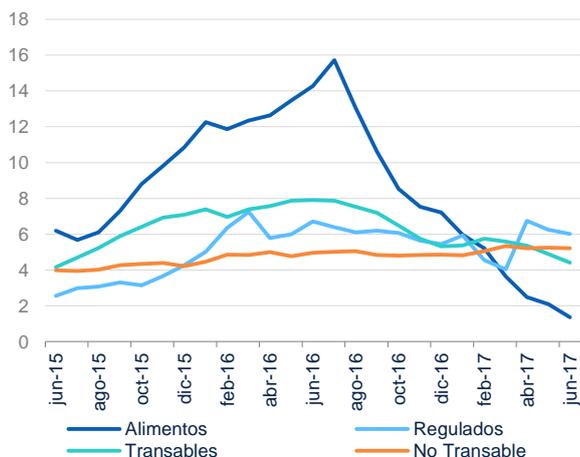


5. Inflación cede, superando los choques de oferta

Se diluyen los choques de oferta y la inflación total se desacelera; la inflación básica se mantiene ligeramente elevada

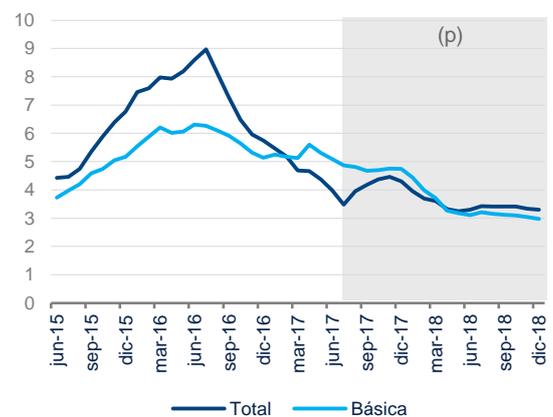
Los dos principales choques que elevaron la inflación en 2015 y 2016: el fenómeno de “El Niño” y la depreciación del tipo de cambio, este último producto del choque de términos de intercambio, continúan diluyéndose. El buen régimen de lluvias que ha tenido el país en 2017 ha permitido que la inflación de alimentos se haya corregido desde una tasa de 14,2% a una de 1,4% en el último año (Gráfico 5.1). El tipo de cambio en 2017, por su parte, se ha ubicado por debajo del promedio de 2016, reduciendo el costo de los productos importados y permitiendo así que la inflación de los productos transables también se haya desacelerado desde 7,9% a 4,4% en los últimos 12 meses. Es importante resaltar que esta desaceleración ha sido algo lenta debido al incremento del IVA de principios de año, tributo que recae principalmente en los productos transables.

Gráfico 5.1 Inflación por tipo de producto (%)



Fuente: DANE

Gráfico 5.2 Inflación total y básica (%)



Fuente: DANE, BBVA Research

Aunque la inflación total ha descendido cerca de 500pb desde su máximo del año pasado, existen algunos lunares que preocupan al Emisor sobre el comportamiento de algunos precios. El más importante está relacionado con la dinámica de la inflación del grupo no transable, la cual en un contexto de enfriamiento de la demanda debería desacelerarse. Sin embargo, la inflación de este grupo se ha acelerado a lo largo del año como consecuencia del alza en el precio que registran algunos servicios relacionados con la salud, la educación y en menor medida con los arriendos. Este comportamiento ha evitado un descenso más rápido de la inflación básica (Gráfico 5.2) y de acuerdo al Banco de la República puede representar un riesgo para la convergencia de la inflación a su meta de largo plazo. Sin embargo, en este frente se pueden esconder dos presiones muy diferentes. Por una parte, la economía colombiana aún enfrenta importantes sesgos de persistencia en la inflación, algunos incluso por construcción regulatoria como el ajuste permitido de los arriendos atado a la inflación causada, sólo para nombrar algunos. Pero

por otra, puede ser evidencia que la desaceleración de la actividad también afectó el crecimiento potencial y en esa línea los excesos de demanda esperados pueden ser menores a pesar del bajo (Recuadro 4.1). La respuesta de política en ambos casos sería diferente, mientras que la persistencia debería ser transitoria, eventualmente la desaceleración de la inflación ayudaría a la convergencia pero lo haría en un plazo más extendido. Para el segundo caso, la respuesta de política no podría ser laxa porque se corre el riesgo de inducir inflación por lo que el Banco Central se vería a actuar de manera cauta, buscando evidencias que la demanda en efecto se ha debilitado.

La inflación apoyada en la estabilidad del tipo de cambio convergería al rango meta en 2018 dando espacio para bajar tasas hasta el 4,5%

Esperamos que la tendencia a la baja en inflación continúe en 2017 y 2018 y se ubique al finalizar estos dos años en 4,3% y 3,2% respectivamente. En 2017, la inflación total seguirá retrocediendo a un ritmo más rápido que el de la básica, al menos hasta el registro de julio y en 2018 la inflación básica acelerará su descenso (Gráfico 5.2). Detrás de esta tendencia el tipo de cambio jugará un papel clave; en promedio, la divisa en 2017 y 2018 permanecerá relativamente estable en valores cercanos a 2980 pesos por dólar, asegurando que la variación del costo de los productos importados continúe disminuyendo. Esta tendencia se verá reforzada además por la debilidad de la demanda que esperamos para estos dos años.

Las sorpresas a la baja de la actividad del primer trimestre (el Banco de la República esperaba un crecimiento de 1,3%), una actividad económica que al igual que en 2016 seguirá creciendo en 2017 y 2018 por debajo de su potencial, y la tendencia a la baja que muestra la inflación, parecerían inclinar la balanza hacia una política monetaria más agresiva. Sin embargo, el lento descenso de la inflación básica y el comportamiento que muestra la inflación de la cesta no transable son contrapesos suficientes para que el emisor actúe cautelosamente. Su estrategia se centrará en seguir reduciendo su tasa, conforme retrocede la inflación, pero sin pasar la línea de la tasa neutral que en Colombia estimamos se ubica entre 1,5% y 2,0% real. En este contexto, el emisor bajaría su tasa hasta 5,25% en 2017 y hasta 4,50% en 2018. La pausa en las reducciones se justifica en el lento descenso de la inflación básica en 2017 que solo hasta los primeros meses de 2018 mostrará una corrección importante.