

LA ESTRATEGIA DE INFLACIÓN OBJETIVO EN COLOMBIA

OBJETIVOS

La política monetaria en Colombia se rige por un esquema de meta de inflación, en el cual el objetivo principal es alcanzar tasas bajas de inflación y buscar la estabilidad del crecimiento del producto alrededor de su tendencia de largo plazo. Por tanto, los objetivos de la política monetaria combinan la meta de estabilidad de precios con el máximo crecimiento sostenible del producto y del empleo; de esta manera, dicha política cumple con el mandato de la Constitución, y contribuye al bienestar de la población.

HORIZONTE E IMPLEMENTACIÓN

La Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) define metas cuantitativas de inflación para el año en curso y el siguiente. Las acciones de política de la JDBR están encaminadas a cumplir la meta de cada año y a situar la tasa de inflación alrededor de 3% en el largo plazo. La medida de inflación que se tiene en cuenta es la variación anual del índice de precios al consumidor (IPC).

PROCESO DE TOMA DE DECISIONES

Las decisiones de política monetaria se toman con base en el análisis del estado actual y de las perspectivas de la economía, y en la evaluación del pronóstico de inflación frente a las metas. Si la evaluación sugiere, con suficiente grado de confianza, que bajo las condiciones vigentes de la política monetaria la inflación se desviará de la meta en el horizonte de tiempo en el cual opera esta política, y que dicha desviación no se debe a choques transitorios, la JDBR procederá a modificar la postura de su política, principalmente mediante cambios en las tasas de interés de intervención (tasas de interés de las operaciones de liquidez de corto plazo del Banco de la República).

COMUNICACIÓN Y TRANSPARENCIA

Las decisiones de política monetaria se anuncian una vez concluida la reunión mensual de la JDBR mediante un comunicado de prensa que se publica inmediatamente en la página electrónica del Banco de la República: www.banrep.gov.co.

Los informes sobre inflación, publicados trimestralmente, buscan hacer transparentes las decisiones de la JDBR, y contribuir a la mayor comprensión y credibilidad de la política monetaria. Específicamente, los informes sobre inflación tienen los siguientes objetivos: i) comunicar al público la visión de la JDBR y de la Gerencia Técnica del Banco acerca de la evolución reciente y esperada de la inflación y de los factores que la determinan a corto y a mediano plazos; ii) explicar las implicaciones de los anteriores factores para el manejo de la política monetaria dentro del esquema de meta de inflación; iii) explicar el contexto y el análisis que sustentaron las decisiones de la política monetaria durante el trimestre, y iv) proveer información que contribuya a la formación de expectativas de los agentes económicos sobre la trayectoria futura de la inflación y del crecimiento del producto.

EVALUACIÓN DE LA SITUACIÓN INFLACIONARIA Y DECISIONES DE POLÍTICA

En diciembre de 2008 la variación anual del índice de precios al consumidor (IPC) se situó en 7,67%, cifra que superó tanto el rango meta de inflación del mismo año (entre 3,5% y 4,5%) como el registro de diciembre de 2007 (5,69%). De esta forma, se completaron dos años consecutivos en los cuales la inflación superó el rango objetivo fijado por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR).

El anterior comportamiento de los precios se dio en un contexto de diversos choques de oferta y demanda que afectaron la economía colombiana. En primer lugar, se presentaron aumentos significativos en los precios internacionales del petróleo y de otros productos básicos, tendencia que se revirtió especialmente en el último trimestre del año. Esta situación, además de generar presiones alcistas en los precios internos de los alimentos y combustibles, mantuvo elevadas las expectativas de inflación de los agentes y afectó el crecimiento económico del país.

Como lo revelan las cifras del PIB del tercer trimestre de 2008, las elevadas tasas de inflación se presentaron junto con una desaceleración de la demanda interna más pronunciada que la prevista a comienzos de dicho año. El comportamiento de este último rubro lo marcó la tendencia del consumo de los hogares, grupo que, hasta el tercer trimestre de 2008, presentó un crecimiento cercano a la tercera parte del registrado en el mismo periodo de 2007. La información disponible más reciente de la industria, comercio, construcción, y otros sectores, así como los indicadores de expectativas de actividad económica, revelan que el crecimiento continúa debilitándose y que 2008 podría terminar con un aumento del PIB real menor a 3,5%.

Las cifras de empleo en noviembre de 2008 también mostraron destrucción de puestos de trabajo, situación que se atenuó debido al aumento de los ocupados cuenta propia (empleo no asalariado). No obstante, este último rubro se viene desacelerando desde mediados de 2008. De este modo, la caída en el número de ocupados fue mayor que el descenso en la oferta laboral, situación que generó un aumento en la tasa de desempleo.

Pese a todo lo anterior, los grupos del IPC que pudieron haber sido más afectados por una demanda interna más débil (inflaciones básicas y no transables sin alimentos ni regulados) no dieron señales de ceder. Adicionalmente, la fuerte apreciación del peso presentada hasta octubre tampoco generó desaceleraciones significativas en los precios de los bienes al consumidor importados (transables sin alimentos ni regulados).

La crisis financiera internacional, y sus repercusiones sobre el crecimiento económico mundial, también fueron un choque importante recibido por la economía colombiana, el cual se dio con mayor intensidad en el último trimestre de 2008. Este fenómeno, además de disminuir la demanda externa por nuestros productos, generó un descenso en el precio internacional de los bienes básicos que exporta Colombia y una desaceleración en las remesas de los trabajadores, situación que ha afectado el ingreso disponible de los hogares. En 2009 la profundidad de la recesión mundial y su efecto sobre la inflación y el crecimiento económico en Colombia serán determinantes para fijar la política monetaria.

En el campo financiero el crédito total continuó aumentando a buen ritmo, a tasas cercanas a dos veces el aumento del PIB nominal. La mayor desaceleración en el aumento de la cartera se presentó en el crédito de consumo, pero desde niveles considerados como históricamente altos. Las carteras hipotecaria y comercial también mostraron una moderación en su crecimiento, pero a tasas más elevadas.

El anterior panorama venía antecedido de una política monetaria activa iniciada desde mediados de abril de 2006. Los 14 incrementos en las tasas de interés de referencia del Emisor realizados hasta diciembre de 2007 empezaron desde tasas reales bajas, como respuesta a presiones inflacionarias que podrían provenir de niveles de demanda agregada superiores a sus valores sostenibles de largo plazo.

El aumento en las expectativas de inflación y el contagio de la mayor inflación de alimentos y bienes regulados a otros grupos de la canasta familiar, motivaron a que en febrero y julio de 2008 se realizaran dos incrementos adicionales en las tasas de interés de referencia, desde un nivel de 9,5% hasta 10,0%. En los siguientes cuatro meses la tasa de expansión repo a un día permaneció estable. El cambio hacia una postura más relajada de la política monetaria se inició en octubre, cuando se redujeron los encajes requeridos sobre depósitos bancarios y se realizaron compras de TES con el propósito de ampliar los montos de liquidez suministrados a la economía. Ese cambio en la postura de la política se consolidó con las reducciones en las tasas de interés de intervención realizadas en diciembre de 2008 y enero de 2009, de 50 pb cada una.

Motivos del incumplimiento de la meta de inflación de 2008

La mayor parte (78%) de la aceleración anual de la inflación en 2008 fue explicada por el comportamiento de los alimentos, grupo que registró a lo largo de todo el año incrementos de precios superiores en más de dos veces al límite

superior del rango meta de inflación. Este fenómeno, que también fue uno de los principales motivos por los cuales se incumplió la meta de crecimiento de precios en la mayoría de países que tienen un esquema de inflación objetivo, afectó las expectativas de aumento de precios de los agentes y contribuyó a la activación de diversos mecanismos de indexación de precios que existen en nuestro país.

En el primer semestre de 2008 los aumentos en los precios de alimentos estuvieron asociados principalmente con el alza en la cotización internacional del petróleo y de sus sustitutos, los cuales generaron un incremento en los fletes, en los costos de producción agrícola y en el precio de algunos productos básicos (maíz, oleaginosas, caña de azúcar, entre otros) que se utilizan para generar biocombustibles. Para el segundo semestre, y con mayor énfasis en el último trimestre, la anterior tendencia se revirtió y se presentó un fuerte descenso en el precio internacional del petróleo y de otros bienes básicos agrícolas. Pese a ello, el IPC de alimentos en Colombia continuó registrando variaciones anuales elevadas. Factores como la depreciación del peso, que compensó en parte la caída en el precio internacional de los productos básicos; el paro de transporte y su repercusión en el aumento de los fletes; el ciclo de la oferta agrícola, y los cambios climáticos contribuyeron a explicar este último comportamiento.

El incremento de la inflación anual en 2008 también se explicó por la tendencia del IPC sin alimentos. Este último índice presentó hasta octubre aumentos continuos en su variación anual y sólo en los últimos dos meses de 2008 se desaceleró, terminando el año con un incremento superior al rango meta de inflación. Las otras dos medidas de inflación básica que calcula tradicionalmente el Banco (núcleo 20 e IPC sin alimentos primarios ni servicios públicos ni transporte) presentaron un comportamiento similar, aunque con aumentos anuales más elevados.

La totalidad de la aceleración del IPC sin alimentos en 2008 se explicó por el comportamiento de los precios del grupo de bienes y servicios regulados. En efecto, con excepción de diciembre, la variación anual de este último ítem mantuvo una tendencia ascendente en todos los meses, finalizando 2008 con una variación anual cercana a dos veces el límite superior del rango meta de inflación. Adicional al aumento en el precio de los combustibles (gasolina y gas) y su incidencia sobre el transporte, rubros como la energía, y en menor medida el acueducto, presionaron al alza los precios de esta canasta.

Los dos grupos restantes, transables y no transables sin alimentos ni regulados, terminaron 2008 con una variación anual similar a la registrada un año atrás. La fuerte revaluación del peso registrada hasta septiembre y la posterior depreciación observada en el último trimestre no generaron cambios importantes en los transables sin alimentos ni regulados, canasta que presentó en el transcurso del año variaciones anuales entre 2,0% y 2,5%.

Pese al debilitamiento de la demanda interna y a las acciones de la política monetaria, los bienes y servicios no transables sin alimentos ni regulados se mantuvieron en una franja (entre 5,0% y 5,5%) superior al rango meta de inflación. Las

altas expectativas de inflación, la persistencia inflacionaria y un efecto contagio debido al comportamiento de los grupos de alimentos y regulados pueden ser algunos de los factores que explicaron esta tendencia.

Decisiones de política monetaria entre octubre de 2008 y enero de 2009

En los últimos cuatro meses se presentaron algunos hechos tanto en la economía nacional como en la externa que motivaron un viraje en la postura de la política monetaria. En dicho periodo las decisiones de la JDBR estuvieron enmarcadas en un panorama macroeconómico que se puede describir como sigue:

- Una inflación elevada que finalizó en 2008 por encima del rango objetivo de incremento de precios y unos indicadores de inflación básica que no han dado señales de ceder. Por su parte, las expectativas de inflación a diferentes plazos se redujeron, pero todavía se mantienen en niveles algo superiores a 5%. Adicionalmente, las proyecciones del equipo técnico del Banco le asignan una alta probabilidad a que se presente una desaceleración significativa de la inflación a lo largo de 2009.
- Un sector externo más adverso tanto para la demanda de nuestras exportaciones como para el acceso al crédito externo. Los riesgos de una recesión profunda en los Estados Unidos y Europa se están materializando y diversos indicadores apuntan a una contracción económica en esos países más fuerte que la prevista en informes anteriores. El comercio internacional, principal motor de crecimiento de la presente década, se está contrayendo a un ritmo acelerado, por lo menos cuando se examinan cifras nominales de exportaciones e importaciones. El deterioro de la demanda mundial y la caída de precios de los productos básicos han venido acompañados de una rápida disminución de la inflación en economías desarrolladas y algunos países emergentes.
- Unas señales de desaceleración económica en varios países en desarrollo, acompañadas de una pérdida de valor de las monedas frente al dólar. Con datos a noviembre, indicadores como la producción industrial y las ventas al por menor muestran una contracción en Chile y México. Adicionalmente, la caída en los precios de los productos básicos ha disminuido los ingresos de países que son socios comerciales, y dependientes de las exportaciones de materias primas, como es el caso de Ecuador y Venezuela. De esta forma, si la recesión observada en varios países desarrollados continúa acentuándose durante 2009, el ingreso disponible de los hogares colombianos se vería afectado, se resentiría la demanda agregada y se podría dar un menor ritmo de ajuste de precios internos.
- Una actividad económica interna que continúa desacelerándose, lo cual podría llevar a que la brecha del producto se ubique en terreno negativo a lo largo de 2009. La debilidad en la demanda interna, especialmente la del

consumo, podría acentuarse si las condiciones externas continúan afectando el ingreso disponible de la economía o se resiente el mercado laboral.

- Un mercado financiero local que hasta el momento mantiene buenos fundamentales. El crédito, aunque desacelerándose, continúa creciendo a buen ritmo, con riesgos de cartera en niveles aceptables.

Ante este panorama macroeconómico la Junta tomó las siguientes decisiones:

- En octubre la JDBR redujo los porcentajes de encaje que deben hacer los bancos sobre sus depósitos y amplió el suministro de liquidez a través de la compra de TES en el mercado abierto por \$500.000 millones.
- En noviembre fijó la meta de inflación de 2009 en un rango entre 4,5% y 5,5%, con 5,0% como meta puntual para efectos legales. Así mismo, estableció en 4,0% el punto medio del rango meta de inflación para el año 2010.
- En cada una de las dos reuniones pasadas (19 de diciembre de 2008 y 30 de enero de 2009), redujo en 50 pb su tasa de interés de intervención. De esta forma, la tasa repo de expansión a un día se situó en 9,0%. La Junta también informó en su última reunión que hay condiciones para continuar con la reducción de la tasa de intervención y consolidar el cambio en la postura de la política monetaria.

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

Junta Directiva del Banco de la República