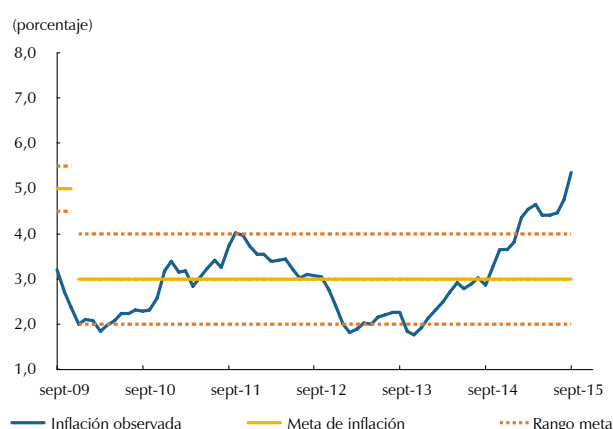


EVOLUCIÓN DE LA SITUACIÓN INFLACIONARIA Y DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA

Gráfico A
Inflación total al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

La inflación anual al consumidor aumentó en septiembre y se situó en 5,35%. El promedio de los cuatro indicadores de inflación básica también subió y alcanzó 4,89%. La transmisión de la depreciación nominal a los precios al consumidor, el incremento en los costos de las materias primas importadas y la menor dinámica en la oferta de alimentos explican gran parte de la aceleración de la inflación en lo corrido del año (Gráfico A).

Las proyecciones del equipo técnico sugieren que a finales de 2015 la inflación se situará por encima de la cifra actual, que en la primera mitad de 2016 se mantendrá en estos niveles y luego comenzará a converger a la meta del 3,0%. El traslado de parte de la depreciación

del peso a los precios al consumidor y un fenómeno de El Niño fuerte hacen más lento el proceso de convergencia a la meta, tanto por su impacto directo sobre los precios y las expectativas de inflación, como por la posible activación de mecanismos de indexación.

A pesar de ello, no debe perderse de vista el carácter temporal del incremento de la tasa de inflación. Si bien el precio del petróleo podría permanecer en niveles bajos, el efecto de su caída sobre la tasa de cambio es limitado. Esto significa que la presión sobre los precios resultante de la devaluación del peso colombiano tiene un límite, e irá perdiendo fuerza con el tiempo. De otra parte, se espera que las condiciones climáticas retornen a la normalidad hacia finales del segundo trimestre de 2016. Esto inducirá una caída en el precio de los alimentos, que según experiencias pasadas, podría ser sustancial. Lo anterior reafirma el carácter transitorio de la presión inflacionaria, siempre que las expectativas de inflación no se conviertan en un mecanismo que la retroalimente. De allí la importancia de mantenerlas ancladas a la meta, mediante una política monetaria que preserve su credibilidad. En cualquier caso, debido a la magnitud de los choques y los riesgos que pesan sobre el contexto externo, la incertidumbre que rodea los pronósticos es inusualmente alta. Las medidas de expectativas de inflación de los analistas a uno y dos años se sitúan en 4,1% y 3,5%, respectivamente, y las que se derivan de los papeles de deuda pública a dos, tres y cinco años superan el 4%.

En el contexto externo, las cifras de actividad económica continúan reflejando una dinámica de la demanda externa débil e inferior a la observada en 2014. En el tercer trimestre la economía de los Estados Unidos moderó su crecimiento, al mismo tiempo que la Reserva Federal mantuvo inalterada su tasa de interés de referencia. La zona del euro se recupera de forma lenta mientras la actividad económica en China mantuvo la tendencia hacia la desaceleración. En cuanto a la región de América Latina, las economías más grandes registran crecimientos bajos o contracciones del producto. Además, sus primas de riesgo permanecieron en niveles superiores a los de 2014.

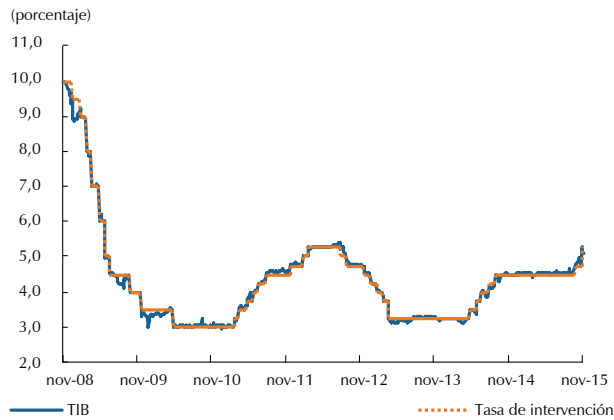
La demanda externa para los exportadores colombianos ha sido más débil que la estimada un trimestre atrás. El precio internacional del petróleo y los precios de otros productos básicos que exporta Colombia se mantuvieron en niveles bajos. En consecuencia, la caída en los términos de intercambio registrada a lo largo del año ha deteriorado el ingreso nacional y explica en gran medida el mayor nivel de la tasa de cambio respecto al dólar.

En Colombia las cifras más recientes para el segundo semestre apuntan a que el crecimiento puede ser mayor de lo esperado. Así lo sugieren los indicadores de ventas al por menor, de producción manufacturera y café y el consumo de energía eléctrica, entre otros. Se espera una buena dinámica de la construcción y de las obras civiles. Las expectativas de inversión muestran que aquella distinta a obras civiles se habría seguido deteriorando, aunque a un ritmo menor que en trimestres anteriores. Así, frente al Informe pasado, para todo 2015 el equipo técnico del Banco revisó al alza su pronóstico más probable de crecimiento, de 2,8% a 3,0%, en un rango entre 2,4% y 3,4%. Para 2016 se espera un crecimiento similar, de 3,0%, con un intervalo más amplio: entre 1,5% y 4,0%.

En síntesis, la nueva información disponible muestra que los fuertes aumentos en los precios de los bienes que se ven más afectados por la depreciación del peso y por factores climáticos adversos siguen presionando la inflación al alza, aunque de manera transitoria. Los precios de los otros bienes y servicios también registran variaciones crecientes, lo cual puede ser el reflejo de mecanismos de indexación, de expectativas de mayor inflación en el futuro o de presiones de costos en esos sectores. El comportamiento de estos precios no parece indicar la existencia de un deterioro significativo de la demanda agregada. En este contexto, las expectativas de inflación han aumentado y el riesgo de una desaceleración de la demanda interna, más allá de lo coherente con la caída registrada del ingreso nacional, ha disminuido.

Dado el entorno económico descrito, en septiembre y octubre la Junta Directiva del Banco de la República incrementó la tasa de interés en 25 pb y 50 pb, respectivamente, y la situó en 5,25%. La Junta reitera su compromiso con la meta de inflación y mantiene un cuidadoso monitoreo del comportamiento y proyecciones de la actividad económica e inflación en el país, de los mercados de activos y de la situación internacional (Gráfico B).

Gráfico B
 Tasa de interés de intervención del Banco de la República y
 tasa de interés interbancaria (TIB)
 (2008-2015)^{a/}



a/ Las cifras corresponden a datos de días hábiles; el último dato corresponde al 03 de noviembre de 2015.
 Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

La Junta también anunció un sistema de subastas de opciones call, con el fin de moderar aumentos injustificados de la tasa de cambio, que puedan contribuir a desanclar las expectativas de inflación y suministrar liquidez al mercado cambiario cuando se presenten faltantes significativos de la misma. La subasta se convocará por un monto de USD 500 millones una vez la TRM se encuentre 7 pp por encima de su promedio móvil de orden 20. Las opciones tendrán una vigencia de un mes a partir del día de la subasta y su ejercicio está sujeto al cumplimiento de la misma condición.

José Darío Uribe
Gerente General