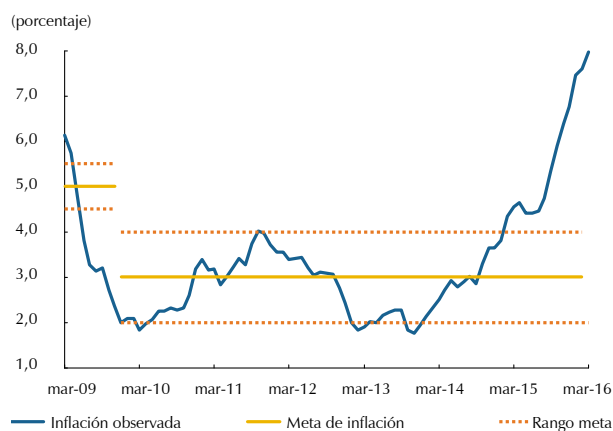


# EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN Y DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA

En marzo la inflación anual al consumidor fue 7,98% y el promedio de las cuatro medidas de inflación básica se situó en 6,29% (Gráfico A). El aumento de la inflación en el primer trimestre, superior al esperado, en gran medida se explica por el fuerte incremento en los precios de los alimentos, por la transmisión parcial de la devaluación del peso a los precios al consumidor y a los costos de las materias primas; y por la activación de mecanismos de indexación en varios rubros de la canasta familiar, como la educación, la salud y algunos servicios públicos. Las expectativas de inflación de los analistas, a uno y dos años, se sitúan en 4,5% y 3,8%, respectivamente, y las derivadas de los papeles de deuda pública a dos, tres y cinco años se encuentran entre 4,4% y 4,8%.

Aunque la transmisión de la depreciación del peso a los precios al consumidor ha sido baja en lo corrido de este siglo, el nivel de la tasa de cambio es alto y puede seguir impactando con rezago las cotizaciones de bienes y servicios importados. De igual forma, se proyecta que la menor oferta de alimentos continúe hasta el segundo trimestre de 2016, fecha a partir de la cual debería normalizarse el clima. En este contexto, si bien ambos choques son de carácter transitorio, pueden seguir presionando al alza la inflación y las expectativas, y continuar activando mecanismos de indexación no deseados.

Gráfico A  
Inflación total al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

Con respecto a la actividad económica global, el crecimiento de varios socios comerciales del país, principalmente de las economías productoras de bienes básicos, ha sido más débil que el previsto. Con esto es probable que en 2016 la dinámica de la demanda externa por nuestros productos de exportación sea débil e inferior a la registrada en 2015.

En los Estados Unidos aumentó la probabilidad de que el endurecimiento de la política monetaria en ese país ocurra de forma más lenta. El dólar se ha depreciado en un entorno de mejoras en las condiciones de liquidez global, aumentos en los precios del petróleo y menores

primas de riesgo de los países emergentes. La incertidumbre sobre el comportamiento de los precios del petróleo en el futuro es elevada. En este contexto, si bien el deterioro en los términos de intercambio y en el ingreso nacional se ha moderado, es incierta la duración de estas mejoras en lo que resta del año.

La débil demanda externa, los menores precios del petróleo y el mayor nivel de la tasa de cambio se han reflejado en el comportamiento del comercio exterior y en la cuenta financiera del país. En el primer trimestre de 2016 las exportaciones en dólares descendieron 32% anual, hecho explicado, principalmente, por la caída de las ventas externas de bienes de origen minero-energético (-54% anual). En los dos primeros meses el valor de las importaciones descendió 26% anual. Se espera que en todo 2016 el déficit corriente se reduzca a cerca de USD 16 mil millones, como resultado de una caída proyectada de las importaciones de bienes y servicios y por la menor remisión estimada de utilidades de las empresas extranjeras.

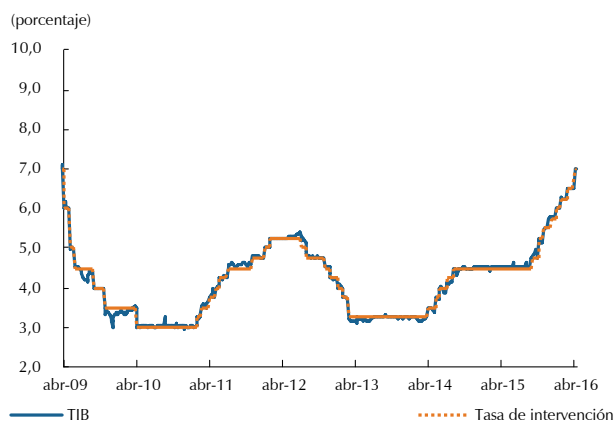
En el contexto interno, las cifras para el primer trimestre de 2016 indican que el consumo de los hogares habría crecido a un ritmo similar al registrado a finales de 2015, mientras que la inversión se habría desacelerado. La caída real de las importaciones habría superado el descenso de las cantidades exportadas. Por el lado de la oferta, los indicadores de la industria, el comercio y la producción de café sugieren un comportamiento favorable, mientras que los de la minería reportaron deterioros.

Con todo lo anterior, para el primer trimestre de 2016 el equipo técnico proyecta un crecimiento económico más probable de 2,5%, contenido en un rango entre 2,8% y 3,2%. Para todo 2016 se mantuvo el rango de proyección entre 1,8% y 3,2%, y la cifra más factible se redujo de 2,7% a 2,5%. En materia de inflación, las proyecciones del equipo técnico, que tienen en cuenta una política monetaria activa, sugieren que descenderá en el segundo semestre y que al finalizar el año la inflación se situará alrededor de 6%, para luego converger al rango meta en 2017.

En síntesis, la nueva información indica que la economía colombiana continúa ajustándose de forma ordenada a los fuertes choques registrados desde mediados de 2014. El riesgo de una desaceleración excesiva de la demanda interna continúa siendo moderado y persiste un exceso del gasto sobre el ingreso nacional, lo que se refleja en un alto déficit de la cuenta corriente. La depreciación del peso, la mayor intensidad del fenómeno de El Niño y la activación de algunos mecanismos de indexación han afectado a la inflación y a sus expectativas, y las han conducido a niveles elevados.

Ante este entorno, la respuesta de política monetaria debe tener en cuenta que los choques que han afectado a los precios son transitorios, al tiempo que debe estar orientada a garantizar a que la inflación converja a la meta del 3%  $\pm$  1 punto porcentual en 2017. En consecuencia, las acciones de la Junta Directiva pretenden evitar que la reacción de la inflación y de sus expectativas sea mayor y más prolongada que el tamaño y la duración de estos choques. Así, la Junta consideró conveniente incrementar la tasa de interés de referencia 25 pb en cada uno de los tres primeros meses del año y 50 pb en abril. El aumento de la tasa de interés

Gráfico B  
 Tasa de interés de intervención del Banco de la República y  
 tasa de interés interbancaria (TIB)  
 (2009-2016)<sup>a/</sup>



a/ Las cifras corresponden a datos de días hábiles; el último dato corresponde al 13 de mayo de 2016.  
 Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

de referencia y su efecto sobre el crecimiento de la demanda interna, en compañía de la devaluación real del peso, también contribuyen a una corrección ordenada del desequilibrio externo del país (Gráfico B).

**José Darío Uribe**  
**Gerente General**