

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 diciembre la inflación anual al consumidor se situó en 4,48% (frente a 4,58% en septiembre), cifra que corresponde al punto medio del rango meta que se había fijado para el año. Aunque el aumento de la inflación de diciembre estaba dentro de lo previsto, sorprendió el repunte del índice de precios al consumidor (IPC) sin alimentos y de otros indicadores de inflación básica, cuyo promedio se ubicó en 4,51%.
- El incremento en la inflación sin alimentos fue explicado, en buena parte, por los bienes y servicios no transables sin alimentos ni regulados. Por su parte, la inflación de transables se mantuvo estable, comportándose acorde con la tendencia del tipo de cambio.
- Para el año completo la inflación al consumidor se redujo de 4,86% en 2005 a 4,48% en 2006, principalmente por el menor incremento en los precios de alimentos perecederos y de los bienes transables. En el caso de los transables la reducción obedeció a un ajuste de tarifas en los servicios de telefonía de larga distancia. La inflación de no transables sin alimentos ni regulados aumentó de 4,57% a 4,75%.
- El crecimiento del PIB de 7,7% en el tercer trimestre superó las expectativas. La aceleración se concentró en el PIB privado, que creció 8,7%. El aumento en un 9,7% de la demanda interna estuvo impulsado, básicamente, por el incremento del consumo de los hogares y por el buen dinamismo que continuó mostrando la inversión, especialmente en maquinaria y equipo (19,3% durante el trimestre) y en construcción y edificaciones (24,5%). Las exportaciones totales mantuvieron un buen comportamiento y se aceleraron en términos reales.
- En este informe se revisaron al alza los pronósticos de crecimiento económico para 2007. La demanda interna continuaría aumentando vigorosamente, con base en el dinamismo del consumo y de la inversión privada. También, se espera un incremento mayor del consumo público, frente al observado en 2006. De esta manera, el crecimiento económico en 2007 estaría en un rango entre 4,4% y 6,6%.
- Se espera que las condiciones externas continúen contribuyendo al buen desempeño de la economía colombiana en 2007: la demanda de nuestros socios comerciales sólo se desaceleraría

ligeramente (con respecto a 2006), y los términos de intercambio permanecerían en niveles altos, aunque menores a los observados en los últimos años. Adicionalmente, la percepción de riesgo en los mercados financieros se mantendría relativamente baja, gracias a la existencia de una liquidez amplia en el contexto internacional. En este escenario no se esperan incrementos en las tasas de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed).

- El crédito continúa expandiéndose a ritmos acelerados: la cartera del sistema financiero en moneda legal crece al 34,9% y la cartera de consumo al 48,3%. En parte, este comportamiento refleja un aumento en la oferta de crédito asociado con la recomposición de los portafolios de las entidades crediticias desde inversiones en TES hacia cartera, que entre marzo y diciembre de 2006 redujeron sus tenencias de TES en un monto cercano a los \$4,2 billones.
- Los ajustes en las tasas de interés del Banco (150 puntos básicos (pb) entre abril y diciembre) se han reflejado, de manera parcial, en las tasas de mercado. Las tasas de interés de CDT a diversos plazos aumentaron, en promedio, 87 pb en ese período. De otro lado, las tasas de interés activas han aumentado, en términos reales, en el caso del crédito preferencial y de Tesorería, pero las otras han disminuido (crédito ordinario, consumo y tarjeta).

DECISIONES DE POLÍTICA

- Los principales cambios con respecto al análisis de la situación inflacionaria en el Informe de septiembre fueron los siguientes:
 - Surgieron evidencias de una aceleración de la demanda agregada que aumentaron los pronósticos de crecimiento para 2006 y 2007.
 - La reducción que había tenido lugar en la inflación de no transables sin alimentos y sin regulados al finalizar el tercer trimestre se reversó, y terminó el año en 4,75%, por encima del nivel de 2005 (4,57%). También continuó aumentando el promedio de los indicadores de inflación básica: de 4,25% en septiembre, a 4,51% en diciembre.
 - Se acentuó la apreciación del peso, con lo cual la tasa de cambio pasó de \$2.400 por dólar en septiembre a \$2.238 a finales de diciembre.
 - La inflación para 2006 fue de 4,48%, ligeramente por debajo del pronóstico del Informe de septiembre (4,6%); de esta manera, se cumplió la meta de inflación del año en el punto medio del rango que se había fijado (entre 4% y 5%).
- En conjunto, los anteriores elementos implican un mayor riesgo de presiones inflacionarias frente a las consideradas en el Informe de septiembre, por las siguientes razones:
 - No se espera una desaceleración significativa del crecimiento de la demanda agregada en los próximos trimestres. Las condiciones externas continúan siendo favorables, las tasas

de interés reales internas todavía son bajas en términos históricos, y el crédito sigue creciendo a ritmos altos, especialmente el de consumo.

- Aunque el cálculo del *nivel de utilización* de la capacidad instalada está sujeto a un alto grado de incertidumbre, diversas metodologías sugieren que dicho nivel continúa aumentando, frente a las estimaciones presentadas en el Informe de septiembre, con lo cual sigue disminuyendo el margen antes existente con respecto al *nivel de utilización consistente* con la estabilidad de precios.
- Si bien el cumplimiento de la meta de inflación por tercer año consecutivo contribuye a aumentar la credibilidad en la meta para 2007, la evolución esperada de la inflación total en el primer semestre podría afectar negativamente las expectativas de inflación: en efecto, los pronósticos muestran que ésta permanecería en niveles superiores a 4,5% (el techo del rango meta para el año) durante este período, como resultado de los precios de los alimentos (afectados por el fenómeno de El Niño) y de los precios de los bienes y servicios regulados (por los bajos niveles de comparación en 2006). Estos son efectos transitorios que se tenderían a corregir en el segundo semestre, pero que podrían tener un efecto más permanente si se transmiten a las expectativas de inflación.
- Aunque la evolución del tipo de cambio es una variable altamente incierta, no se espera una contribución adicional de la inflación de transables a la reducción de la inflación total.
- En este contexto, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) consideró conveniente continuar con la reducción del estímulo monetario a través del aumento en las tasas de interés de intervención en 25 pb, en cada ocasión, en los meses de octubre, diciembre y enero. Con este último incremento la tasa base para las subastas de expansión quedó en 7,75%.
- La decisión de continuar con el proceso de normalización monetaria ratifica el compromiso de la JDBR de adoptar las medidas necesarias con el fin de garantizar la convergencia de la inflación hacia la meta de largo plazo. Esta eliminación gradual del estímulo monetario no afecta la capacidad de crecimiento de la economía colombiana en torno de su potencial y, antes bien, contribuye a su continuidad y sostenibilidad.
- Existen riesgos asociados con el contexto externo que pueden generar incrementos en la tasa de cambio y en la prima de riesgo-país, los cuales podrían provenir de expectativas de incrementos adicionales en las tasas de la Fed, caídas mayores en los precios de los productos básicos o menores flujos de capital hacia las economías emergentes. Esto podría implicar mayores riesgos inflacionarios por el efecto de la depreciación del peso sobre la inflación de transables y, posiblemente, sobre las expectativas de inflación. Algunos de estos eventos podrían, al mismo tiempo, tener un impacto negativo sobre el crecimiento económico en Colombia (como ocurriría con la caída en los términos de intercambio) y disminuir, por esta vía, presiones inflacionarias de demanda potenciales. La autoridad monetaria debe estar atenta a la posibilidad de que algunos de estos riesgos se materialicen y evaluar sus posibles efectos sobre los pronósticos de inflación.

- Para los primeros meses del año se espera una fuerte entrada de divisas proveniente de la venta de activos del sector público. Estas monetizaciones podrían exacerbar innecesaria y transitoriamente la volatilidad de la tasa de cambio y de los precios de otros activos. Por esta razón, la JDDBR consideró conveniente anunciar su disposición a intervenir de manera masiva en el mercado cambiario. En cualquier caso las intervenciones se harán de manera tal que no lleven a desviaciones de la tasa de interés del Banco de la República del nivel compatible con el logro de las metas de inflación de 2007 y 2008.

Junta Directiva del Banco de la República