

# Comentario Económico del Día

Director: Sergio Clavijo  
Con la colaboración de Mario J. Castro

Enero 20 de 2009

## La inflación del 2008 y los Riesgos de Incumplimiento de la Meta en 2009

El Dane reportó que la inflación ascendió a 7.67% en el 2008. Dicha cifra rebasó inclusive el 7.5% esperado por el grueso de los analistas y por el propio Banco de la Republica (BR), tan solo unos meses atrás. Este resultado viene a debilitar aún más la estrategia de Inflación Objetivo, pues no solo se ha perdido la meta-rango por segundo año consecutivo, sino que en esta ocasión inclusive la inflación subyacente (sin alimentos) superó el límite de 4.5% al cerrar en 5.1% (ver gráfico 1).

De hecho, la inflación total representó el 170% de dicho límite superior y la inflación subyacente el 113% (ver gráfico 2). La inflación de no transables continuó en niveles elevados de 5.25% anual, mientras que la inflación de transables se ubicó en 2.4% anual. El IPP cerró en niveles aún más elevados de 9% anual. Entretanto, el salario mínimo del 2009 se ha reajustado en línea con esa elevada inflación (7.7%), haciendo difícil la tarea de anclaje de las expectativas en línea con el rango-meta de 4.5-5.5% trazado por el BR para este año.

Por todas estas razones, el mercado ha quedado algo atónito frente al *impromptus* de manejo monetario con que cerró el BR el 2008 al reducir en 50 pbs su tasa-repo central, dejándola en 9.5%. De hecho, menos de un tercio del mercado esperaba una reducción en dicha tasa en diciembre de 2008 y quienes lo esperaban apostaban máximo por 25 pbs de recorte (ver EARC No.6, Diciembre de 2008).

¿Qué vio entonces el BR que el mercado pudiera desconocer? ¿Cuál era su información privilegiada? ¿O acaso pesaron factores extra-técnicos en esa sorpresiva decisión?

Anif consideró entonces que podía ser que la cifra de crecimiento del PIB-real del tercer trimestre (no divulgada en ese momento) pudiera venir mucho peor de lo esperado. Bajo ese escenario, el BR parecía estar adoptando un manejo contra-cíclico temprano. Sin embargo, unos días después de la Junta Directiva de Diciembre de 2008, esta duda quedó despejada: el crecimiento del tercer trimestre de 2008 fue de 3.1% anual, muy en línea con el pronóstico de 3.2% anunciado por ALI tres meses atrás (ver Informe ALI No. 30 de Septiembre de 2008).

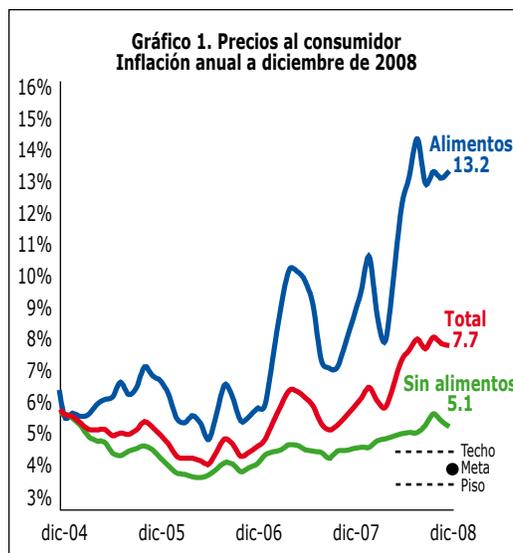
Continúa

Director: Sergio Clavijo  
 Con la colaboración de Mario J. Castro

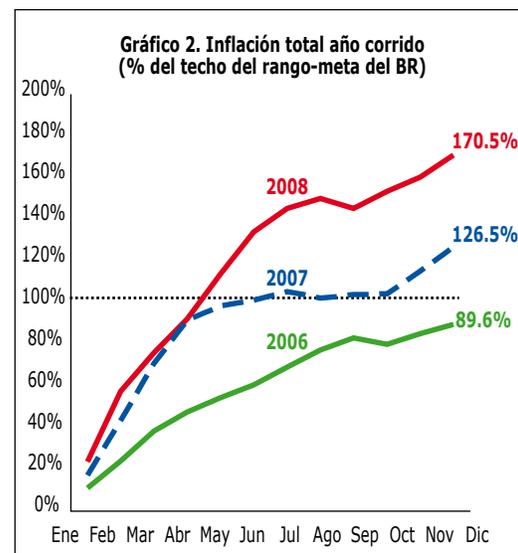
Dicho de otra manera, no había ocurrido un colapso del sector real que justificara haber bajado drásticamente las tasas de interés en presencia de indexación salarial y una inflación elevada en Colombia. Si bien los indicadores líderes de ALI señalan un debilitamiento marcado de la demanda agregada para los próximos meses, Anif todavía maneja un pronóstico de crecimiento del PIB-real en el rango 2-2.5% para el 2009.

A diferencia del *impromptus* del BR, los bancos centrales de Chile y México han esperado a observar descensos en sus tasas de inflación antes de proceder a recortar sus tasas de interés. Por ejemplo, el Banco Central de Chile recortó en 100 pbs su tasa de interés después de observar descensos similares en su tasa de inflación. Adicionalmente, Chile ha podido reforzar este manejo a través de su política fiscal anti-cíclica, premio a su disciplina de largo plazo en este frente. Algo similar viene ocurriendo en México, pero su espacio fiscal es mucho más limitado, a pesar de que el impacto de la crisis internacional amenaza con llevarlo a una contracción cercana al 1% durante el 2009.

En síntesis, si bien el debilitamiento de la demanda local y la contracción del PIB-real del mundo desarrollado permite presagiar un debilitamiento de las presiones de inflación, el BR deberá realizar un manejo más parsimonioso de su política monetaria, pues dichas presiones no han desaparecido. El BR deberá distinguir el manejo que requiere Colombia de aquel que viene aplicando el Fed en los Estados Unidos. Allí la crisis financiera, la débil demanda agregada y las señales de deflación requieren de tasas de interés reales negativas y de fuentes fiscales contra-cíclicas. En cambio, Colombia todavía enfrenta amenazas de inflación por cuenta de indexación salarial y *pass-through*, al tiempo que debe mantenerse la disciplina fiscal para evitar problemas de “*crowding-out*” financiero.



Fuente: Dane y cálculos Anif.



Fuente: Dane y cálculos Anif.