

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

SÍNTESIS DE LA SITUACIÓN INFLACIONARIA

En el segundo trimestre de 2007 la inflación anual al consumidor retomó un tendencia decreciente, tal y como se tenía previsto. La cifra de junio fue 6,0%, similar a la observada en marzo y 22 puntos básicos (pb) por debajo del máximo alcanzado en abril. La inflación anual había aumentado de manera continua desde octubre de 2006 hasta abril del año en curso, impulsada, en buena parte, por alzas en los precios de los alimentos y por reajustes importantes en los precios de los combustibles y el transporte público. Sin embargo, y como se esperaba, algunas de estas presiones empezaron a ceder desde mayo, permitiendo la reducción de la inflación.

El quiebre en las tendencias a partir de mayo se observó igualmente en los diferentes indicadores de inflación básica, los cuales usualmente filtran choques transitorios de precios. Estos habían aumentado de manera casi continua desde mediados del año pasado, situándose por encima del techo del rango establecido por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) para el presente año. Para junio, sin embargo, la inflación sin alimentos, con un registro de 4,4% anual, retornó al rango meta.

La reducción de la inflación en los últimos meses obedeció a un comportamiento favorable en los precios de los alimentos perecederos, principalmente, y en menor medida a una moderación en los ajustes de precios de varios bienes transables. Adicionalmente, en los dos últimos meses los precios de algunos bienes y servicios regulados registraron ajustes relativamente bajos.

En el caso de los alimentos las tendencias recientes fueron anticipadas por la JDBR en varios comunicados e intervenciones, y son el resultado de la normalización de las condiciones climáticas que ha seguido a la presencia del fenómeno de El Niño a finales de 2006 y comienzos de 2007. En su momento este fenómeno produjo alzas fuertes pero transitorias, en los precios de la mayoría de alimentos perecederos que, en parte, explicaron el fuerte repunte de la inflación a marzo. Por su parte, la disminución de la inflación de transables entre marzo y junio está relacionada con el fortalecimiento del peso desde mediados del año pasado, aunque dada la magnitud de la apreciación (14,8% año corrido) la reacción de la inflación de transables a la tasa de cambio continúa siendo pequeña.

En general, el resultado de la inflación al mes de junio se ajustó al pronóstico presentado en el informe trimestral anterior. A pesar de ello, el nivel de la inflación total a junio continuó siendo alto, superando en

1,5 pb el techo del rango meta para 2007. Así mismo, la inflación anual del grupo de no transables sin alimentos ni regulados alcanzó 5,1%, por encima de los registros de marzo (4,9%) y diciembre (4,8%). Esto indica que parte de las presiones sobre precios identificadas en informes anteriores tuvieron efecto, y en algún grado podrían continuar en lo que resta del año. Los hechos que respaldan esta afirmación son los siguientes:

1. A pesar de la reducción de la inflación de alimentos, los precios de los procesados siguieron aumentando, principalmente por el incremento en el precio de la carne. En la actualidad persisten tres factores que podrían continuar presionando la inflación de alimentos: una demanda interna fuerte, un aumento de las exportaciones de alimentos hacia Venezuela, y los altos precios externos de los insumos para producir biocombustibles. Esto señala una mayor probabilidad de que el choque en los precios de alimentos que se presentó hasta marzo pudiera prolongarse durante el segundo semestre.
2. Si bien las expectativas de inflación para finales de año disminuyeron en los últimos meses a la par con el quiebre en las tendencias de precios, éstas continúan siendo altas (5% para fin de año) y se mantienen muy por encima de la meta de este año y del rango anunciado para fijar la meta en 2008 (entre 3% y 4%).
3. En los últimos meses se observó una fuerte reducción de la inflación del índice al productor, impulsada, sobre todo, por la apreciación acumulada del peso. No obstante, parece poco probable que esta disminución se refleje rápida y significativamente en el índice de precios al consumidor (IPC). En parte ello obedece a las importantes diferencias metodológicas y de cobertura que existen entre los dos índices. Éstas en buena medida se deben a que el índice de precios del productor (IPP) no incluye servicios, como sí sucede con el IPC, lo que hace que el componente de transables pese mucho más en la primera de estas canastas. De otra parte, existen indicios que muestran un incremento importante en los márgenes de comercialización en lo corrido del año. Este comportamiento, que estaría asociado con la mayor demanda interna y con la aceleración de la demanda de Venezuela, impediría que la reducción de la inflación al productor se traduzca plenamente en una menor inflación al consumidor, al menos mientras la demanda continúe con la dinámica actual.
4. El crecimiento económico ha superado las expectativas del mercado y del Banco de la República, y se encuentra por encima de su promedio histórico. Para el primer trimestre, el crecimiento fue de 8%, liderado nuevamente por la demanda interna (11%), incluido el consumo privado. La información disponible a junio sugiere que la economía mantuvo esta tendencia durante el segundo trimestre sin indicios claros de moderación, lo que ha obligado a aumentar el pronóstico de crecimiento para 2007 a una tasa similar a la observada el año pasado.
5. El pronóstico anterior se justifica porque buena parte de los factores que explicaron el crecimiento reciente siguen vigentes. Tal es el caso de las tasas de interés real, cuyos niveles aún son bajos en términos históricos; de la demanda externa, que continuó siendo muy dinámica; de unos términos de intercambio muy favorables, y del crédito, que siguió creciendo a tasas del orden del 30% nominal. A lo anterior se suma el incremento de los precios de activos como vivienda y acciones, el cual puede reforzar el crecimiento del gasto.

6. En el último mes se observó una aceleración de la transmisión de la tasa de interés de política hacia las tasas pasivas y activas del mercado. Pese a ello, el efecto sobre las tasas activas y pasivas reales en el período que va de abril de 2006 a junio de este año sigue siendo escaso, en particular para el crédito ordinario y de consumo. En los casos de las tasas reales para el crédito preferencial y de tesorería se ha observado un aumento más importante, que actualmente las ubica ligeramente por encima de sus promedios históricos. La DTF, por su parte, continúa por debajo de la tasa interbancaria (TIB), mostrando que la transmisión todavía es incompleta.
7. En cuanto al crédito, su crecimiento siguió siendo considerable en los diferentes segmentos, aunque en algunos de ellos como el ordinario y el del consumo se observó una leve desaceleración. El ritmo de expansión anual para estos dos tipos de cartera aún es alto: 44,2% para el crédito de consumo y 25,1% para el comercial. Igual sucede con el crecimiento mensual anualizado (excluyendo el componente estacional y el de ruido estadístico de las series), que también muestra una importante dinámica: 38% para el crédito de consumo y 18% para el ordinario. Este cálculo, que suele mostrar con mayor oportunidad posibles quiebres en las tendencias, sugiere que el crecimiento de algunos tipos de crédito sí se estaría atenuando, pero que esto sucede aún muy lentamente y desde niveles muy altos. Además, ello estaría siendo parcialmente compensado por la cartera hipotecaria la cual tendió a acelerarse durante el segundo trimestre.
8. La mayoría de indicadores sugiere que el crecimiento de la demanda agregada durante la primera mitad de año excedió la capacidad productiva de la economía. En abril y mayo todos los indicadores de utilización de capacidad instalada se encontraban en niveles históricamente altos pese a la elevada inversión en maquinaria y equipo realizada en los últimos dos años. De todas maneras, es necesario reconocer que la tendencia creciente que exhibían esos indicadores desde hace varios trimestres se interrumpió en los meses pasados y que incluso se observó una ligera disminución en algunos de ellos.
9. En vista del alza en los pronósticos de crecimiento, es posible que la demanda agregada continúe superando la capacidad productiva de la economía en lo que resta del año, y que incluso la brecha entre estas dos variables se amplíe un poco más.
10. Los datos disponibles sobre salarios y productividad sugieren que hasta el momento los movimientos de estas variables han continuado alineados. Sin embargo, en los últimos meses el crecimiento del empleo se ha acelerado en varios sectores como industria, comercio y construcción, sobretodo en las principales áreas urbanas del país.
11. Por último, el tipo de cambio sigue sujeto a una alta incertidumbre, quizá mayor que la que se tenía en el informe de marzo. Esto por cuenta del aumento en las expectativas de tasas de interés internacionales, asociado con un incremento reciente en la percepción de riesgo. A pesar de ello, las tendencias de la balanza de pagos muestran términos de intercambio más favorables que los contemplados anteriormente, un buen crecimiento de los socios comerciales y flujos de capital importantes, en especial por inversión extranjera directa. En conjunto, todos estos factores permiten esperar un tipo de cambio relativamente estable para lo que resta del año, y similar al que se preveía en el informe de marzo, por lo que no se espera que esta variable sea fuente de presiones inflacionarias.

DECISIONES DE POLÍTICA

En los cuatro primeros meses del año la JDBR había tomado medidas en varios frentes:

- Aumento de 75 pb en la tasas de interés de intervención, ubicándolas en 8,5% en abril.
- Activación de las subastas de depósitos remunerados no constitutivos de encaje a siete y catorce días a partir del 2 de abril. Posteriormente se habilitaron subastas de depósitos a 30, 60 y 90 días. De igual manera, se habilitó la captación ilimitada de recursos a siete días mediante depósitos no remunerados constitutivos de encaje en el Banco de la República.
- En la junta del 6 de mayo se impuso un encaje marginal no remunerado y diferenciado sobre cuentas corrientes y de ahorro, certificados de depósito a término menores a 18 meses y exigibilidades similares.
- Se restableció el depósito al endeudamiento externo privado previsto en la Resolución Externa 08 de 2000, fijándolo en el 40% del valor del desembolso liquidado a la tasa representativa del mercado (TRM) de la fecha de su constitución.
- Finalmente, se impuso un límite de 500% de su patrimonio técnico a la posición apalancada de las operaciones de derivados de los intermediarios del sistema financiero.

De igual manera, y complementando las medidas sobre encajes tomada en mayo, el 15 de junio la JDBR decidió unificar los encajes para las cuentas corrientes y de ahorro, reconociendo que en la actualidad dichos activos financieros tienen características de liquidez similares. Así, el encaje ordinario para estos depósitos se unificó en 8,3% y el encaje marginal en 27%. La fecha del 7 de mayo de 2007 que servía de base para el cálculo del encaje marginal no se cambió.

Entre enero y abril la JDBR continuó con la intervención discrecional en el mercado cambiario con el fin de moderar la apreciación del peso. Esta modalidad de intervención se suspendió a partir de mayo.

Como se explicó en su momento, todas las decisiones que acompañaron la subida de las tasas de interés tenían como propósito reforzar sus efectos. En particular, los depósitos remunerados no constitutivos de encaje aumentan la capacidad del Banco de la República para compensar los efectos monetarios de la intervención en el mercado cambiario. Las medidas sobre encaje están encaminadas a moderar el crecimiento del crédito y la demanda agregada, complementando directamente la tarea de las tasas. Las medidas sobre endeudamiento externo, por otro lado, buscan limitar la entrada de capitales de corto plazo.

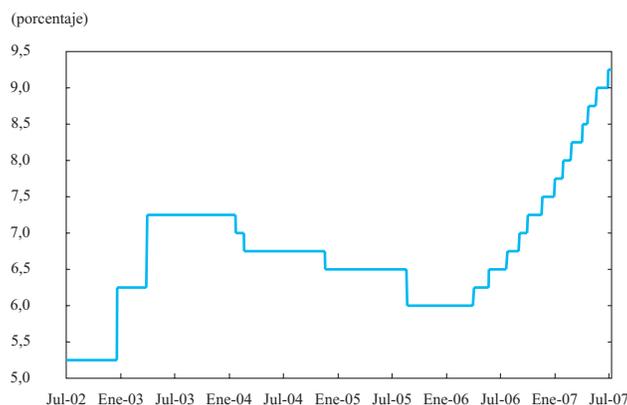
A partir de mayo las medidas señaladas empezaron a arrojar algunos resultados. Así, las entradas netas de capitales de corto plazo, que venían creciendo a un ritmo importante en los primeros cuatro meses del año, disminuyeron notoriamente con la adopción de las disposiciones sobre endeudamiento externo. Por otro lado, la transmisión de la tasa Repo del Banco hacia las tasas de mercado se aceleró en los últimos dos meses, a lo cual pueden haber contribuido las medidas sobre encaje marginal.

Teniendo en cuenta estos hechos y la persistencia de presiones inflacionarias en diversos frentes, la JDBR consideró que durante el segundo trimestre y hasta julio los riesgos que pesaban sobre la estabilidad de precios en el largo plazo continuaban siendo importantes, lo que ameritaba actuar para reforzar las medias tomadas anteriormente. En particular, se tuvo en cuenta que:

1. La inflación al consumidor se sitúa por encima de las metas establecidas.
2. La inflación de no transables siguió aumentando.
3. Los pronósticos de crecimiento han aumentado significativamente en los últimos meses.
4. La apreciación del tipo de cambio no se ha visto plenamente reflejada en la inflación de transables.
5. Hay una probabilidad no despreciable de que la inflación termine el año por encima del rango meta, según lo muestran los pronósticos del equipo técnico del Banco de la República presentados en este informe.

En vista de todo lo anterior, durante los últimos meses la JDBR juzgó conveniente continuar con la reducción del estímulo monetario a través del aumento de las tasas de intervención. Las tasas fueron incrementadas en 25 puntos básicos en tres oportunidades (mayo, junio y julio), con lo cual la tasa base para las subastas de expansión se situó en 9,25% a finales de julio (Gráfico).

TASA DE INTERÉS DE INTERVENCIÓN



Fuente: Banco de la República.

Desde mayo la JDBR no ha realizado intervenciones discrecionales en el mercado cambiario, así como tampoco efectuó compras ni ventas permanentes de TES. Sin embargo, en este período el Banco de la República realizó intervenciones para el control de la volatilidad en varias oportunidades, mediante opciones *put* y *call*, como ha sido usual en el pasado.

La JDBR considera que la normalización de las condiciones monetarias que viene adelantando desde el segundo trimestre de 2006 ya ha empezado a tener efectos sobre el crecimiento del crédito y los

agregados monetarios. De igual manera, se espera que el aumento de la tasa de Repos comience a sentirse con más fuerza sobre las tasas de mercado en los próximos meses, y que a ello también contribuya la recomposición que empieza a observarse en los activos de las entidades financieras en favor de los TES y otras inversiones de portafolio. Todo lo anterior debe permitir que la actividad económica, y en particular la demanda interna, crezcan a una tasa más sostenible que sea consistente con la meta de inflación de largo plazo (3%).

Junta Directiva del Banco de la República