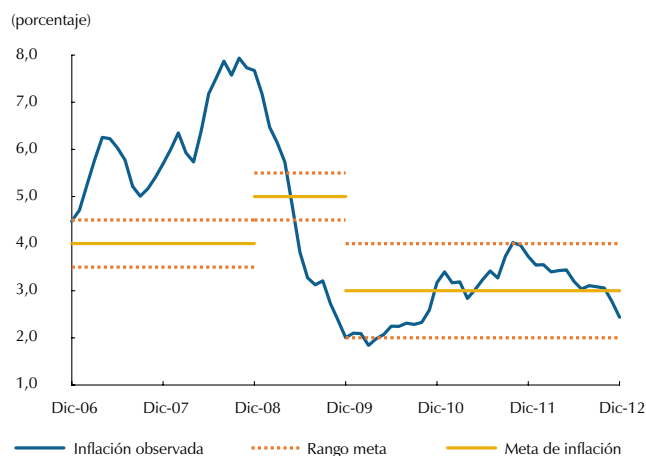


EVOLUCIÓN DE LA SITUACIÓN INFLACIONARIA Y DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA

En 2012 la inflación anual finalizó en 2,4%, cifra inferior a la meta de largo plazo (3%) y situada dentro del rango objetivo establecido para el año (entre 2% y 4%) (Gráfico A). Los resultados de inflación del último trimestre fueron menores que los esperados tanto por el promedio del mercado como por el equipo técnico del Banco de la República. Esta desaceleración en la inflación se explicó principalmente por el menor ritmo de aumento del índice de precios al consumidor (IPC) de los alimentos y el de regulados.

La tendencia decreciente en la variación anual del IPC de alimentos se viene presentando desde octubre de 2011, cuando se alcanzó el máximo registro de la presente década. Después del fenómeno de La Niña registrado en 2011, la normalización del clima contribuyó a incrementar la oferta de alimentos y explicó gran parte de las variaciones anuales negativas observadas en los alimentos no procesados. De igual forma, los menores precios internacionales de algunos bienes básicos agrícolas importados por Colombia se trasladaron a los precios internos, lo que también ayudó a reducir el ritmo de aumento de los alimentos. Así, en diciembre de 2012 la variación anual del IPC de alimentos fue 1,7%, cifra inferior en 194 puntos básicos (pb) que la registrada un trimestre atrás.

Gráfico A
Inflación total al consumidor



Fuentes: DANE; Banco de la República.

El cambio anual del IPC sin alimentos y las otras medidas de inflación básica también se redujeron en el trimestre. En diciembre el promedio de estas medidas se ubicó en 2,80%, cifra inferior a la meta de largo plazo y menor en 36 pb que el registro de septiembre. En el caso de los regulados, en el último trimestre de 2012 la menor dinámica de precios se originó en el gas, la energía, en los combustibles y en el transporte

público. La estabilidad en los precios internacionales del petróleo con respecto al mismo período de 2011 y la apreciación del peso contribuyeron a la desaceleración registrada en el grupo de regulados. Adicionalmente, algunos gobiernos locales decretaron reducciones en las tarifas del transporte urbano y de otros servicios públicos las cuales no fueron previstas.

Dentro del IPC sin alimentos ni regulados, en diciembre los transables aumentaron 0,77% anual y los no transables 3,92% anual. En el primer caso la apreciación del peso, unida a las menores presiones inflacionarias de origen externo, explican el bajo crecimiento anual en los precios de los bienes transables. Por su parte, la dinámica de los bienes no transables continúa siendo liderada por los arriendos, los cuales se han ajustado a tasas cercanas al techo del rango objetivo.

Las anteriores tendencias de los precios al consumidor, junto con las escasas presiones inflacionarias originadas en la demanda y en los costos salariales, contribuyeron a reducir las expectativas de inflación a todos los plazos. Tanto la encuesta aplicada a los analistas económicos como los cálculos realizados con los títulos de deuda pública sugieren unas expectativas de inflación inferiores a 3%.

Los pronósticos de inflación para 2013 también disminuyeron, con una senda central que se estima sea creciente, pero inferior a 3%. En estas proyecciones el IPC de alimentos y de regulados se aceleraría a tasas anuales cercanas a la meta de largo plazo. Los no transables sin alimentos ni regulados disminuirían su ritmo de aumento, en parte por las pocas presiones de demanda y por unos precios indexados que se ajustarían con la baja inflación registrada el año pasado. La variación anual de los precios de bienes transables no registraría cambios importantes.

En cuanto a la demanda externa, el bajo crecimiento mundial del cuarto trimestre de 2012 fue similar a lo esperado en el *Informe sobre Inflación* de septiembre. Este débil comportamiento ha desestimulado el comercio internacional, afectando de manera negativa las exportaciones y la producción industrial en todo el mundo, incluido Colombia. Los precios internacionales del petróleo se mantienen altos, mientras que los del café y del carbón han descendido. De esta forma, la tendencia ascendente que llevaban los términos de intercambio hasta 2011 se interrumpió en 2012, cuando permanecieron relativamente estables.

En 2013 las medidas adoptadas por las autoridades europeas y las mejoras en las condiciones financieras han reducido la probabilidad de que se presente una fuerte recesión en la zona del euro. Estados Unidos podría crecer menos que en 2012. Los países emergentes volverán a liderar la economía mundial, con aumentos de su producto interno bruto (PIB) similares al de su potencial. De esta forma, es probable que la actividad económica de los socios comerciales de Colombia siga débil, con una expansión promedio cercana a la observada en 2012.

El bajo crecimiento mundial y las pocas presiones inflacionarias globales sugieren que las tasas de interés internacionales continuarían bajas. Los términos de intercambio de Colombia podrían ser algo menores al promedio observado en 2012,

como consecuencia de un crecimiento mundial muy moderado. Así, es factible que el ingreso nacional siga sustentado en unos términos de intercambio altos, pero menores a los observados el año pasado.

En el contexto interno, en el tercer trimestre de 2012 la economía colombiana cayó 0,7% frente al segundo trimestre y creció 2,1% con respecto a un año atrás. Esta desaceleración en el crecimiento anual, explicada principalmente por un descenso en las obras civiles y en la construcción y edificaciones, fue mayor a la prevista. El aumento del consumo de los hogares (4%) se desaceleró según lo previsto. Las exportaciones disminuyeron su dinámica a un ritmo mayor que el de las importaciones.

Para el cuarto trimestre de 2012 la nueva información de crédito de consumo, de comercio al por menor y de confianza del consumidor sugiere que el gasto de los hogares habría crecido a una tasa algo menor que la observada en el tercer trimestre. La incertidumbre sobre el comportamiento de la inversión es elevada, en especial la del gasto en obras civiles, en construcción y en edificaciones. Las cifras de exportaciones en dólares sugieren que la desaceleración en estas ventas externas sería mayor que la de las importaciones.

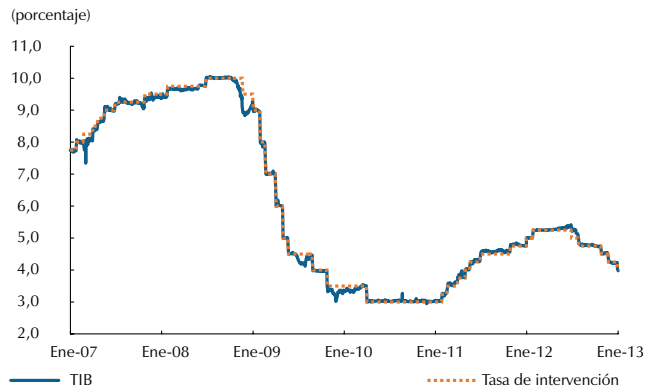
En noviembre el índice de producción industrial (IPI) cayó y las expectativas en el sector volvieron a deteriorarse. Las ventas de comercio al por menor crecieron a buen ritmo. En la minería los problemas de orden público y de transporte que afectaron el sector durante el tercer trimestre parecen haberse disipado a finales de 2012, con lo cual los niveles de producción de petróleo y de carbón se recuperaron.

Por todo lo anterior, el equipo técnico redujo el rango de crecimiento anual del PIB proyectado para 2012, a un intervalo entre 3,3% y 3,9%. En 2013 el crecimiento anual del PIB podría situarse en la parte superior de un rango estimado entre 2,5% y 4,5%. La incertidumbre sobre el comportamiento de la inversión en Colombia y sobre el tamaño de la recesión que podría registrarse en la zona del euro explica buena parte de la amplitud de los intervalos de pronóstico.

En conclusión, en el segundo semestre de 2012 la actividad económica se desaceleró más de lo esperado y la inflación observada y el promedio de las medidas de inflación básica terminaron el año con unas tasas inferiores a 3%. Para 2013 las proyecciones indican que en los primeros trimestres el PIB podría crecer a una tasa inferior a la de su potencial y se presentaría una brecha de producto negativa. Esta debilidad en la demanda y la desaceleración registrada en el crédito disminuyen, además, la probabilidad de que se conformen desbalances financieros. Todo ello, en un contexto de expectativas y proyecciones de inflación que se encuentran por debajo del 3%.

La Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) evaluó el anterior entorno económico y el balance de riesgos, y decidió reducir la tasa de interés de referencia, desde 4,75% en septiembre de 2012 a 4% en enero de 2013 (Gráfico B). Asimismo, la JDBR decidió continuar con el proceso de acumulación de reservas

Gráfico B
Tasa de interés de intervención del Banco de la República y
tasa de interés interbancaria (TIB)
 (2007-2013)^{a/}



a/ Las cifras corresponden a datos de días hábiles; el último dato corresponde al 31 de enero de 2013.
 Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

internacionales, en un entorno en el cual la probabilidad de desaliamiento cambiario es mayor que en el pasado, además en un contexto de desaceleración económica y una postura expansiva de la política monetaria. Estas compras acercarían algunos indicadores de reservas a niveles considerados internacionalmente como los más adecuados. Por estas razones, se extendió el programa de subastas diarias para la compra de divisas, acumulando al menos US\$3.000 millones (m) entre febrero y mayo de este año, con compras diarias no inferiores a US\$30 m. Esto representa un incremento en las compras promedio mensuales de US\$500 m, a una cifra no inferior a US\$750 m bajo este programa.

José Darío Uribe Escobar
 Gerente General
 Banco de la República