Evolución de la situación inflacionaria y decisiones de política monetaria

Entre junio de 2013 y el mismo mes de 2014 la economía colombiana mostró un buen desempeño, que contrastó con el bajo crecimiento registrado por las economías más grandes de la región y por otros países emergentes. En dicho período el producto de Colombia creció 5,5%, cifra superior al 3,2% observado en los cuatro trimestres anteriores.

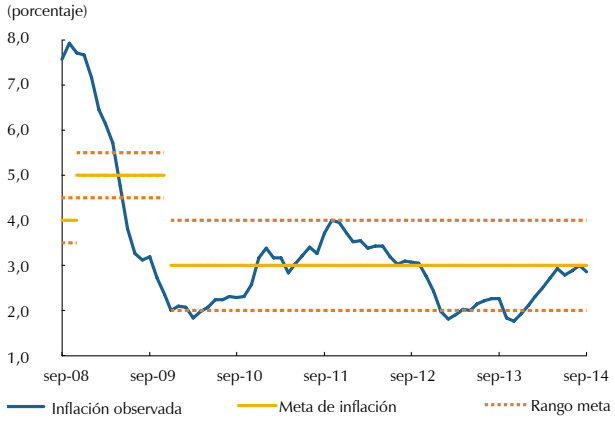
Varios factores explican el mejor comportamiento que ha tenido la economía colombiana frente a otros países de la región. En primer lugar, el estímulo de la política monetaria proporcionado mediante la reducción de la tasa de interés de referencia de 5,25% a 3,25% entre julio de 2012 y marzo de 2013. Lo anterior, en un entorno en el cual la inflación y sus expectativas permanecieron en niveles bajos y con excesos de capacidad instalada de la economía. Las bajas tasas reales de interés, junto con unos altos niveles de confianza, estimularon el consumo y la inversión privada.

En segundo lugar, el fuerte crecimiento de las obras civiles y de la construcción en edificaciones en el primer semestre de 2014, así como los aumentos en el gasto público, impulsaron la demanda interna en un contexto de debilidad de la demanda externa.

Por último, los precios internacionales del petróleo habían descendido, pero a un menor ritmo que el registrado por algunos productos básicos que exportan otras economías emergentes, y las cotizaciones del café se mantuvieron en niveles altos. Con ello, hasta la primera mitad del año el deterioro en los términos de intercambio de Colombia había sido menor que el registrado por otros países exportadores de bienes básicos. Adicionalmente, desde el segundo trimestre de 2014 los flujos externos de portafolio aumentaron de manera significativa, a raíz del rebalanceo de los índices de deuda soberana emergente de JP Morgan. Este mayor tipo de financiamiento externo, que se acentuó en el tercer trimestre, contribuyó a mantener la dinámica de la demanda interna.

En materia de precios, desde inicios de 2014 la inflación comenzó a presentar una convergencia hacia la meta de largo plazo (3%), a partir del bajo nivel registrado a

Gráfico A
Inflación total al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

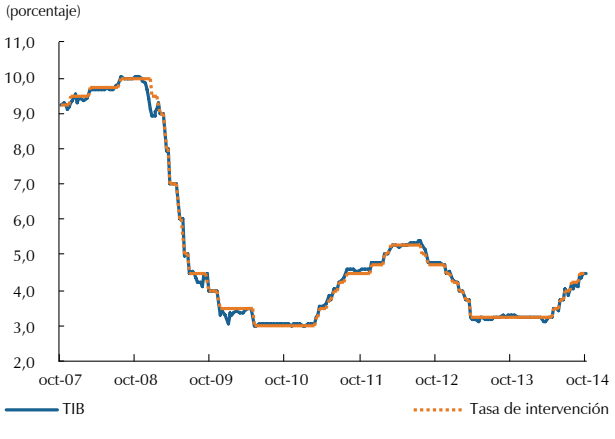
finales de 2013 (Gráfico A). Las diferentes medidas de inflación básica y las expectativas de incrementos de precios también presentaron similar comportamiento. Al tiempo, la economía continuó mostrando síntomas de fortalecimiento y se acercaba a su nivel de utilización de capacidad instalada de largo plazo.

En las circunstancias descritas, la Junta consideró apropiado moverse hacia una postura de política monetaria menos expansiva. Así, entre abril y agosto de 2014 incrementó de manera gradual la tasa de interés de referencia en 125 puntos básicos hasta situarla en 4,5% (Gráfico B).

Al finalizar el tercer trimestre la inflación se ubicó en 2,8% anual, de acuerdo con lo esperado por el equipo técnico. Las cuatro medidas de inflación básica disminuyeron y en septiembre su promedio se situó en 2,63%. El promedio de expectativas de inflación a un año de los analistas y las que surgen de los papeles de deuda pública a mayores plazos permanecen estables y algo por encima del 3%. Adicionalmente, las estimaciones sugieren que al finalizar el año la inflación podría situarse en la mitad superior del rango meta.

En cuanto al contexto externo, hacia finales del tercer trimestre de 2014 los indicadores de actividad global indicaban que el desempeño de la demanda externa era más débil de lo esperado. Así, las nuevas proyecciones del crecimiento promedio de nuestros socios comerciales para lo que resta de 2014 y para 2015 disminuyeron. Según estos pronósticos, la demanda externa estaría impulsada principalmente por la economía de los Estados Unidos, mientras que la zona del euro presentaría un bajo dinamismo. China tendría una leve desaceleración, y algunos países socios de la región seguirán creciendo a tasas menores que sus promedios de años recientes.

Gráfico B
Tasa de interés de intervención del Banco de la República y tasa de interés interbancaria (TIB)
(2007-2014)[a/]



a/ Las cifras corresponden a datos de días hábiles; el último dato corresponde al 10 de octubre de 2014.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

Por el lado interno, los nuevos indicadores de actividad económica del tercer trimestre de 2014 sugieren un crecimiento del PIB algo menor que el registrado en el primer semestre del presente año. El comportamiento de las ventas al por menor, del crédito de consumo, del índice de confianza del consumidor y del mercado laboral indican que el consumo mantendría una fuerte dinámica. El aumento de las compras externas de maquinaria y equipo de transporte, y la tendencia registrada por las obras civiles, permiten prever un buen desempeño de la inversión, aunque a tasas menores que las observadas en la primera mitad del

año. Los indicadores de comercio exterior sugieren que las exportaciones netas tendrían un aporte negativo al crecimiento.

En el tercer trimestre el crecimiento anual del crédito bancario continuó disminuyendo pero se expande a tasas anuales superiores al PIB nominal estimado para el presente año. La menor dinámica se ha presentado en los préstamos dirigidos a las empresas. En el mismo periodo, la desaceleración en los hipotecarios fue compensada por el leve repunte de la cartera de consumo y, con ello, el crecimiento del crédito a los hogares se mantuvo sin mayor cambio. Todo esto en un contexto de débil transmisión de los aumentos de la tasa de interés de referencia hacia las tasas de interés de los préstamos.

Con la nueva información de la actividad económica externa e interna, el equipo técnico proyecta un crecimiento económico para 2014 entre 4,5% y 5,5%, con 5% como cifra más probable. Hacia 2015 los riesgos se originan principalmente en el sector externo. En particular, existe incertidumbre sobre el comportamiento futuro de los precios del petróleo y sus efectos directos e indirectos sobre la economía colombiana, y por el desempeño de la economía europea. Adicionalmente, la normalización de la política monetaria en los Estados Unidos genera inquietud en los mercados.

No obstante, a futuro la recuperación de los Estados Unidos será un factor positivo, por ser nuestro principal socio comercial. A su vez, la tasa de cambio empieza a desempeñar un importante papel como amortiguador de los choques negativos provenientes del exterior. Finalmente, la credibilidad en la meta de inflación ofrece margen de maniobra a la política monetaria. En general, la tarea de la política económica será mantener la confianza en la economía colombiana, en un escenario incierto.

En resumen, la demanda interna continúa mostrando un fuerte crecimiento en un contexto cercano a la plena utilización de la capacidad productiva. Al tiempo, las expectativas de inflación se mantienen cerca del 3%. Lo anterior se presenta en un entorno de deterioro de los términos de intercambio y de creciente incertidumbre sobre la recuperación de la actividad económica mundial y sobre el costo del financiamiento externo, factores que pueden incidir en la demanda agregada y en la tasa de cambio.

Hecha la evaluación del balance de riesgos, en las reuniones de septiembre y octubre de 2014 la Junta Directiva consideró apropiado mantener inalterada la tasa de interés de referencia. Esta decisión se toma en un entorno de deterioro de los términos de intercambio y de creciente incertidumbre sobre la recuperación de la actividad económica mundial y el costo del financiamiento externo. Estos últimos factores pueden incidir en la demanda agregada y en la tasa de cambio.

José Darío Uribe
Gerente General