

# Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo  
Con la colaboración de Alejandro González

Marzo 7 de 2012

## La inflación de febrero y la sobreexpansión crediticia: ¿cómo solucionar la encrucijada monetaria-cambiaria?

El Dane acaba de reportar que el mes de febrero registró una inflación de 0.61%. Este dato resultó inferior al previsto por los analistas (0.78%) y se ubicó ligeramente arriba de la cifra observada un año atrás (0.6%). Con ello, la lectura anual de inflación total se elevó, ubicándose en 3.6% anual, cifra inferior respecto al 4% anual de octubre-noviembre. No obstante, ella aún resulta superior al punto medio del rango-meta de largo plazo (2%-4% anual). La buena noticia es que la inflación subyacente (sin alimentos) se estabilizó en el 3.1% anual al corte de febrero (ver gráfico 1).

El comportamiento microsectorial de la inflación de febrero mostró presiones en los grupos de educación (4.2%), salud (1%) y alimentos (0.44%), pero deflación en diversión (-0.13%).

Anif había aplaudido la acción temprana del Banco de la República (BR) al haber elevado su tasa repo central del 4.75% al 5% en su sesión de enero, cuando muy pocos recomendaban esa línea de acción. Ésta fue una señal clave para anclar las expectativas inflacionarias, asediadas por un cierre de inflación relativamente elevado en 2011 (3.7%) y por un exagerado ajuste del SML (5.8%).

Sin embargo, para el mes de febrero, el mercado estaba bastante dividido (como lo estuvo el BR en su decisión) sobre la conveniencia de continuar elevando su tasa repo. Por ejemplo, un 29% de los encuestados por Anif recomendaban hacer pausa en la tasa repo en febrero, pues preferían redoblar las políticas macroprudenciales; otro 29% consideraba que no se requería acción en ninguno de los dos frentes en dicho mes; y solo un 38% se inclinaba por incrementar la tasa repo (únicamente) - ver EARC No. 40 de febrero de 2012. Si bien el grueso del mercado sentía que todavía se requeriría elevar en otros +50 pbs dicha tasa repo, hasta completar 5.5% en 2012, el impacto de la turbulencia internacional sobre nuestra economía no ha sido fácil de leer en el corto plazo.

En todo caso, por una mayoría al interior del BR que intuimos de 4 frente 3, la tasa repo terminó elevándose en 25 pbs, dejándola en 5.25% al corte de febrero. Tanto por los mensajes del comunicado de prensa como por el comportamiento inflacionario, la justificación de dicha medida parece inclinarse a contener el ímpetu crediticio. Pero si ello es así, el BR debe aún solucionar la encrucijada monetaria que plantea: i) dinero

Continúa

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Alejandro González

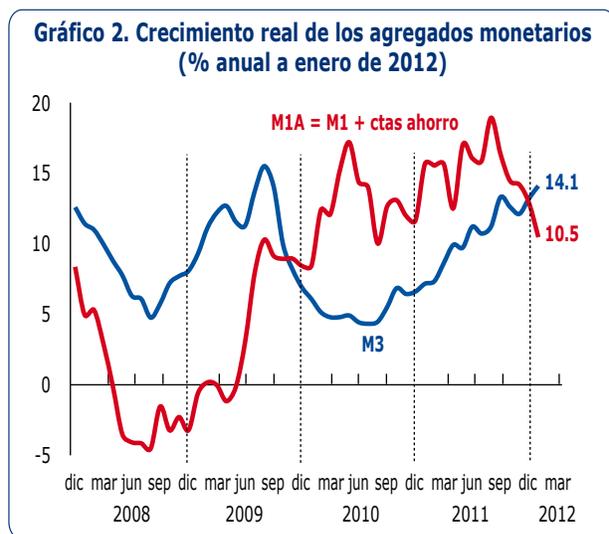
transaccional pasando de crecer 15% real anual a un (consistente) 10% real; pero ii) amenazando el frente crediticio con una aceleración del M3 que ha pasado del 7% a casi 14% real anual; y iii) una apreciación cambiaria nominal a ritmos 7% anual que ayuda a apretar más la política monetaria (ver gráfico 2). Entretanto, la expansión crediticia algo se ha desacelerado, al pasar del 20% real hacia un 17% real en los últimos meses, cifra que va en la dirección de una sana moderación.

Anif, en particular, había recomendado y esperaba una pausa en febrero. Tras la acción de +25 pbs del BR en febrero, nuestra discrepancia con el BR es de cronograma y no de fondo, pues visualizamos la necesidad de llevar la repo central hacia un 5.5% antes de finalizar 2012. Esto se requiere tanto para asegurar la convergencia de la inflación al rango 3%-3.5% como para moderar la expansión crediticia hacia un 10% real anual, en línea con el dictamen de nuestro modelo de elasticidades crediticias (ver *Informe Semanal* No. 1112 de marzo de 2012).

En síntesis, el BR parece haber solucionado satisfactoriamente el acertijo inflacionario de este primer trimestre, pero aún le resta encontrar salida al acertijo monetario-crediticio-cambiario, antes explicado. ¿Tendrá el BR que pedir mas ayuda a la Superintendencia Financiera en materia de medidas macroprudenciales? ¿Acaso se verá forzado a recurrir a controles de capital en la medida en que el nuevo umbral de la TRM se perfila hacia los \$1.750 y su esquema actual de compras de US\$20 millones semanales luce incapaz de contener las presiones que vienen ejerciendo los influjos de capital vía IED y *offshore*?



Fuente: cálculos Anif con base en Dane.



Fuente: Banco de la República y cálculos Anif.