

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

En junio de 2008 la inflación anual al consumidor aumentó de nuevo y se situó en 7,18%, 125 puntos básicos (pb) por encima de la observada un trimestre atrás, y 268 pb mayor que el límite superior del rango meta de inflación para el presente año (entre 3,5% y 4,5%). Como en meses anteriores, la aceleración de la inflación en el segundo trimestre se debió principalmente al comportamiento de los alimentos (11,98% en junio), registro que explicó el 89% de la inflación total.

La inflación anual sin alimentos (4,90%), que aumentó 23 pb durante el segundo trimestre, contribuyó con el restante 11% de la aceleración del índice de precios al consumidor (IPC) total. La dinámica de este grupo se explicó principalmente por el incremento de los precios de los bienes y servicios regulados, que pasaron de crecer anualmente 7,7% en marzo a 8,8% en junio. En menor medida, los precios de los no transables también contribuyeron a la aceleración de la inflación de esta clasificación, al aumentar 18 pb en el segundo trimestre y culminar junio con una variación a doce meses de 5,3%. Por su parte, en el mismo período, a pesar de la revaluación del peso, la variación anual de los precios de bienes transables sin alimentos ni regulados solo descendió 18 pb, y se situó en 2,2%.

En los últimos seis meses los tres indicadores de inflación básica, publicados tradicionalmente por el Banco, se incrementaron de manera lenta pero continua y, en junio, su promedio se ubicó en 5,05% (37 pb superiores a lo reportado un trimestre atrás). Un cuarto indicador, la inflación sin alimentos ni regulados, se mantuvo estable en un nivel ligeramente inferior al 4%.

Los anteriores registros, unidos a una inflación anual en lo corrido del primer semestre (que se situó en 6,0%), contribuyeron para que la totalidad de los encuestados trimestralmente por el Emisor no crean en el cumplimiento de la meta de inflación de 2008. Adicionalmente, las diferentes medidas de expectativas de inflación a un año siguen al alza, al ubicarse por encima de 5,5% hacia mediados de julio. En los últimos tres meses las expectativas de inflación a cinco y diez años resultantes de los papeles de deuda pública han aumentado, desde valores de 4,7% y 4,4%, respectivamente, a 6,3% y 6,1%, en el mismo orden.

En cuanto a los costos de producción de las empresas, éstos se han incrementado. A junio la inflación del productor medida, por el índice de precios al productor (IPP) total, continuó acelerándose, y se ubicó en 8,0%. Los resultados del último trimestre reflejan un elevado aumento en los precios de las materias primas tanto nacionales como importadas en el sector industrial. En particular, en junio la inflación de importados salió del terreno negativo en el que se encontraba desde hace un año, mientras que el IPP de producidos y consumidos sigue creciendo a altas tasas (9,6%). Con respecto a los salarios, los indicadores disponibles no muestran una tendencia homogénea por sectores. Mientras que a junio los salarios promedio de la construcción se aceleraban, registrando reajustes elevados, los crecimientos anuales de los salarios de la industria y del comercio se mantienen estables alrededor de tasas de 5,3% y 7,5%, respectivamente.

Por su parte, las tasas promedio nominales de interés de captación y colocación aumentaron levemente en junio, y se situaron, en su orden, en 9,7% (DTF) y 17,1% (metodología Banco de la República). Pese a lo anterior, estos niveles son similares a los registrados en abril pasado. En términos reales, la tasa promedio de crédito ha tenido un comportamiento decreciente desde octubre de 2007, interrumpido únicamente en abril del presente año, y cuyo actual nivel se encuentra por debajo del promedio histórico calculado desde 1986. Esta última tendencia se explica, principalmente, por el descenso en la tasa real de créditos ordinarios y, en menor medida, por una tasa de interés real de consumo más baja.

En cuanto al crecimiento económico, las cifras del aumento anual del producto interno bruto (PIB) del primer trimestre del presente año (4,1%) mostraron una desaceleración algo mayor que la esperada. Esta menor dinámica fue el resultado de diversos factores, tanto de oferta como de demanda, no todos ellos fáciles de cuantificar, y no necesariamente generados por el cambio en la postura de la política monetaria. Dentro de las principales causas que explican el anterior resultado, junto con otras por las cuales se puede esperar una desaceleración en 2008, se encuentran las siguientes:

- *Una base de comparación elevada y posiblemente no sostenible en el largo plazo.* En efecto, en los últimos tres años la economía colombiana experimentó un crecimiento económico promedio de 7%, cifra que no se registraba desde 1944 a 1946. En particular, un incremento del PIB como el presentado en 2007 (8,2%), sólo es comparable con los observados en 1978 (8,2%) y 1949 (8,7%). Cuando han aparecido estas tasas de crecimiento, es altamente probable que el año venidero el aumento del PIB sea inferior a su promedio histórico.
- *Choques de oferta.* En primer lugar, los mayores días festivos del primer trimestre de 2008 generaron menores crecimientos en sectores como el transporte, la industria y el sector exportador. Otro factor fue la huelga laboral en Cerromatoso, empresa que no operó en todo el mes de marzo. Por último, como ha sido costumbre en Colombia, cuando hay nuevas administraciones locales la ejecución de las obras civiles públicas se atrasa, debido al tiempo que requieren los alcaldes y gobernadores para planificar sus proyectos de infraestructura. Lo anterior, unido a una base de comparación elevada dada en el primer trimestre de 2007, contribuyó para que se observara una caída en las obras civiles de 25%.

Al excluir este último grupo del PIB, el crecimiento anual del primer trimestre de 2008 es de 5,1%.

- *El fuerte aumento en los precios de los alimentos y los combustibles.* Este hecho, que afecta el ingreso disponible de los hogares, genera una disminución en el gasto destinado a la compra de otros bienes y servicios y, por consiguiente, se produce una moderación del consumo total. Por otra parte, el incremento en las materias primas nacionales e importadas, de origen agrícola, petroleras y otras de procedencia minera, disminuye el margen de utilidad de las empresas, desincentiva la inversión y, por consiguiente, puede terminar generando aumentos presentes y futuros de los precios y un menor crecimiento económico.
- *Niveles elevados de consumo y una posible reducción en la oferta de crédito.* En efecto, la deuda de los hogares (consumo más vivienda como porcentaje del PIB), que presenta niveles elevados similares a los registrados en 1997, en esta ocasión se concentró en consumo. Así, si la cartera destinada a este último fin se sigue deteriorando, se puede presentar una disminución en la oferta de crédito, lo cual afectaría el ritmo de gasto de los hogares.
- Una menor demanda mundial, mayores tasas de interés internacionales y una apreciación del peso hacen prever una disminución en el ritmo de crecimiento de las ventas al exterior. Las nuevas cifras para los Estados Unidos sugieren una desaceleración de su economía no tan profunda (pero más duradera) así como expectativas de inflación crecientes, por lo cual se espera que la tasa de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) se incremente al menos una vez hacia el segundo semestre. En la zona del euro también se proyecta un menor crecimiento, acompañado por presiones inflacionarias, a las cuales el Banco Central Europeo reaccionó con un incremento de sus tasas de interés. En cuanto a las economías emergentes, Venezuela, que es importante socio comercial de nuestro país, en el presente año ha experimentado una fuerte desaceleración en su crecimiento económico, junto con aumentos considerables en su inflación. Por su parte, dado el repunte del IPC y presiones inflacionarias en países como China, Chile, Perú, Brasil, México y Turquía, sus bancos centrales elevaron sus tasas de interés.
- Por último, cabe esperar que el ajuste de la política monetaria iniciado en abril de 2006 contribuya a moderar el ritmo de aumento de la demanda, canal necesario para reducir las presiones inflacionarias y lograr alcanzar un crecimiento sostenible de largo plazo.

Según lo anterior, con información a junio el panorama macroeconómico se puede describir como sigue:

- Un crecimiento económico en el primer semestre del presente año que probablemente estará alrededor de la mitad del registrado en todo 2007. Esta desaceleración, mayor que la proyectada, se dio desde un nivel más elevado. De hecho, el crecimiento acumulado en los últimos tres años fue el registro más alto de los anteriores sesenta años.
- Una inflación elevada, que a la fecha supera las metas del presente año y que sigue influyendo sobre las expectativas del crecimiento de los precios para los agentes tanto en el corto como en el mediano plazos. Esto, sumado a un nivel nulo de credibilidad en la meta de inflación del presente año.

- Pronósticos de inflación de alimentos y regulados superiores a los estimados un trimestre atrás, hechos que pueden terminar contagiando los demás grupos de la canasta del IPC. De igual forma, unos indicadores de inflación básica que no han cedido en su incremento anual.
- Una mayor apreciación de la tasa de cambio, que podría implicar menores crecimientos de precios en los bienes transables. No obstante, en lo que va corrido de 2008 la apreciación no ha sido suficiente para compensar los incrementos en los precios internacionales de materias primas, tal como lo refleja el IPP.
- Tasas de interés reales activas y pasivas que descendieron y que se situaron por debajo de sus promedios históricos.
- Un contexto internacional más deteriorado con respecto al trimestre pasado, acompañado por términos de intercambio favorables y una tasa de interés mundial que se espera más alta a futuro.

En conclusión, las menores perspectivas de crecimiento para este año en Colombia y el mundo sugerirían que las tasas de interés de intervención no deberían modificarse. Sin embargo, el incremento en la inflación, las perspectivas de inflación para el próximo año y la importancia de anclar las expectativas a una senda de inflación en descenso indicaban que la tasa de interés de intervención debería ser incrementada. Una inflación baja y estable contribuye a maximizar el crecimiento de la economía en el largo plazo.

Con el anterior panorama, la Junta tomó dos decisiones de política monetaria:

- Con el objeto de reducir la vulnerabilidad de la economía ante choques externos, en la reunión de junio se determinó que a partir del día 20 del mismo mes se acumularían reservas internacionales por un monto diario de US\$20 m, a través de subastas de compra directa. Para compensar los efectos directos de esta intervención, entre otras medidas, la Junta modificó el régimen de encaje bancario, eliminando el marginal y aumentando el ordinario.
- En la reunión del 25 de julio de 2008 la Junta decidió incrementar su tasa de intervención de 9,75% a 10%, con el fin de anclar las expectativas de inflación con las metas de largo plazo y, en especial, ante el riesgo de los efectos colaterales de los precios internacionales de los alimentos y de los combustibles. Esta medida de política monetaria busca evitar que a futuro sea necesario tomar acciones más fuertes ante aumentos de precios y salarios por fuera de las metas establecidas por la autoridad monetaria.

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

Junta Directiva del Banco de la República