momento y los excesos de capacidad instalada de la economía deberían contribuir a la convergencia de la inflación al 3%. No obstante, existen riesgos que podrían hacer demasiado lento dicho proceso. Uno de ellos es un alza en el precio de los alimentos más acentuada que la proyectada para lo que resta del año. Tampoco se descarta que algunos cambios regulatorios y otros choques de oferta (p. e.: el aumento de las tarifas de aseo) generen incrementos en el precio de los servicios públicos y mantengan elevada la variación anual del IPC de regulados en el segundo semestre de 2018. También existe el riesgo de una depreciación del peso más fuerte que la esperada, que se traspase a los precios internos.

Con base en la anterior información, la Junta ponderó los siguientes factores en su decisión:

- La incertidumbre sobre la velocidad de la recuperación de la actividad económica. Por una parte, se proyecta que los excesos de capacidad productiva se ampliarían en 2018. Por otra, si el precio del petróleo se mantiene en los actuales niveles por un período prolongado o persiste la tendencia creciente de la confianza, la dinámica de la demanda agregada podría ser mayor que la prevista. La incertidumbre en este campo es elevada.
- La estabilidad de la inflación y sus expectativas por encima de la meta, y algunos riesgos que podrían presionar la inflación al alza y demorar la convergencia al 3%. Entre ellos, una depreciación del peso más fuerte que la esperada, que se traspase a los precios internos. Nuevamente, la incertidumbre sobre estos factores es elevada.

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 2 de agosto de 2018.

Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

En este entorno, al evaluar el estado de la economía y el balance de riesgos, en las reuniones de junio y julio de 2018 la Junta consideró conveniente mantener la tasa de interés de referencia 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. La política monetaria dependerá de la nueva información disponible.

Juan José Echavarría
Gerente General