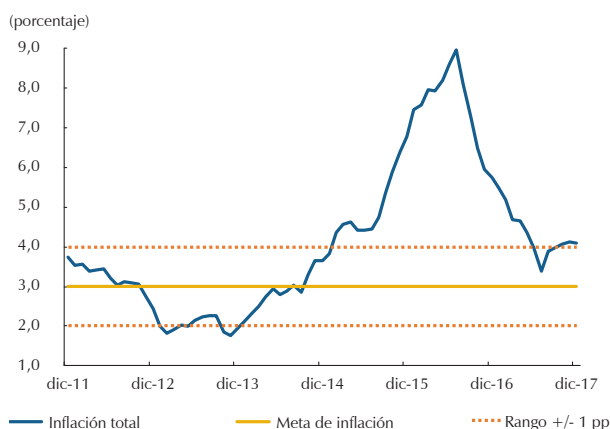


EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN Y DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA

Gráfico A
Inflación total al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

En el último bimestre de 2017 la inflación se incrementó algo más de lo esperado y finalizó el año en 4,09% (Gráfico A). Este comportamiento se explicó por la aceleración del índice de precios al consumidor (IPC) sin alimentos, cuya variación anual a diciembre se situó en 5,01%. Dentro de esta última canasta todos los grandes grupos (transables, no transables y regulados) registraron mayores ritmos de aumento y finalizaron el año con tasas anuales superiores a la meta del 3%.

Al igual que el IPC sin alimentos, las otras medidas de inflación básica también se aceleraron en los últimos dos meses de 2017. En lo corrido del año pasado hasta octubre, estas medidas habían registrado una tendencia descendente, aunque se mantenían por encima de

la meta como consecuencia de la indexación de precios, de la persistencia de la inflación y del efecto transitorio de los nuevos impuestos indirectos a comienzos del año pasado. El promedio de las cuatro medidas de inflación básica se alejó más de la meta y a diciembre se situó en 4,66%.

El pronóstico para marzo del equipo técnico del Banco sugiere que la inflación anual tendrá un descenso importante, aunque registraría una tasa algo mayor que la proyectada en el *Informe sobre Inflación* pasado. Según el nuevo pronóstico, en el primer trimestre de 2018 la inflación se situará alrededor del 3,6%, en lugar del 3,4% proyectado en octubre. Este aumento se explica, principalmente, por una cotización del petróleo que a la fecha se ha incrementado más que la apreciación registrada del peso, situación que de mantenerse presionaría al alza el IPC de regulados. También, por un incremento del salario mínimo muy superior a la meta de inflación, que ejercería presiones de costos laborales, particularmente en la producción de algunos bienes y servicios intensivos en mano de obra con este tipo de

remuneración (por ejemplo, comidas fuera del hogar, administración de edificios, servicios de aseo del hogar, etc).

Con respecto a las expectativas de inflación para 2018 y 2019, la encuesta aplicada a los analistas y las que resultan de los papeles de deuda pública presentaron leves aumentos y se sitúan en un rango entre 3,2% y 3,6%. La encuesta trimestral aplicada a empresas, sindicatos y académicos sugiere que en diciembre del presente y siguiente año la inflación podría ubicarse en 3,8%.

El anterior comportamiento de la inflación y de sus expectativas se registró junto con una débil dinámica de la economía y una brecha de producto negativa. El pronóstico de crecimiento del producto interno bruto (PIB) para todo 2017 (1,6%) no cambió y se mantuvo por debajo del crecimiento potencial de la economía. Según estas proyecciones, a finales de 2017 la demanda interna se habría desacelerado y su crecimiento habría sido menor que el del producto. En el mismo período la demanda externa habría jalonado el crecimiento debido al comportamiento favorable de las exportaciones.

Las cifras de la balanza de pagos también reflejan una economía que se está ajustando de forma ordenada. En el pasado trimestre las exportaciones en dólares se aceleraron, debido al aumento de las ventas externas de petróleo, carbón, y productos no tradicionales. El aumento anual de las importaciones habría sido negativo, en parte por una base alta de comparación y por la debilidad de la demanda interna. Al menor déficit de la balanza comercial se le adicionarían los mayores ingresos generados por el crecimiento importante de las remesas de los trabajadores. Con esto, el equipo técnico redujo desde 3,7% del PIB a 3,5% del PIB su estimación del déficit en la cuenta corriente para 2017, y proyecta que seguirá reduciéndose a 3,3% del PIB en 2018.

En el mercado del crédito las cifras a diciembre reflejaron una cartera real que se está recuperando de forma lenta, con una dinámica determinada en buena parte por el crédito comercial (incluye moneda extranjera, crédito directo externo y bonos). La cartera dirigida a los hogares se sigue desacelerando, pero aún registra altas tasas reales de aumento. Estos comportamientos se dan desde niveles históricamente altos de la deuda relativa al producto, tanto de los hogares como de las empresas.

Las reducciones en las tasas de interés de referencia estarían contribuyendo a la recuperación del crédito. Estas reducciones se han transmitido a las tasas de interés de los préstamos, principalmente a la de los comerciales e hipotecarias, y en menor medida a las de consumo. A diciembre y en términos reales la tasa de interés de política se encuentra por debajo de su promedio calculado desde el año 2000, al igual que las tasas reales de los créditos ordinarios, hipotecarios y de consumo (exceptuando tarjetas de crédito).

En el mercado laboral, en el trimestre móvil a noviembre la tasa de desempleo para las trece áreas metropolitanas aumentó y continuó con una tendencia creciente, comportamiento que completa más de un año. A pesar de este deterioro

en las cifras de desempleo, los indicadores de salarios de varios sectores de la economía se ajustaron a tasas superiores a la meta de inflación, hecho explicado en gran medida por su indexación a la alta inflación de finales de 2016 (5,75%). Es probable, y deseable, que en las negociaciones salariales de 2018 (distintas al mínimo) se tenga en cuenta la fuerte reducción registrada en la inflación pasada y esperada para el próximo futuro, mucho más cercana a nuestra meta de largo plazo de 3%. Adicionalmente, las estimaciones del equipo técnico del Banco indican que el mercado de trabajo está holgado, situación que contribuirá a mitigar las presiones de costos laborales sobre los precios.

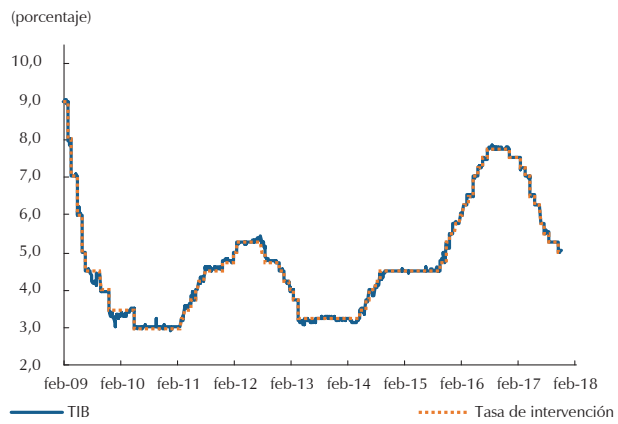
Con todo lo anterior, el equipo técnico mantuvo la proyección de crecimiento para 2018 en 2,7%. Además de la mayor demanda externa esperada y de la recuperación que se proyecta en los términos de intercambio, existen otras razones que sugieren que el desempeño del producto en el presente año será superior al registrado en 2017. En primer lugar, las reducciones de las tasas de interés de política realizadas hasta el momento y la menor inflación deberían soportar una mejor dinámica del crédito, de la inversión y del gasto de los hogares. Adicionalmente, en 2018 la inversión estaría impulsada por una mayor ejecución en las obras civiles (en especial las 4G) y es probable que, de mantenerse el precio del petróleo en niveles altos, la inversión extranjera directa dirigida a este sector se siga recuperando. De todos modos, la dinámica del PIB sería inferior al de su potencial de largo plazo (3,3%), con lo cual los excesos de capacidad instalada de la economía volverían a ampliarse.

Con respecto al comportamiento esperado de los precios al consumidor en 2018, varios factores deberían contribuir a la convergencia de la inflación a la meta del 3%. En primer lugar, si la oferta de alimentos se mantiene amplia, los precios de este grupo podrían seguir ajustándose con aumentos inferiores a la meta. Adicionalmente, en el segundo trimestre el efecto directo del impuesto al valor agregado (IVA) sobre la inflación anual debería haberse diluido totalmente. También, se espera que los precios más rígidos, al igual que los salarios distintos al mínimo, se indexen a una inflación más baja que la observada en los años anteriores. Asimismo, una brecha de producto más negativa y un mercado laboral más holgado deberían aportar a la desaceleración de la inflación.

En síntesis, en el último trimestre de 2017 la inflación total y básica se mantuvieron por encima de la meta. El pronóstico de inflación y sus expectativas indican que en 2018 la inflación tendrá un descenso importante, pero a un nivel que todavía superaría el 3%. En el mismo sentido, el mercado laboral se encuentra holgado y posiblemente contribuirá a mitigar las presiones de costos laborales sobre los precios. El pronóstico de crecimiento económico para 2017 y 2018 no cambió y sugiere que la brecha negativa del producto continuará ampliándose en el presente año.

Con el anterior escenario macroeconómico, en los pasados tres meses la Junta evaluó el balance de riesgos entre los mayores excesos de capacidad productiva junto con una recuperación esperada de la economía, y la velocidad de convergencia de la inflación a la meta. Al realizar esta evaluación, en noviembre de 2018 y

Gráfico B
 Tasa de interés de intervención del Banco de la República y
 tasa de interés interbancaria (TIB)
 (2009-2017)^{a/}



a/ Las cifras corresponden a datos de días hábiles; el último dato corresponde al 8 de febrero de 2018.
 Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

enero de 2019 la Junta decidió reducir la tasa de interés de referencia en 25 pb, para situarla en 4,5%. Con la información disponible, la Junta consideró que así se completa el ciclo de reducción de tasas (Gráfico B).

Juan José Echavarría
Gerente General