

# Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo  
Con la colaboración de Nelson Vera

Octubre 28 de 2015

## Comunicación y re-anclaje de las expectativas de inflación

El año 2015 ha sido de marcado deterioro inflacionario en Colombia, observándose un peligroso des-anclaje de las expectativas del mercado hacia el rango 5.5%-6% para el cierre de 2015 e incluso hacia niveles de 3.5%-4% para 2016 (vs. el 3% del punto medio del rango anunciado), ver gráfico adjunto. En ello han incidido diversos factores, a saber: i) persistencia en la transmisión de costos de los importados (vía *pass-through* cambiario), donde la inflación sin alimentos llegaba al 4.6% anual al corte de septiembre de 2015; y ii) renovadas presiones en la inflación de alimentos (7.3% anual), por efectos del Fenómeno del Niño (ver *Comentario Económico del Día* octubre 13 de 2015).

Así, todo parece indicar que la inflación de 2015 cerrará en el peligroso rango 5.5%-6%, sustancialmente por encima del rango meta de largo plazo (2%-4%) del Banco de la República (BR). Este desborde inflacionario podría agravarse si el reajuste del SML para 2016 sobrepasa el 6% de compensación por la inflación reciente, dado que actualmente la tasa de desempleo bordea su nivel de largo plazo del 9% (valor-NAIRU). Bajo este escenario, se tendría inflación-salarial adicional y es posible que ello avivara el desempleo hacia la franja del 9.5%-10% (ver *Comentario Económico del Día* octubre 20 de 2015).

Frente a estas presiones inflacionarias, el BR optó por incrementar su tasa repo-central en 25pbs, llevándola a niveles del 4.75% (y por unanimidad) en su reciente reunión de septiembre. Sin embargo, este accionar luce insuficiente para propósitos de re-anclar las expectativas de inflación. Dado el deterioro en dichas expectativas (antes comentado), Anif ha venido recomendando que el BR lleve su tasa-repo hacia el 5.25% antes de finalizar 2015. En particular, hemos abogado por una estrategia tipo “ducha fría” (+50pbs en la reunión de octubre), en vez de ir a cuenta gotas.

Ahora bien, el BR también requiere afinar sus mecanismos de comunicación para lograr mayor efectividad en esta compleja tarea de re-anclaje de las expectativas de inflación. Hasta la fecha, el mercado ha recibido mensajes erráticos por parte de los miembros de la Junta; en ocasiones advierten que “...sería un error pensar en subir la tasa-repo” y unos días más tarde se comunica que “... por unanimidad la Junta decidió elevar su tasa-repo”; pero, como si fuera poco, unos días después de haberla subido, manifiestan a los medios “... que tranquilos que todo esto es temporal”, dando señales de flagelación y arrepentimiento sobre lo actuado. Dado que la estrategia de Inflación-Objetivo descansa en forma fundamental sobre un cronograma pluri-anual de desinflación, donde la credibilidad y la consistencia

Continúa

Director: Sergio Clavijo  
Con la colaboración de Nelson Vera

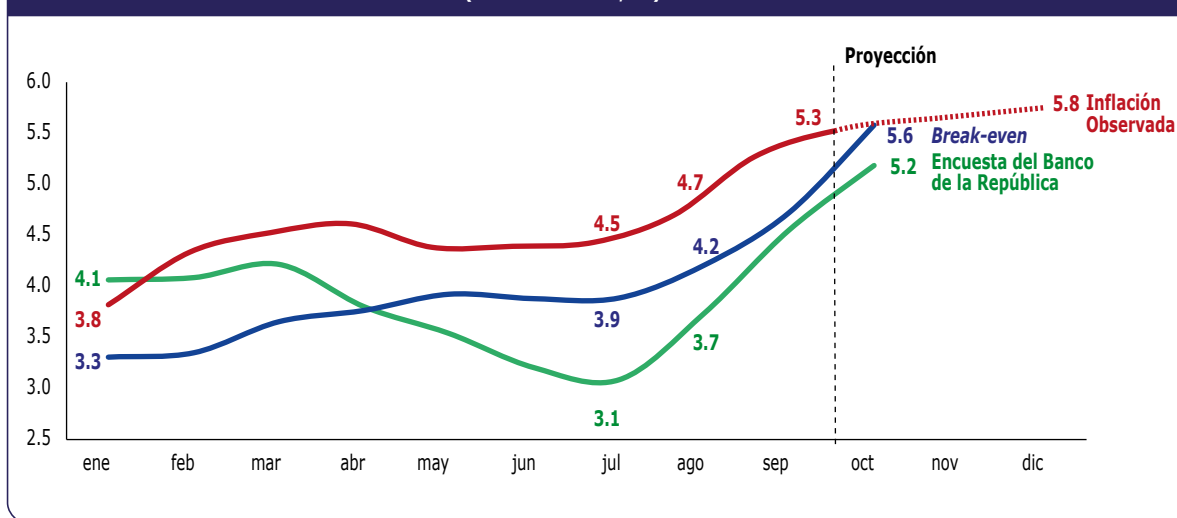
son su piedra angular, valdría la pena que el BR revisara su fallida estrategia de comunicación. Veamos esto con algún detalle.

**De los temores pre-Junta a la unanimidad pos-Junta:** En días previos a su reunión de septiembre, varios Co-Directores argumentaron que aumentar la tasa repo sería inadecuado, por cuenta del potencial efecto negativo sobre el crecimiento económico (aunque es bien sabido que el determinante fundamental es la productividad y no la tasa repo). Aunque finalmente el BR hizo lo adecuado (aumentar 25pbs), el mercado quedó atónito y adivinando las razones para ello. Esto vino a agravar una situación frágil de credibilidad por cuenta de: i) la tardanza del BR, ubicándose “detrás de la curva” de TES por lo menos en un par de meses; y ii) señales de mayor *pass-through* ante la negativa de intervención cambiaria.

**De la actuación al “remordimiento” pos-Junta:** Tras el aumento de 25pbs en septiembre, otros Co-Directores expresaron “remordimiento”, dando a entender que, como era un fenómeno temporal, “no se requeriría volver a hacerlo”. Estos mensajes pos-Junta minaron buena parte del positivo efecto de re-anclaje, pues los datos del momento indicaban una alta necesidad de dosis adicionales. Ahora bien, estos ires y venires no han sido un problema exclusivo del BR, baste con mencionar el abanico de opiniones que han abierto los Co-Directores del Fed a lo largo de 2015, donde actualmente los analistas de Wall Street pronostican en un 60% que el Fed tendrá que incumplir su promesa de alzas en su repo “antes de finalizar 2015”.

El BR tiene un buen legado reciente para mostrar, al haber triunfado en el anclaje de la inflación hacia su meta de largo plazo del 2% al 4% durante el período 2010-2014, incluso cuando Anif tuvo dudas al respecto (ver *Informe Semanal* No. 1283 de septiembre de 2015). Ello lo hizo fundamentado en los buenos mecanismos de comunicación de la Inflación Objetivo, los cuales está obligado a retomar, si es que quiere tener éxito en el re-anclaje de las expectativas de inflación de cara al complejo período 2015-2016. Este no es el momento para arrepentimientos y flagelaciones, sino para afinar la vista monetaria-cambiaria, precisamente cuando el BR acaba de cumplir sus “primeros 92 años”, de los cuales probablemente en no más de un 20% Colombia ha podido disfrutar de una inflación “baja y estable”.

**Evolución de las expectativas de inflación para el cierre de 2015**  
(Variación anual; %)



Fuente: cálculos Anif con base en Dane e Infoval.