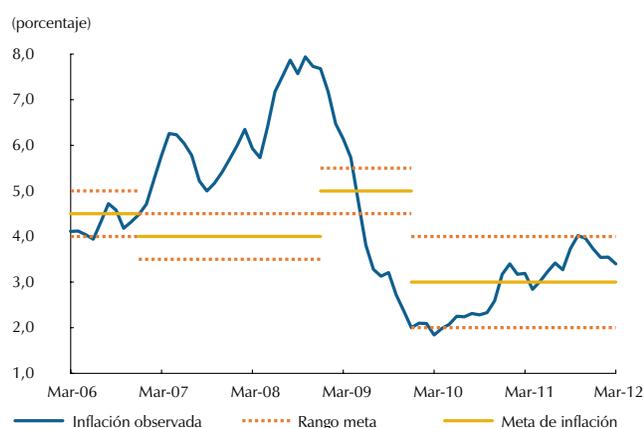


# EVOLUCIÓN DE LA SITUACIÓN INFLACIONARIA Y DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA

Gráfico A  
Inflación anual al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

En marzo de 2012 la inflación anual se situó en 3,4%, cifra inferior en 15 puntos básicos (pb) a la registrada en diciembre pasado (Gráfico A). El descenso en la inflación anual se viene registrando desde octubre, mes cuando alcanzó el mayor registro de 2011 (4%).

Más de la mitad (58%) de la desaceleración de la inflación observada en el primer trimestre de 2012 se explicó por el menor ritmo de aumento en los precios de los alimentos. Este grupo, que había sido afectado por factores climáticos, pasó de incrementarse anualmente 5,3% en diciembre a 4,6% en marzo. En el mismo período el índice de precios al consumidor (IPC) de regulados redujo su crecimiento anual de 5,8% a 4,9%, y aportó el 38% de la caída de la inflación. El precio de los combustibles, que registró altos aumentos anuales

durante el primer trimestre de 2012 (4,9% en promedio), pero menores a los observados un año atrás (10,5% en promedio), explicó la desaceleración del grupo de regulados.

El cambio anual del IPC sin alimentos y el resto de medidas de inflación básica que calcula el Banco se mantuvo relativamente estable en el trimestre. De hecho, entre enero y marzo de 2012 el promedio de dichas medidas permaneció alrededor de 3%, después de haber tenido una tendencia ascendente desde mediados de 2010.

Dentro del IPC sin alimentos ni regulados, la variación anual del grupo de transables descendió 12 pb en el primer trimestre y se situó a marzo en 0,7%. La apreciación del peso observada en los meses recientes explica parte de este resultado. En el mismo período los no transables pasaron de crecer anualmente de 3,6% a 3,7%. Esta lenta aceleración obedeció al comportamiento de los arriendos, los cuales vienen presentando mayores aumentos desde junio de 2011.

La menor inflación, al igual que las acciones de política monetaria ejecutadas por la Junta Directiva del Banco de la República, contribuyeron para que las expectativas de inflación descendieran a lo largo del primer trimestre. A mediados de abril las diferentes medidas de esta variable se situaron entre 3% y 3,5%. Cabe esperar que dichas expectativas converjan hacia la meta de inflación de largo plazo (3%). En materia de actividad económica, el aumento real del PIB del cuarto trimestre de 2011 (6,1%), al igual que el de todo el año (5,9%), ratificó la expansión robusta de la economía. La dinámica de la demanda interna, que había presentado una tendencia creciente trimestre tras trimestre, se desaceleró a finales de año y registró una tasa de 7,9%, igual a la observada a comienzos de 2011.

La información más reciente sugiere que en el primer trimestre de 2012 la economía colombiana crecería a un buen ritmo, pero menor al registrado a finales del año pasado. Con cifras a febrero, el comportamiento tanto de la producción nacional de los bienes de capital como el de las importaciones de estos mismos en dólares indica que la inversión podría desacelerarse. De igual forma, la baja cosecha cafetera y la menor producción de petróleo debido a problemas de orden público sugieren que las exportaciones crecerían a menor ritmo en el trimestre.

En cuanto al consumo privado, los datos disponibles a comienzos de año apuntan a que su desempeño podría ser similar al observado a finales de 2011. En enero y febrero las ventas minoristas en pesos y las importaciones de bienes de consumo en dólares presentaron crecimientos anuales superiores a los registrados en el cuarto trimestre del año pasado. Algo similar señaló el buen comportamiento del mercado laboral: entre enero y marzo la tasa de desempleo volvió a descender y el empleo asalariado aumentó a una tasa promedio de 5%.

Los resultados del índice de confianza de los consumidores, medido por Fedesarrollo, confirma la elevada dinámica de los diferentes indicadores asociados al consumo privado. Pese a que en febrero y marzo de 2012 se dieron algunas caídas en el índice de confianza, su promedio fue superior al observado en el último trimestre de 2011, con unos que niveles que se pueden calificar como históricamente altos.

El consumo y la inversión siguen apoyados por un crédito que crece a tasas reales altas, especialmente el dirigido a los hogares. Entre enero y marzo la cartera de consumo, y en menor medida la hipotecaria, aumentaron a tasas reales elevadas, similares a las observadas a finales del año pasado. La cartera comercial se desaceleró, pero continúa con una dinámica muy superior a la expansión del PIB. Todas estas modalidades de crédito se han dado a unas tasas de interés reales menores que los promedios calculados desde 2000 (exceptuando tarjetas de crédito).

En cuanto al panorama externo, las perspectivas sobre el crecimiento global para 2012 mejoraron, aunque los riesgos de una fuerte desaceleración mundial se mantienen latentes, en especial por la situación en Europa. En dicho continente la información disponible indica que en el primer trimestre un buen número de países continuó en recesión, aunque menos profunda que la contracción registrada entre 2008 y 2009.

En los Estados Unidos los indicadores de actividad real para los primeros tres meses del año muestran que la economía ha seguido expandiéndose a un ritmo moderado y mejor al esperado, gracias al mayor dinamismo del consumo y de su actividad industrial. Pese a ello, las cifras de marzo y abril de su mercado laboral mostraron de nuevo síntomas de debilidad. Además, la información reciente sobre ventas de viviendas nuevas y usadas no sugiere una pronta recuperación del sector. En relación con las economías en desarrollo, durante el primer trimestre de 2012 el PIB de China se desaceleró según lo previsto, y en el resto de las economías de Asia emergente se registraron algunos repuntes en la actividad industrial y en las exportaciones. Los principales países de América Latina han seguido creciendo a una tasa algo menor a la de su potencial y las primas de riesgo descendieron como consecuencia del buen momento por el que pasa la región. Todo esto podría indicar que los efectos de la contracción de la zona del euro sobre las economías emergentes son todavía limitados.

Con respecto a los precios internacionales, entre diciembre de 2011 y marzo del presente año las tensiones geopolíticas en Oriente Medio y el Norte de África incrementaron las cotizaciones del petróleo a niveles elevados. Sin embargo, a mediados de abril estas tensiones cedieron un poco y permitieron un descenso en dichas cotizaciones. Los precios internacionales de los alimentos, aunque presentaron algunos aumentos en enero, debido a fenómenos climáticos, no han evidenciado una tendencia alcista como en 2011, hecho que alivia las presiones inflacionarias.

Con este contexto de crecimiento e inflación, los bancos centrales de las principales economías desarrolladas mantienen una política monetaria laxa. Las perspectivas actuales y los anuncios de las autoridades monetarias sugieren que sus tasas de interés continuarán bajas por un buen tiempo, mientras la inflación lo permita. En las economías emergentes la mayoría de bancos centrales han mantenido inalteradas sus tasas de intervención, con algunas excepciones como en Brasil e India, donde las autoridades las disminuyeron.

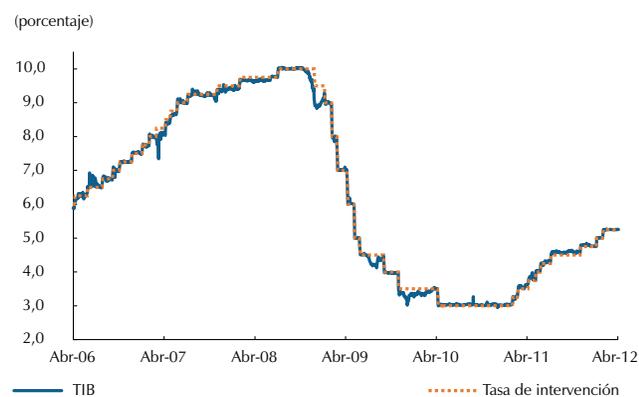
En resumen, es probable que en el presente año el incremento en la demanda externa de nuestros principales socios comerciales sea positivo, pero menor al observado en 2011; los términos de intercambio pueden conservar niveles altos que estimulan el ingreso nacional; las tasas de interés internacionales continuarían en niveles bajos, y las primas de riesgo mundial, que en el caso de Colombia se encuentra en mínimos históricos, seguirían siendo afectadas por los acontecimientos en Europa.

Con este panorama interno y externo el equipo técnico estima que en el primer trimestre del presente año el crecimiento anual de la economía colombiana estará en un rango entre 4,5% y 5,9%. Para todo 2012 el intervalo se mantuvo entre 4% y 6%. Las proyecciones de brecha de producto indican que esta seguiría en terreno positivo en 2012 y 2013.

A lo largo del primer trimestre el mayor riesgo de los pronósticos centrales de crecimiento era y sigue siendo un ajuste desordenado en Europa. De materializarse

dicho riesgo, la economía mundial crecería considerablemente menos de lo esperado, los precios internacionales de los bienes básicos podrían caer y la aversión global al riesgo exacerbarse, todo lo cual afectaría adversamente la economía colombiana. Además, las tensiones políticas en Medio Oriente podrían llevar a incrementos en el precio del petróleo que, aunque inicialmente elevan los ingresos de exportaciones colombianas, pueden afectar negativamente el crecimiento mundial. Por su parte, el principal riesgo sobre la inflación proviene de expansiones excesivas en la demanda o aumentos en los costos superiores a los previstos, con efectos fuertes y perdurables sobre las expectativas y la credibilidad de la política monetaria. En un horizonte de tiempo más largo, una expansión excesiva del crédito o del precio de algunos activos puede ser fuente de desequilibrios financieros, con consecuencias negativas sobre la sostenibilidad del crecimiento del producto y el empleo.

Gráfico B  
Tasa de intervención y TIB



Fuente: Banco de la República.

De acuerdo con la evaluación del balance de estos riesgos, la Junta Directiva decidió realizar dos incrementos de 25 pb en la tasa de interés de referencia en enero y febrero del 2012. Con ello la tasa repo de expansión a un día pasó de 4,75% en diciembre de 2011 a 5,25% en febrero. En las reuniones de marzo y abril no modificó ese último nivel (Gráfico B).

Adicionalmente, en la reunión de febrero de 2012 la Junta decidió extender el programa de compras diarias de dólares por montos mínimos de US\$20 millones al menos hasta el 4 de agosto del mismo año, y en la de abril decidió extender el programa hasta el 2 de noviembre.

La Junta seguirá haciendo un cuidadoso monitoreo de la situación internacional, del comportamiento y proyecciones de la inflación, el crecimiento, el comportamiento de los mercados de activos y reitera que la política monetaria dependerá de la nueva información disponible.

**José Darío Uribe Escobar**  
**Gerente General**  
**Banco de la República**