

PRESENTACIÓN, RESUMEN Y CONCLUSIONES

LA ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA

✕ En su reunión del 13 de octubre de 2000, la Junta Directiva del Banco de la República revisó la estrategia para la conducción de la política monetaria, introdujo algunas modificaciones a los parámetros de las variables más importantes en el proceso de decisión de la política y consideró conveniente precisar al público los criterios que guían dicho proceso.

✕ La política monetaria continuará teniendo como objetivo el logro de tasas de inflación coherentes con el mandato constitucional de garantizar la estabilidad de precios, en coordinación con una política macroeconómica general que propenda por el crecimiento del producto y el empleo. Se espera conseguir este objetivo mediante la definición de metas de inflación gradualmente decrecientes.

✕ Hasta ahora, para alcanzar dichas metas la Junta Directiva ha definido un programa monetario a partir de una trayectoria de la base monetaria que se considera congruente con el logro de las metas de inflación presentes y futuras, y con el resto del programa macroeconómico del Gobierno. Periódicamente la Junta ha analizado la situación monetaria e inflacionaria con base en los siguientes elementos:

- El examen del comportamiento del promedio móvil diario de orden 20 de la base monetaria respecto a un corredor de +/-3,0% alrededor de la trayectoria definida inicialmente.
- La identificación de cambios significativos del nivel y la composición de la base monetaria.
- La evaluación de un conjunto de indicadores y pronósticos de inflación y actividad económica.

✕ Con base en este análisis, se han tomado decisiones sobre las modificaciones de la postura de la política monetaria que se consideran necesarias. La explicación de estas decisiones, la exposición del proceso de análisis y la presentación de la información relevante en el mismo se han publicado en los informes sobre inflación trimestrales, los informes al Congreso de la República y comunicados de prensa mensuales.

✕ Conviene anotar que las decisiones de la Junta sobre la postura de su política no han respondido mecánicamente o exclusivamente a las desviaciones del promedio de la base monetaria respecto a su corredor. De hecho, en los últimos meses la Junta Directiva del Banco de la República ha

permitido tales desviaciones porque ha identificado cambios en la velocidad de circulación de la base monetaria que requieren un mayor crecimiento de este agregado sin poner en peligro el logro de las metas de inflación. Dichos cambios se relacionan con el impacto del impuesto a las transacciones financieras en la demanda de efectivo y de cuentas corrientes por parte del público, como se mencionó en el Informe al Congreso de julio pasado y en comunicados de prensa anteriores. Adicionalmente, las proyecciones de inflación y los indicadores de actividad real han sugerido que la postura reciente de la política monetaria era congruente con la meta de inflación.

✕ La revisión de la estrategia monetaria adoptada busca, en primer término, aclarar al público el proceso de decisión de política de la Junta, recalando que la evaluación de los indicadores y pronósticos de inflación y de otras variables económicas tiene tanta importancia como el examen del comportamiento de la base monetaria respecto a su trayectoria de referencia. De esta manera, se avanza en el proceso de incorporar elementos de un esquema de *Inflación Objetivo* en la estrategia monetaria de la Junta. En segundo término, introduce algunos cambios en el nivel y el promedio móvil de la trayectoria de referencia de la base monetaria.

✕ A continuación, se expone los principales elementos de la estrategia de política monetaria definida por la Junta:

✕ Las decisiones se seguirán tomando con base en los siguientes elementos:

- La meta de inflación.
- La evaluación del estado general de la economía, de las tendencias y perspectivas de la inflación y de la situación de desempleo.
- El seguimiento al comportamiento de la cantidad de dinero respecto a valores de referencia previamente definidos para ser conducentes al logro de la meta de inflación.

✕ Con el propósito de guiar la formación de las expectativas de inflación y tomando en cuenta la existencia de rezagos en los efectos de la política monetaria sobre los precios, las metas de inflación son multianuales. Para los años 2001 y 2002, la Junta ratifica las metas de 8,0% y 6,0%, respectivamente.

✕ La Junta, en su proceso interno de toma de decisiones, continuará realizando mensualmente una evaluación detallada de las presiones inflacionarias y de las perspectivas de la inflación. La evaluación se hará a partir de un informe realizado por el equipo técnico del Banco. Trimestralmente, se seguirá publicando un Informe sobre Inflación para que los mercados conozcan la percepción de la Junta sobre la probabilidad de cumplir la meta de inflación y evalúen la coherencia de las acciones de la Junta con el análisis técnico. Si la evaluación sugiere que bajo las condiciones vigentes de la política monetaria la inflación se desviará de la meta del año en curso o el siguiente, la Junta procederá a modificar la postura de su política.

✕ El comportamiento del dinero, en especial de la base monetaria y su composición, juega un papel importante en el proceso de toma de decisiones de la Junta. Por esta razón, se fijará un valor de referencia para la base monetaria, construido de manera coherente con la meta de inflación, la

proyección del crecimiento real del PIB y cambios previsibles en la velocidad de circulación. La Junta evaluará las presiones inflacionarias y analizará el comportamiento de la base monetaria respecto al valor de referencia. Bajo condiciones normales, desviaciones significativas de la base monetaria en relación con su valor de referencia señalan riesgos de no cumplir las metas de inflación.

✕ Al igual que en el pasado, el concepto de valor de referencia de la base monetaria no significa un compromiso del Banco de la República de corregir mecánicamente cualquier desviación de *corto plazo* de la base respecto a su valor de referencia. Teniendo en cuenta el aumento en la demanda de efectivo y cuentas corrientes, la Junta ha considerado desde hace varias semanas que, en lo que resta del año 2000, la línea de referencia de la base monetaria debe ser aproximadamente superior en 7,0% al centro del corredor de base monetaria definido a finales del año anterior. Cuando la base monetaria se desvíe significativamente y por un período de varias semanas de los valores de referencia, la Junta tomará medidas de política o explicará públicamente por qué no las toma. Esto último puede suceder cuando los indicadores y pronósticos de la inflación y otras variables económicas arrojen evidencia fuerte sobre el cumplimiento de las metas de inflación. Para un fácil seguimiento de este agregado en relación con la línea de referencia, el Banco publicará semanalmente la base observada y los promedios móviles de 45 y 20 días de la base observada y el valor de referencia. De manera rutinaria, la Junta evaluará los valores de referencia de la base monetaria y podrá modificarlos si existen sólidas razones técnicas para hacerlo, mientras no se comprometa el logro de las metas de inflación.

✕ Los cambios en la estrategia buscan darle una mayor transparencia al proceso de decisión de la Junta Directiva y facilitar el entendimiento de la política monetaria.

EVALUACIÓN SOBRE LA SITUACIÓN INFLACIONARIA EN SEPTIEMBRE DE 2000

✕ En la misma reunión del 13 de octubre de 2000, la Junta Directiva efectuó un análisis de la situación inflacionaria al mes de septiembre de este año, cuyos principales resultados se presentan a continuación:

✕ En septiembre, la inflación al consumidor, medida como la variación anual del Índice de Precios al Consumidor (IPC), fue de 9,2%, inferior en 0,5 puntos porcentuales a la registrada en junio de este año e inferior en 0,1 puntos porcentuales a la de septiembre de 1999. Este crecimiento anual del IPC es el menor para un septiembre desde 1971, y con éste se completaron 17 meses consecutivos con una inflación igual o menor que 10,0%.

✕ La inflación, año corrido, a septiembre alcanzó un crecimiento de 7,7%, inferior en 0,1 puntos porcentuales al registro del mismo período de 1999. Dentro de los rubros que más contribuyeron a la inflación trimestral sobresalen vehículos, acueducto, alcantarillado y aseo, taxi y combustibles. Estos cinco ítems explican cerca del 62,0% de la inflación del tercer trimestre. Al igual que en el primer semestre del año, durante el tercer trimestre el incremento del precio de la gasolina y la devaluación fueron los factores que más presionaron el alza de precios junto con el desmonte de los subsidios de los servicios públicos. Durante estos últimos tres meses los alimentos

dejaron de acelerar la inflación tal y como se había observado en buena parte del primer semestre y por el contrario contribuyeron a reducirla al presentar variaciones mensuales negativas o nulas en sus precios.

✕ En el año completo, el crecimiento de precios fue superior al promedio en el grupo transporte (17,2%), gastos varios (15,0%), salud (10,0%) y educación (9,4%). Por debajo del promedio de la inflación observada se situaron los grupos vestuario (2,9%), vivienda (5,8%) y alimentos (8,2%).

✕ En la clasificación alterna (transables y no transables) el hecho más sobresaliente en el tercer trimestre lo constituye la disminución de la variación anual de precios para el grupo de no transables, la cual pasó de 10,4% en junio a 9,6% en septiembre. Esta disminución se explica fundamentalmente por la menor variación registrada en los precios del subgrupo de bienes flexibles (tubérculos, hortalizas y frutas) en septiembre (13,3%) frente a lo observado tres meses atrás (25,5%) y obedece al muy buen desempeño de la oferta agrícola durante estos últimos tres meses. Respecto a los bienes transables, en septiembre la variación anual de precios fue de 9,9%, superior a la observada en junio (9,4%), lo que pone de presente la incidencia que ha tenido la devaluación en los precios al consumidor.

✕ La inflación básica medida como la tasa de crecimiento anual promedio de los cuatro indicadores calculados por el Banco de la República fue de 8,5%, al finalizar el tercer trimestre, disminuyendo 0,5 puntos porcentuales con respecto al registro de junio. Este descenso se explica por el menor crecimiento de la media truncada y la media asimétrica. La inflación núcleo registró un ligero incremento mientras el IPC sin alimentos permaneció estable. Cuando del promedio se excluye la media asimétrica para evitar la alta volatilidad que últimamente ha mostrado este indicador tal y como se explica en el capítulo I, la inflación básica así medida se sitúa en septiembre en 9,0%, superior en 0,1 puntos porcentuales a la de junio.

✕ La inflación anual del productor, medida como la variación anual del Índice de Precios del Productor (IPP) fue 12,9% al finalizar el tercer trimestre, superior dos puntos porcentuales a la registrada en septiembre de 1999 e inferior en 2,7 puntos porcentuales a la observada en junio de este año. La desaceleración de la inflación anual al productor durante el tercer trimestre obedeció esencialmente a la menor variación anual de precios de los bienes industriales y de los bienes de origen agropecuario y se dio a pesar de un importante repunte en los precios de la minería, debido al repunte en el precio de los combustibles.

✕ La proyección de la inflación básica promedio utilizando los cuatro indicadores para diciembre de 2000 es en la actualidad de 8,2%, inferior en 0,3 puntos porcentuales a la prevista con cifras a junio. Si se excluye la media asimétrica, el promedio proyectado a diciembre es de 8,7%, muy similar al pronóstico efectuado hace tres meses.

✕ Al finalizar el tercer trimestre, el promedio móvil de orden 20 de la base monetaria se situó 2,8% por encima del techo del corredor. Esto obedeció a que el crecimiento del saldo promedio del efectivo fue superior al crecimiento implícito contemplado en el límite superior del corredor de base. Como se señaló oportunamente en el Informe anterior y se confirma en este, el mayor crecimiento que han venido registrando los agregados monetarios más líquidos (Base y M1) ha

obedecido al incremento en la demanda del efectivo por diversos motivos, dentro de los que sobresalen el bajo nivel de las tasas de interés y la ampliación del impuesto del dos por mil. En razón de ello, este incremento no deberá afectar los precios a través de incrementos en la demanda agregada por encima de los inicialmente previstos.

✕ Para septiembre, las carteras nominal y real del sistema financiero continuaron contrayéndose a tasas similares a las observadas el trimestre anterior. La excepción dentro del sistema financiero sigue siendo la cartera de las entidades financieras privadas, excluidas las corporaciones de ahorro y vivienda (CAV) y los bancos hipotecarios, la cual continúa presentando crecimientos positivos del orden del 3,5%. Por otro lado, el indicador de cartera, resultante de sumar a la cartera bruta aquellos retiros efectuados por los intermediarios financieros de los balances en los últimos 18 meses, mostraba un crecimiento anual a agosto de 3,5% para el sistema financiero en conjunto. Finalmente, al término del tercer trimestre, las tasas de interés nominal y real fueron superiores a las observadas en junio. La tasa nominal pasiva promedio en septiembre fue de 12,9%, en tanto que la activa se situó en 28,9%. Frente a junio, los incrementos de estas tasas fueron de 0,9 y 5,0 puntos porcentuales respectivamente. En cuanto a las tasas reales, en septiembre la pasiva se situó en 3,4%, en tanto que la activa lo hizo en 18,1%. Estos valores son superiores en 0,8 y 3,4 puntos porcentuales, a los observados hace tres meses. Al finalizar el tercer trimestre, la tasa pasiva real continuó por debajo de su promedio histórico, en tanto que la tasa activa real se situó por encima de este nivel.

✕ Según se desprende del comportamiento de los diferentes indicadores del sector real, durante el tercer trimestre la economía continuó expandiéndose a un ritmo similar al que se observó en el segundo trimestre. En estos últimos meses el crecimiento ha seguido siendo liderado por el sector industrial y por las exportaciones menores, sin embargo, otros sectores como el comercio y algunos servicios también están dando muestras importantes de reactivación. De igual manera, el comportamiento reciente de los indicadores de pedidos y existencias de la industria y las favorables expectativas de los empresarios permiten ser optimistas respecto al crecimiento económico en los próximos meses. Los niveles actuales de las tasas de interés y las buenas perspectivas de crecimiento internacional apoyan esta apreciación. Gracias a la recuperación económica los diferentes indicadores de capacidad instalada han continuado repuntando y en la actualidad se encuentran cerca de sus niveles históricos promedio. A pesar de ello, los actuales niveles de producción siguen siendo inferiores a los observados con anterioridad a la recesión para la mayoría de las ramas, por lo que no se prevé que surjan presiones inflacionarias de demanda importantes en los próximos meses.

✕ La reducción en el ritmo de devaluación observado en las últimas semanas se ha reflejado en una disminución de los pronósticos de inflación para diciembre de este año y para el próximo, incrementando en principio la probabilidad de cumplir la meta del 8,0% en 2001. Aún así, la volatilidad de la tasa de cambio y el alto nivel de incertidumbre que encierran los pronósticos de inflación a más de un año, exige ser muy prudentes al ponderar los riesgos todavía existentes. Estos se centran aún en un posible repunte de los precios de los alimentos por factores cíclicos y en menor medida, en nuevos incrementos de los precios de los combustibles. De igual manera, si bien no es arriesgado prever para lo que resta del año estabilidad en el frente cambiario, la incertidumbre al respecto sigue siendo alta para el próximo año. Así mismo, no debe descartarse una eventual sorpresa por el lado de los precios de arrendamientos para 2001, en especial si se tiene en cuenta

que la crisis del sector de la construcción puede haber reducido de manera importante la oferta de inmuebles para arrendamiento. Por último, la evidencia empírica internacional y la de Colombia indican que las reformas a la estructura del IVA tienden a producir efectos favorables sobre la inflación en el largo plazo en la medida en que contribuyen al equilibrio fiscal, pero pueden tener efectos desfavorables sobre precios en el corto plazo.

✚ Dado el buen desempeño de los precios en el último mes, acorde con la meta de inflación del 10,0% para este año, la estabilidad que registra la inflación básica y la reducción en varios pronósticos de inflación e inflación básica para 2000 y 2001, la Junta ha decidido mantener su postura de política inalterada.

La Junta Directiva,

Presidente

Juan Manuel Santos Calderón

Ministro de Hacienda y Crédito Público

Directores

Sergio Clavijo Vergara

Luis Bernardo Flórez Enciso

Antonio Hernández Gamarra

Salomón Kalmanovitz Krauter

Leonardo Villar Gómez

Gerente General

Miguel Urrutia Montoya