

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 en el 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

Durante el primer trimestre la demanda interna continuó creciendo a un ritmo alto, similar al observado a finales de 2006. El contexto externo siguió favoreciendo un buen comportamiento de la demanda externa, entradas de capitales y niveles altos de términos de intercambio. Todos estos factores permiten esperar un buen crecimiento del producto interno bruto (PIB) en 2007 y presiones adicionales sobre la capacidad productiva de la economía.

Previendo la aparición de presiones inflacionarias de demanda, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) ha aumentado sus tasas de interés de intervención en 250 puntos básicos (pb) desde abril del año pasado. Al finalizar el primer trimestre, se observa una transmisión parcial del incremento de las tasas de interés del Banco a las tasas de captación y a algunas tasas de colocación del sistema financiero. El ritmo de crecimiento de la cartera se mantiene en niveles altos, aunque en los últimos meses ha tenido lugar cierta desaceleración. Se espera que en el segundo semestre del año sean más evidentes los efectos de los aumentos acumulados en las tasas de interés de intervención sobre el crédito, el crecimiento de la demanda agregada y el comportamiento de la inflación, en especial la de bienes y servicios no transables.

Durante el primer trimestre la inflación al consumidor aumentó más de lo previsto, principalmente por los ajustes en los precios de los alimentos y de algunos bienes y servicios regulados. Aunque parte de los incrementos recientes de los precios de los alimentos se devolverían en la segunda mitad del año, aumentaron los pronósticos de inflación para 2007 y se redujo la probabilidad de cumplir la meta de este año frente a la estimada en el Informe de Inflación de enero. Sin embargo, al final del año la inflación sin alimentos se situaría cerca del punto medio del rango meta (entre 3,5% y 4,5%).

SÍNTESIS DE LA SITUACIÓN INFLACIONARIA

En marzo la inflación anual al consumidor se situó en 5,8%, aumentando frente a la cifra observada a finales del año pasado (4,5%). Los resultados de la inflación en el último mes sorprendieron al mercado y superaron las previsiones efectuadas en los informes de inflación anteriores. Con respecto a las proyecciones del Banco, el grueso de los errores de pronóstico se concentró en alimentos. El comportamiento de la inflación sin alimentos estuvo dentro de lo previsto.

El aumento en la inflación es explicado, principalmente, por el comportamiento de los precios de los alimentos y regulados:

- El principal choque sufrido por la inflación en lo corrido del año ha provenído del fenómeno de El Niño y su efecto sobre los precios de los alimentos. Cerca del 45% de la aceleración de la inflación total en el primer trimestre y el 80% de la aceleración de la inflación de marzo está relacionada con este efecto.
- Los aumentos en los precios del petróleo y de los combustibles han impulsado al alza los precios internacionales de bienes agrícolas, debido a las mayores demandas para la producción de biocombustibles. Esto ha generado presiones alcistas sobre los precios internos desde mediados del año pasado, especialmente en los alimentos procesados, cuya inflación pasó de 5,8% en diciembre a 8,5% en marzo.
- Los precios de los alimentos, y en particular el precio de la carne, han sido significativamente afectados por el auge de las ventas a Venezuela, tanto legales como ilegales. Estas habrían aumentado a comienzos de año, coincidiendo con alzas elevadas en los precios y con reportes de escasez de alimentos en ese país.
- El aumento de la inflación de regulados en lo corrido del año está relacionado con el aumento en los precios de los combustibles en 2006 (10,4%) y su efecto sobre los precios del transporte, cuya inflación aumentó de 6,6% en diciembre a 7,7% en marzo.

El alza en la inflación de regulados es el principal factor que explica el aumento en la inflación sin alimentos de 3,9% en diciembre a 4,4% en marzo. La inflación sin alimentos ni regulados pasó de 3,4% a 3,8% en este período. Sin embargo, otros indicadores de inflación básica también aumentaron, y el promedio de los tres indicadores más utilizados (núcleo 20, índice de precios al consumidor (IPC) sin alimentos, e IPC sin alimentos primarios, transporte ni servicios públicos) se situó en 5,1% en marzo, frente a 4,5% en diciembre.

Dentro de la inflación sin alimentos ni regulados ha tenido lugar un repunte en la inflación de bienes y servicios no transables de 4,7% en diciembre a 4,9% en marzo. El aumento de la inflación de no transables desde septiembre de 2006 (cuando había llegado a 4,2%) y su distanciamiento de las metas de inflación, está probablemente asociado con el fuerte crecimiento de la demanda y la disminución de los excesos de capacidad productiva en la economía.

Con respecto a la evolución de los choques y su efecto sobre la inflación futura se puede prever lo siguiente:

- Las presiones inflacionarias sobre los alimentos derivadas del fenómeno de El Niño son transitorias y desaparecen en el segundo semestre del año. Las presiones inflacionarias provenientes de las exportaciones a Venezuela continuarían a lo largo del año. Las asociadas con los precios internacionales del petróleo y de los biocombustibles van a depender de la respuesta de la oferta mundial, a los altos precios que se han observado en productos como maíz, azúcar y aceites vegetales, entre otros. En conjunto, el pronóstico de inflación de alimentos para fin de año aumentó de 5,8% en el Informe trimestral anterior, a 6,5% en este Informe.
- Se espera que la inflación de regulados disminuya en el segundo semestre y que se sitúe en 6% en diciembre, similar al pronóstico del informe anterior.

- Dados los altos incrementos en los precios de los alimentos en lo corrido del año, en ausencia de choques importantes se prevé una reducción sustancial en la inflación anual de este rubro en 2008, al menos durante el primer semestre.

De otro lado, los principales factores que van a determinar el comportamiento de la inflación de transables y de no transables (excluyendo alimentos y regulados) en los próximos cuatro a ocho trimestres son: i) el dinamismo de la demanda agregada y la evolución de los excesos de capacidad productiva; ii) el comportamiento de las expectativas de inflación; iii) el comportamiento del tipo de cambio, y iv) el crecimiento de los salarios frente a aumentos en la productividad laboral:

- En 2006 la demanda interna (incluyendo variación de existencias) creció 9,9%, impulsada especialmente por la inversión en maquinaria y equipo. El crecimiento del consumo de los hogares se aceleró en el segundo semestre del año al pasar de 5,5% a 8,0%. Los pronósticos de crecimiento del PIB en 2007 se sitúan entre 5% y 6,5%, con un crecimiento de la demanda interna alrededor de 8% en el punto medio del rango de crecimiento del PIB (5,8%). Dentro de la demanda interna, el consumo de los hogares incrementaría aún más su ritmo de crecimiento.
- A pesar de los incrementos sustanciales en la inversión, diversas medidas de utilización de la capacidad productiva han mostrado niveles históricamente altos para la segunda mitad de 2006 y para lo corrido del año. Con base en el comportamiento de diferentes indicadores, se estima que han aumentado las presiones inflacionarias de demanda sobre la capacidad productiva y que dichas presiones tenderían a mantenerse en lo que resta del año. No obstante, en el segundo semestre del año comenzarían a hacerse más evidentes los efectos de los aumentos en las tasas de interés sobre el comportamiento de la demanda.
- Diferentes indicadores muestran que las expectativas de inflación se elevaron durante el primer trimestre, al tiempo con el repunte que ha tenido lugar en la inflación observada. Además, de acuerdo con los resultados de la Encuesta trimestral de expectativas del Banco, la credibilidad en el cumplimiento de la meta de inflación en 2007 es baja (26%), bastante menor a lo que se preveía a comienzos de año (85%).
- El pronóstico del tipo de cambio está sujeto a una alta incertidumbre; sin embargo, las tendencias de la balanza de pagos muestran mayores precios internacionales de productos básicos y mayores flujos de capital privados, principalmente inversión extranjera directa (IED), frente a los proyectados en el Informe trimestral de diciembre. En conjunto, estos factores generarían un tipo de cambio inferior, en promedio, al proyectado en el Informe de diciembre. De esta manera, a finales de año la inflación de transables disminuiría en algún grado, frente a su nivel actual.
- La información disponible de salarios y productividad sugiere que hasta el momento los incrementos en estas variables han estado alineados, lo cual implica una baja probabilidad de presiones inflacionarias de costos salariales. No obstante, estos resultados se deben interpretar con cautela, debido a que la productividad tiene un componente cíclico importante, y no hay indicadores disponibles para actividades económicas diferentes a la industria y al comercio. Para lo que resta del año, y teniendo en cuenta el crecimiento proyectado del PIB y su efecto sobre la demanda de

trabajo, se puede esperar un estrechamiento progresivo del mercado laboral, sin descartar la aparición de presiones inflacionarias de costos laborales en el mediano plazo.

La evolución de la inflación básica en los próximos trimestres también va a depender de los efectos de las políticas que han tenido lugar desde abril de 2006 y que, como se señaló, hasta abril de 2007 significaron un incremento de 250 pb en la tasa de interés de intervención. A este respecto, se observa una transmisión parcial de estos incrementos a las otras tasas de interés de la economía. Desde marzo de 2006, la DFT aumentó 156 pb, la tasa promedio de captación de CDT 178 pb, y las tasas de CTD a más de 360 días, en 230 pb o más. En el caso de las tasas de interés activas, las de corto plazo como la del crédito de tesorería o el crédito preferencial, aumentaron 200 pb o más.

A pesar de lo anterior, existen evidencias de que la transmisión de los incrementos de las tasas de intervención monetaria a las demás tasas de la economía y a la demanda de crédito, ha sido afectada por una recomposición del portafolio de los bancos desde inversiones en TES hacia cartera, y por un aumento en la preferencia por depósitos del sistema financiero, lo que tiende a aumentar los fondos disponibles para otorgar crédito en los bancos; esto en medio de una economía que continúa expandiéndose a un ritmo elevado, y que mantiene la confianza de los agentes para prestar y pedir prestado.

DECISIONES DE POLÍTICA

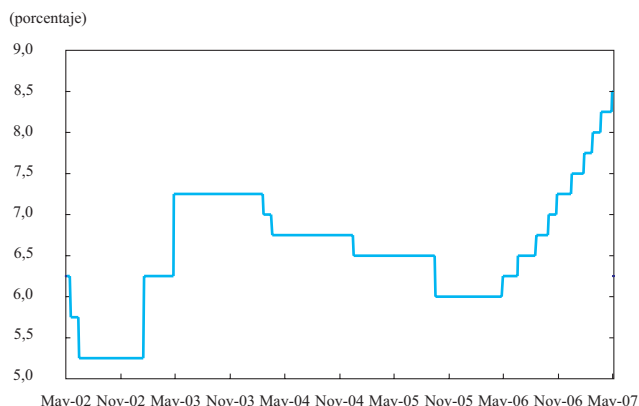
La información macroeconómica que se conoció para el primer trimestre confirmó la aceleración de la actividad económica y de la demanda agregada a partir del cuarto trimestre de 2006, aumentó las perspectivas de crecimiento económico para 2007 por encima de lo que se esperaba a principios de año, y mostró aumentos inesperados en la inflación.

Aunque la aceleración de la inflación se explica principalmente por factores de oferta y choques exógenos a la política, existe el riesgo de que estos choques se trasladen a mayores expectativas de inflación y a presiones adicionales de precios y de salarios. Esto puede ocurrir con mayor probabilidad, en tanto más prolongados sean los choques a lo largo del tiempo, como se prevé en el caso de las presiones inflacionarias derivadas de las exportaciones a Venezuela y, posiblemente, de los precios internacionales de algunos bienes agrícolas asociados con la producción de biocombustibles. En la medida en que las expectativas de inflación aumenten, es mayor el esfuerzo que debe hacer la política monetaria para mantener la convergencia de la inflación hacia su meta de largo plazo.

El otro riesgo que enfrenta actualmente la política monetaria es que tenga lugar una expansión excesiva de la demanda frente al crecimiento de la capacidad productiva. En este caso, la inflación de no transables podría aumentar aún más, comprometiendo la estabilidad de precios y dificultando la convergencia hacia la meta de largo plazo; también puede ocurrir una ampliación del déficit externo a niveles que amenacen la estabilidad macroeconómica futura.

Tomando en cuenta estos elementos y la evaluación del contexto macroeconómico descrito anteriormente, la JDBR decidió continuar la reducción del estímulo monetario a través del aumento en las tasas de interés de intervención. De esta manera, las tasas fueron incrementadas en 25 pb en cada ocasión, en

**TASA DE INTERÉS DE INTERVENCIÓN
SUBASTAS DE EXPANSIÓN**



Fuente: Banco de la República.

las reuniones de febrero, marzo y abril de 2007 (Gráfico). Con estos incrementos la tasa de interés base para las subastas de expansión se situó en 8.5% a finales de abril.

Durante los primeros cuatro meses del año la JDBR continuó con la intervención discrecional en el mercado cambiario, con el fin de moderar la apreciación del peso y sus efectos sobre a el sector productivo y la estabilidad macroeconómica. En aplicación de esta política, hasta abril el Banco de la República realizó compras de divisas por US\$4.527,4 millones (m) (Cuadro).

Con el propósito de aumentar la capacidad del Banco de la República para compensar los efectos monetarios de la intervención, la JDBR consideró oportuno activar las subastas de depósitos remunerados no constitutivos de encaje a siete y catorce días a partir del 2 de abril de 2007. Posteriormente se

**OPERACIONES DE COMPRAVENTA DE DIVISAS DEL BANCO DE LA REPÚBLICA
(MILLONES DE DÓLARES)**

Concepto	2006	2007				
	Acumulado Ene-Dic	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Acumulado Ene-Abr
Compras	1.780,5	1.001,6	1.022,9	1.836,7	666,2	4.527,4
Opciones put	583,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Para acumulación de reservas internacionales	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Para el control de la volatilidad	583,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Intervención discrecional	1.196,7	1.001,6	1.022,9	1.836,7	666,2	4.527,4
Ventas	1.944,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Opciones call	944,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Para el control de la volatilidad	944,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gobierno nacional	1.000,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Compras netas	(163,8)	1.001,6	1.022,9	1.836,7	666,2	4.527,4

Fuente: Banco de la República.

habilitaron también las subastas de depósitos a 30, 60 y 90 días. Se determinó que los montos de dichas subastas serían definidos de forma tal que las tasas de interés de corto plazo del mercado se mantengan en línea con las tasas de interés de intervención del Banco de la República. La tasa base para las subastas de contracción se fijó 10 pb por debajo de la tasa de expansión a un día.

Adicionalmente, se habilitó la captación ilimitada de recursos a siete días mediante depósitos remunerados no constitutivos de encaje en el Banco de la República a una tasa de interés “Lombarda de contracción” equivalente a la tasa base de la subasta de depósitos remunerados menos 100 puntos básicos. Hoy la tasa “Lombarda de contracción” es de 7,40%.

Al mismo tiempo, la JDDBR consideró necesario introducir medidas encaminadas a moderar el crecimiento del crédito y la demanda agregada, que actuaran de manera complementaria con el aumento en las tasas de interés. En particular, en su reunión de mayo 6 de 2007, se impuso un encaje marginal no remunerado sobre el monto de cada tipo de exigibilidades en moneda legal que exceda el nivel registrado el 7 de mayo, de acuerdo con los siguientes porcentajes:

- Para las cuentas corrientes y exigibilidades similares el 27%.
- Para los depósitos de ahorro y exigibilidades similares el 12,5%.
- Para los certificados de depósito a término menores a 18 meses y exigibilidades similares el 5%.

Por otra parte, con el fin de evitar que las mayores tasas de interés y los nuevos requerimientos de encaje induzcan la entrada de capitales de corto plazo, se reestableció el depósito al endeudamiento externo previsto en la Resolución Externa 8 de 2000. Este depósito se fijó en el 40% del valor del desembolso liquidado a la tasa representativa del mercado (TRM) de la fecha de su constitución. El término para la restitución del depósito es de seis meses.

Por último, se impuso un límite de 500% de su patrimonio técnico a la posición apalancada de las operaciones de derivados de los intermediarios del mercado cambiario. Este límite acota el riesgo de los intermediarios del mercado cambiario al reducir las posibilidades de apalancamiento para realizar operaciones de cobertura y complementa el establecimiento del depósito sobre el endeudamiento externo.

Junta Directiva del Banco de la República