

REPORTES DEL EMISOR

INVESTIGACIÓN E INFORMACIÓN ECONÓMICA

Santafé de Bogotá, mayo
de 2000 - No. 12

EDITORA:
Catalina Crane

ISSN
0124-0625

REPORTES DEL EMISOR es una publicación del Departamento de Comunicación Institucional del Banco de la República.

Las opiniones expresadas en los artículos son las de sus autores y no necesariamente reflejan el parecer y la política del Banco o de su Junta Directiva.

REPORTES DEL EMISOR se distribuye gratuitamente a los suscriptores que lo soliciten por escrito a la:

Dirección de
Comunicación Institucional
Banco de la República
Carrera 7ª No. 14-78
Santafé de Bogotá, Colombia
Fax (571) 334-5915



La política anti-inflacionaria del Banco de la República y el *inflation targeting*¹

Desde hace algunos años, la política monetaria en Colombia ha adoptado varios elementos de la estrategia conocida como *Inflation Targeting* (IT) o “meta final de inflación”. Dicha estrategia ha sido implantada en varios países como Nueva Zelanda, España, Reino Unido, Canadá, Suecia, Australia, Chile e Israel, con el fin de reducir tasas de inflación altas y persistentes, y mantenerlas en niveles bajos y estables.

El funcionamiento del esquema de IT supone el anuncio explícito de una meta final de inflación por parte del banco central. El establecimiento de esta meta obedece a la velocidad de desinflación considerada aceptable y factible por

parte de la autoridad monetaria, tomando en cuenta el grado de inercia inflacionaria, la credibilidad y los rezagos de la política monetaria. El anuncio de la meta se convierte en el canal por el cual la autoridad monetaria le anuncia al público su principal objetivo. Si la meta es creíble, puede actuar como ancla nominal de las expectativas de inflación de los agentes y reducir significativamente los costos de bajar la inflación. En teoría, este proceso debe permitir que las reglas que conducen las acciones de la autoridad monetaria sean transparentes, al hacer que las desviaciones del pronóstico con respecto a la meta anunciada guíen explícitamente los cambios en la postura de la política monetaria².

¹ Esta nota está incluida en el texto del Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República de Marzo de 2000.

² La literatura sobre el tema reconoce dos modalidades de régimen de IT: el régimen “estricto” y el “flexible”. Bajo un régimen de IT “estricto”, la autoridad monetaria fija todos sus esfuerzos en cumplir la meta anunciada y cualquier desviación del pronóstico de inflación es corregida rápidamente, sin importar qué suceda con otras variables. Por el contrario, bajo un esquema de IT “flexible”, la autoridad monetaria tiene en cuenta otros objetivos, como la estabilidad del producto y la tasa de cambio real, y ante cualquier desviación del pronóstico de inflación de la meta establecida, la autoridad reacciona de manera más gradual para retornarla a su meta, intentando afectar en lo menos posible los otros objetivos.

Debido a que la inflación reacciona con un rezago ante cambios de la política monetaria, el banco central debe estar atento a las posibles modificaciones en los pronósticos de la inflación. Desviaciones de estos pronósticos respecto a la meta fijada deben alertar a la autoridad monetaria e inducirla a utilizar los instrumentos a su disposición para controlar las presiones inflacionarias. Son entonces los pronósticos de inflación, principalmente, los que determinan la función de reacción de la política monetaria, haciendo que ésta se vuelva restrictiva (expansiva) cuando los pronósticos de inflación se sitúan por encima (debajo) de la meta fijada. Adicionalmente, las autoridades monetarias incorporan otros tipos de información en su proceso de decisión (como, por ejemplo, los choques externos o de oferta), los cuales permiten identificar el origen y la duración de perturbaciones inflacionarias, y, por lo tanto, guiar variaciones en la postura de la política.

El éxito del esquema de IT requiere que se cumplan ciertas condiciones. Entre ellas, es necesario que la conducción de la política monetaria adquiera un alto grado de independencia. Igualmente, se requiere que la autoridad monetaria no subordine el cumplimiento de la meta de inflación al logro

de otros objetivos (empleo, tasa de cambio, etc.), aunque obviamente debe tomar en cuenta estas variables para el diseño de la política monetaria. En Colombia, la Constitución de 1991 estableció la independencia del Banco de la República y le asignó como objetivo la conservación del poder adquisitivo de la moneda.

Operativamente, en una estrategia de IT se deben definir los siguientes aspectos:

- *Índice de precios*

En algunos países se fijan metas de inflación respecto a índices que excluyen algunos productos cuyos precios son muy volátiles. De este modo, se espera que dichos índices reflejen más precisamente la inflación de demanda, es decir, aquella que se relaciona estrechamente con la política monetaria. En Colombia se ha optado por fijar las metas de inflación en términos del IPC completo, por cuanto es el índice más conocido y comprendido por el público. No obstante, esta elección implica mayores dificultades a la hora de explicar desviaciones de la meta de inflación.

- *Horizonte de la meta de inflación*

La selección de este aspecto depende del rezago con el cual la política monetaria afecta la inflación. Si se escoge un ho-

rizonte demasiado corto, se dificulta el logro de metas ambiciosas, lo cual resulta en un proceso de desinflación excesivamente lento o en una situación donde la meta refleja un simple pronóstico de la inflación más que un compromiso fuerte de quien formula la política monetaria. En Colombia, la primera meta de inflación se anunció para el año de 1991 y, desde 1992, la ley establece que el Banco de la República debe fijar metas anuales de inflación. Hasta 1997, dichas metas se anunciaron al final del año anterior al de aplicación, pero, desde 1998, el anuncio se ha efectuado hasta con 18 meses de anticipación.

- *Tipo de meta*

Las metas de inflación pueden ser puntuales o de intervalos. La experiencia internacional es variada en torno a este aspecto. Sin embargo, se considera que una meta puntual suministra mejor guía para la formación de expectativas, especialmente en un ambiente de baja credibilidad, donde el anuncio de un rango puede inducir a los agentes económicos a considerar el límite superior del mismo como la meta efectiva. En Colombia siempre se han formulado metas puntuales, aunque en los últimos *Informes de Inflación* también se mencionan rangos probables de aumentos de precios.

● *Velocidad de la desinflación y definición de la meta*

Como se mencionó anteriormente, la velocidad de la desinflación debe considerar el grado de inercia inflacionaria, la credibilidad y los rezagos de la política monetaria. En Colombia, la definición de la meta de inflación se efectúa mediante tres tipos de tareas técnicas: i) una evaluación detallada de las presiones inflacionarias que existen en el corto y mediano plazo; ii) proyecciones de inflación utilizando modelos econométricos, y iii) un ejercicio de programación financiera en la tradición del FMI, en el cual se evalúa la coherencia de las políticas monetaria y fiscal en términos del logro de la meta de inflación, dados unos supuestos sobre otras variables macroeconómicas, como, por ejemplo, el crecimiento del producto, la tasa de cambio real, etc.

● *Metas intermedias*

En Colombia se acompaña la meta final de inflación con una meta intermedia de base monetaria. En la medida en que la inflación ha sufrido un quiebre importante en los últimos años, la precisión de las proyecciones de inflación y el conocimiento sobre los mecanismos de transmisión de la política monetaria están sujetos a cierto grado de incertidumbre. En este contexto, para guiar la política

monetaria en el corto plazo, se recurre a una meta intermedia sobre un agregado monetario que tiene dos características indispensables: i) una relación estable de largo plazo con la meta final, y ii) es controlable por la autoridad monetaria. Distintas evaluaciones del Banco de la República muestran que la base monetaria es el agregado más indicado en estos términos.

En una estrategia de IT, la explicación de la política monetaria a los agentes económicos es crucial, por cuanto la efectividad de la política depende en buena parte de su impacto sobre las expectativas de inflación.

No obstante, la meta intermedia de base está subordinada explícitamente a la meta final de inflación.

● *Monitoreo, transparencia y señales*

En una estrategia de IT, la explicación de la política mo-

netaria a los agentes económicos es crucial, por cuanto la efectividad de la política depende en buena parte de su impacto sobre las expectativas de inflación. En Colombia, el equipo técnico del Banco de la República lleva a cabo un seguimiento permanente de las variables monetarias, y una completa evaluación mensual de las presiones inflacionarias, a través de un *Informe sobre Inflación* similar al que se produce en países donde opera el esquema de IT. Este informe se ha producido desde 1993 e incluye actualmente una descripción del comportamiento de la inflación del IPC, el IPP y la llamada inflación “básica” o de demanda, una evaluación de las presiones de oferta y demanda agregadas, una reseña sobre las perspectivas del entorno internacional, una sección de proyecciones de inflación y una conclusión general sobre la situación de la inflación. La Junta Directiva del Banco de la República toma decisiones sobre la postura de la política monetaria con base en este Informe y el seguimiento de las variables monetarias. Estas decisiones se comunican y explican mediante la publicación trimestral del *Informe sobre Inflación* (desde 1998) y la emisión de comunicados de prensa. Igualmente, la Junta publica su evaluación de la economía y las perspectivas de la política monetaria

en dos Informes que rinde ante el Congreso de la República anualmente.

En conclusión, desde hace ya algunos años, varios elementos de la estrategia de IT han venido operando en Colombia. En términos generales, el éxito de la estrategia de IT en el país durante los próximos años depende del cumplimiento de dos condiciones: por una parte, es indispensable que los objetivos de política fiscal no interfieran en las decisiones de política monetaria y que la financiación del gasto público no dependa excesivamente del señoraje. Esto se logrará mediante la consolidación fiscal resultante del programa de ajuste emprendido por el Gobierno. En segundo lugar, resulta clave contar con un sistema financiero sólido que minimice la fragilidad financiera de la economía y permita al banco central concentrarse en alcanzar sus metas de inflación. Desde el punto de vista operativo, en el futuro el Banco de la República podría moverse hacia un esquema de IT más sencillo que el actual, en el cual se prescindiera de metas intermedias distintas del pronóstico mismo de la inflación. Para ello es necesario que mejore la capacidad de predicción de la inflación y el conocimiento de los mecanismos de transmisión de la política monetaria. ■

Inflación básica en Colombia ¹

La inflación, entendida como el alza en el nivel de precios de una economía, responde tanto a factores de demanda como de oferta. Cuando hay excesos de demanda en la economía, la inflación tiende a aumentar porque el exceso de poder adquisitivo del público ocasiona alzas en los precios. De otra parte, la inflación también puede ser causada por choques de oferta, tales como los aumentos en el precio del petróleo.

Los bancos centrales usualmente tienen como objetivo fundamental controlar la inflación. Para cumplir con este objetivo ellos cuentan con instrumentos monetarios relacionados con la disponibilidad de dinero en la economía. Estos instrumentos son efectivos para controlar la inflación de demanda. La inflación causada por los choques de oferta es de menor interés para las autoridades monetarias, pues no sólo no tienen control sobre ellos, sino que estas alteraciones son usualmente pasajeras y sólo tienen efectos sobre la inflación en el corto plazo.

La importancia de la inflación de demanda en la tarea anti-inflacionaria de los bancos centrales hace imprescindible el análisis de indicadores alternativos al Índice

de Precios al Consumidor (IPC), el cual incorpora tanto las presiones de demanda como de oferta. Estos indicadores alternativos de “inflación básica” buscan depurar el IPC de las fluctuaciones temporales ocasionadas por cambios en precios relativos o por perturbaciones exógenas tales como: fluctuaciones estacionales en precios agrícolas, variaciones en los términos de intercambio, modificaciones en los impuestos indirectos, ajustes en precios y tarifas de servicios públicos o cambios en el salario mínimo. Las medidas de inflación básica suelen presentar un comportamiento similar a la inflación del IPC en el mediano y largo plazo, pero exhiben una menor volatilidad en el corto plazo.

Existen dos metodologías generales para calcular la inflación básica. La primera consiste en excluir de la canasta familiar aquellos bienes y servicios en los que se concentran los cambios bruscos de oferta (por ejemplo, alimentos) o aquellos cuyos precios son regulados por el Estado (por ejemplo, los servicios públicos). La segunda metodología utiliza técnicas estadísticas para excluir del cálculo de la inflación aquellas variaciones extremas que suelen estar asociadas a choques de oferta.

¹ Este artículo se basa en el documento “La inflación básica en Colombia: Evaluación de Indicadores Alternativos”, Carlos Felipe Jaramillo, et al., *Ensayos sobre política económica*, número 34, Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos, 1998.

Los indicadores de inflación básica deben satisfacer varios criterios para que sean verdaderamente buenos indicadores de la inflación de demanda, de manera que resulten útiles para la adopción de la política monetaria.

- En primer lugar, deben tener una menor variabilidad que la inflación medida a través del IPC, ya que ésta última está sujeta a choques de oferta de corto plazo que no afectan a la primera.
- En segundo lugar, es importante que la inflación básica no

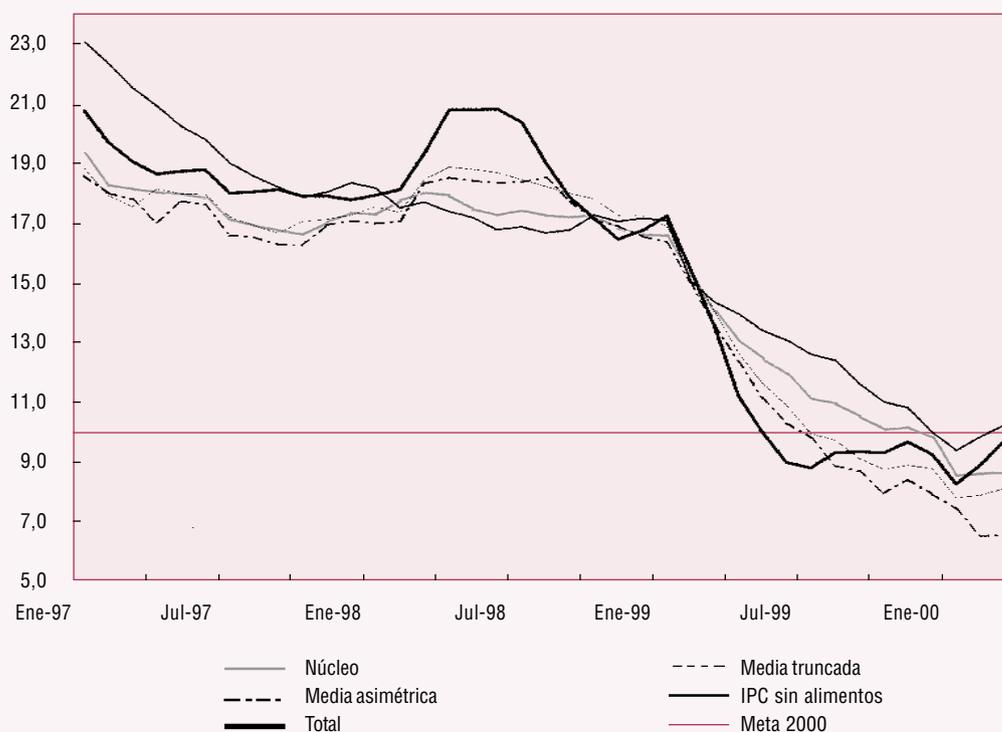
esté sistemáticamente por encima o por debajo de la inflación del IPC; para ello, el nivel promedio del indicador de inflación básica debe ser igual al de la inflación observada; es decir, el indicador debe ser insesgado.

- Otro criterio importante que sirve para evaluar la calidad de un indicador de inflación básica es la comparación entre éste y el IPC suavizado. Este criterio presume que la inflación del IPC suavizado es un indicador ideal de inflación de demanda y, por lo tanto, permite ver qué

tanto se ajusta el indicador a la inflación persistente.

- El cuarto criterio que debe, idealmente, cumplir un buen indicador de inflación básica es que sea un buen predictor de la inflación futura. La justificación se encuentra en el hecho de que los indicadores de inflación básica tienden a reflejar información estructural de mediano plazo, filtrando los choques de oferta de corto plazo. Por esta razón, deberían ser mejores indicadores de las fluctuaciones futuras del IPC que el mismo IPC, pues

EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN TOTAL Y BÁSICA
ENERO DE 1997-MARZO DE 2000
(Variaciones porcentuales anuales)



Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), cálculos del Banco de la República.

éste índice sí se encuentra influenciado por las fluctuaciones de corto plazo.

- Por último, puesto que los indicadores de inflación básica deben ser mejores estimadores de la inflación de demanda, que es la que se asocia con la política monetaria, debería cumplirse que los agregados monetarios (y sus tasas de crecimiento) tengan una buena capacidad de pronosticar su evolución.

El Banco de la República ha venido desarrollando y refinando varios indicadores de inflación básica, de manera que se adecuen a las anteriores condiciones. En la actualidad calcula cuatro indicadores de inflación básica para el análisis que realiza mensualmente en su Informe de Inflación, el cual sirve como marco para la toma de decisiones de la política monetaria.

- *El IPC sin alimentos*

Este es el indicador más “simple”, y se calcula excluyendo del IPC el grupo de “alimentos”. La exclusión se justifica por cuanto las variaciones de los precios de los alimentos tienden a ser volátiles y a estar generalmente influenciadas por choques de oferta. Tiene la ventaja de ser de fácil estimación e interpretación, pero también el criterio de exclusión es un tanto arbitrario y pueden estarse descartando algunos bienes cuyos precios obedecen a presiones de demanda. En térmi-

nos generales, este ha sido el indicador que menos se ha ajustado a los criterios planteados anteriormente.

- *La inflación núcleo*

Este indicador se construye eliminando de la canasta del IPC total aquellos bienes y servicios cuyos precios han sido los más volátiles durante un período de tiempo determinado. Una ventaja de este tipo de indicador de la inflación básica es que, a diferencia del anterior, la exclusión de ciertos componentes de la canasta no es arbitraria sino que se tiene en cuenta un criterio estadístico para su exclusión. Los ejercicios realizados para evaluar este indicador muestran que satisface todos los criterios ya enumerados y es, tal vez, el mejor indicador de inflación básica con que se cuenta en este momento.

- *La media truncada*

Al igual que la inflación núcleo, este indicador busca obtener una medida de la inflación que elimine el efecto de variaciones extremas de precios en algunos sectores de la economía. A diferencia del núcleo inflacionario, que elimina cada mes el mismo grupo de items de la canasta, la media truncada excluye mensualmente un grupo distinto de bienes y servicios en función de su comportamiento coyuntural. El cálculo de este indicador consiste en eliminar, para cada período, las variaciones en precios más altas y más bajas de la canasta. Para

ello, se procede a ordenar, de mayor a menor, las variaciones anuales de los 195 items que componen el IPC-60. Luego se truncan las dos colas del ordenamiento a porcentajes determinados (10%, 20%, etc.) de las ponderaciones acumuladas y se calcula la media ponderada con los precios de los rubros restantes.

- *La media asimétrica*

Es el mismo indicador anterior, pero modificado para tener en cuenta el hecho de que éste puede ser inexacto cuando la distribución de los cambios de los 195 precios no es simétrica. Algunos trabajos han demostrado que esto sucede en el caso de Colombia (es decir, tiende a haber más bienes con alta que con baja variabilidad) por lo cual puede ser más acertado construir indicadores de inflación básica con grados de truncamiento diferentes en cada cola. De acuerdo con estos trabajos, se calculó una media asimétrica truncada excluyendo del IPC los rubros con mayores variaciones en precios hasta una ponderación acumulada del 15%, y los rubros de menor variación en precios hasta una ponderación acumulada del 13%. Esto corrige el sesgo que tiene el indicador de media truncada simétrica, respecto a la inflación medida por el IPC y que consiste en que el promedio de la inflación básica así medida, tiende a ser sistemáticamente menor que el de la inflación observada. ■