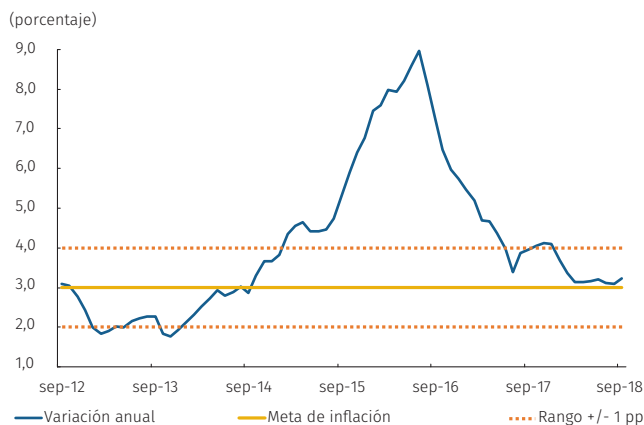


Evolución de la inflación y decisiones de política monetaria

En el tercer trimestre de 2018 la inflación se incrementó menos que lo esperado por los analistas y por el equipo técnico del Banco, y se mantuvo cerca de la meta del 3%. Las expectativas de inflación a uno y más años aumentaron levemente y oscilan entre 3,3% y 3,5%. El crecimiento de la economía en el tercer trimestre habría sido similar al registrado en la primera mitad del año (2,6%), con mayor capacidad subutilizada que en 2017.

Gráfico A
Índice de precios al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

En septiembre la variación anual del índice de precios al consumidor (IPC) y del promedio de las medidas de inflación básica se ubicó en 3,23% y 3,28%, respectivamente, cifras relativamente similares a las registradas en junio (3,20% y 3,33%) (Gráfico A). Los alimentos y los bienes y servicios regulados fueron los grupos que presionaron al alza la inflación, mientras que los transables y los no transables sin alimentos ni regulados tuvieron un mejor comportamiento que el promedio. Las expectativas de inflación se incrementaron levemente y se mantuvieron algo por encima de la meta. Las de los analistas apuntan hacia una inflación del 3,3% en diciembre de 2018 y 2019. Las que se extraen de los papeles de deuda pública a dos, tres y cinco años se encuentran alrededor de 3,5%.

El comportamiento de la inflación y de sus expectativas en el tercer trimestre se presentó en un contexto de brecha de producto negativa, con una dinámica de la demanda interna que habría sido algo mayor que la registrada en la primera mitad del año. Los indicadores de ventas al por menor, de matrículas de vehículos, de créditos de consumo y de importaciones de bienes de consumo sugieren que el gasto de los hogares habría seguido recuperándose. Por su parte, las importaciones de maquinaria y equipo en pesos constantes se habrían acelerado levemente.

Con lo anterior, el equipo técnico del Banco estima que el crecimiento económico del tercer trimestre (ajustado estacionalmente y por días hábiles) estaría alrededor de 2,6%. Esta estimación supone que el

crecimiento del consumo público se seguiría moderando. También, que la inversión en obras civiles caerá menos que en el primer semestre, con un comportamiento similar (también negativo) en edificaciones. Las exportaciones netas habrían restado al crecimiento, con una expansión mayor en las importaciones que en las exportaciones. La 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.

En materia de crédito, el endeudamiento total en septiembre (cartera en moneda nacional y extranjera, bonos y crédito externo directo) siguió desacelerándose, con una tasa de crecimiento real anual cercana al 2,5% para el crédito total, y del -0,6% para el crédito comercial; la dinámica de la cartera dirigida a los hogares se ha estabilizado alrededor del 6%. Las tasas de interés real de política y de los créditos comerciales, hipotecarios y de consumo (excepto tarjetas) se encuentran en niveles inferiores a los promedios de los últimos diez años.

Para lo que resta del año las nuevas cifras y los pronósticos de actividad económica de los socios comerciales del país sugieren 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 se mantendría en niveles todavía superiores a los registrados un año atrás. Si esto se materializa, los términos de intercambio y la dinámica esperada de los socios comerciales podrían impulsar los ingresos externos del país.

Varios factores podrían ejercer presión sobre la tasa de cambio en los próximos meses. La Fed continuará incrementando sus tasas de interés y la alta volatilidad internacional podría elevar las primas de riesgo en los países emergentes. No se descarta una reversión mayor a la esperada en los precios internacionales del petróleo, y el déficit de nuestra cuenta corriente sigue estando por encima del 3% del PIB.

Con todo lo anterior, el equipo técnico del Banco revisó ligeramente a la baja el crecimiento proyectado para este y el siguiente año. Según las nuevas estimaciones, en 2018 y 2019 el aumento del producto sería del 2,6% (antes 2,7%) y del 3,5% (antes 3,7%), respectivamente. Estos pronósticos suponen que el consumo privado y la inversión continuarán recuperándose, con una dinámica de todas formas menor a la observada en promedio desde 2005. Los cálculos también sugieren que los excesos de capacidad instalada se reducirían en 2019.

Las acciones de política monetaria adelantadas hasta el momento y los excesos de capacidad instalada deberían contribuir a la convergencia de la inflación al 3%. No obstante, existen riesgos que podrían demorar dicho proceso. La devaluación de la tasa de cambio podría

ser mayor a la esperada, con un impacto alto sobre el nivel de precios de los bienes transables; los cambios regulatorios podrían generar incrementos altos en el precio de los servicios públicos y de los bienes regulados en el primer semestre de 2019; finalmente, no se descarta un mayor impacto sobre los precios a causa de las variaciones climáticas.

Con base en la anterior información, en las reuniones de septiembre y octubre la Junta ponderó los siguientes factores en su decisión:

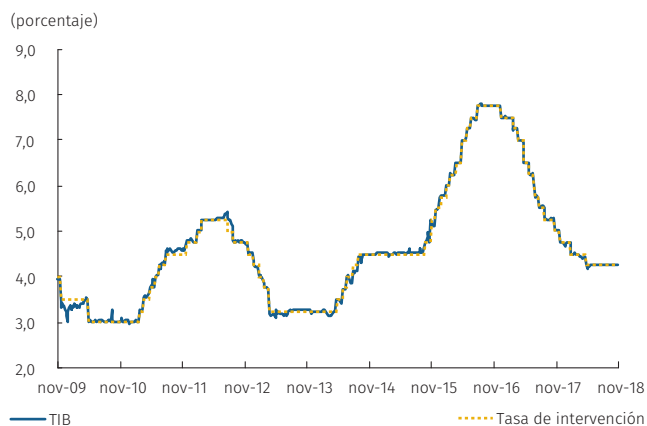
- La debilidad de la actividad económica y la incertidumbre sobre la velocidad de su recuperación.
- La inflación observada y su convergencia esperada a la meta del 3%.
- Los efectos sobre la economía colombiana derivados de las cambiantes condiciones financieras internacionales.

En este entorno, al evaluar el estado de la economía y el balance de riesgos, 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. Finalmente, reitera que la política monetaria dependerá de la nueva información disponible.

Juan José Echavarría
Gerente General

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 8 de noviembre de 2018.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.