



CHOQUES MACROECONÓMICOS Y RETOS DE LA POLÍTICA MONETARIA 2014-2015

Hernando Vargas*
25 de noviembre de 2015

* El autor es Gerente Técnico del Banco de la República. Las opiniones y posibles errores son responsabilidad exclusiva del autor y su contenido no compromete al Banco de la República ni a su Junta Directiva

CHOQUES MACROECONÓMICOS Y RETOS DE LA POLÍTICA MONETARIA 2014-2015

Hernando Vargas

INTRODUCCIÓN

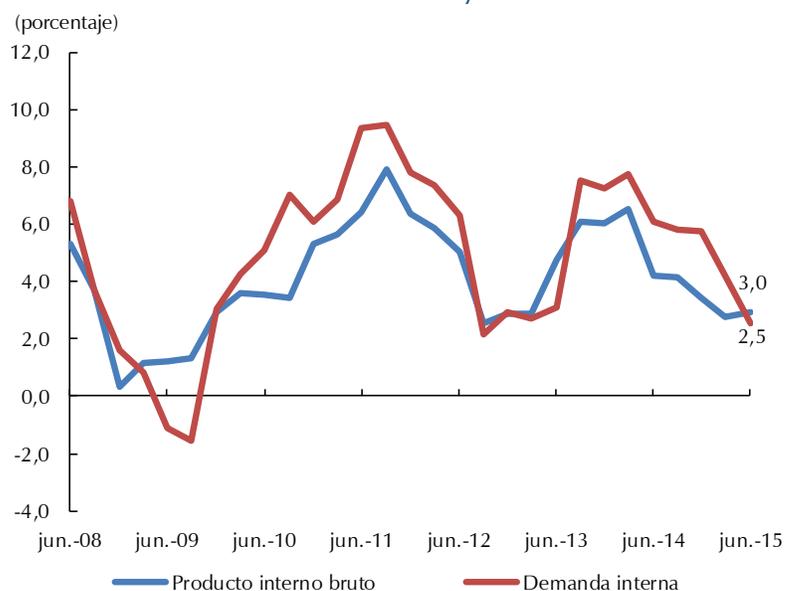
Desde mediados de 2014 la economía colombiana recibió un fuerte choque de términos de intercambio tras la abrupta y pronunciada caída de los precios internacionales del petróleo. Este choque redujo el ingreso nacional, amplió significativamente el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos y causó una depreciación del peso sin precedentes.

Este y otros choques han hecho que el Banco de la República enfrente hoy un difícil dilema de política monetaria. Por un lado, el Banco debe evitar un aumento permanente de la inflación y una desviación duradera de las expectativas de inflación respecto a la meta del 3%. Por otro, del Banco debe evitar una desaceleración excesiva del gasto y la producción en la economía.

Para comprender este dilema, es necesario entender las condiciones de la economía en el momento en que recibe los choques, así como la naturaleza y las consecuencias de los mismos.

LAS CONDICIONES INICIALES

1. En el primer semestre de 2014 la economía colombiana completaba un año de fuerte expansión de la demanda interna, con tasas de crecimiento que superaban de manera amplia las tasas de crecimiento del PIB (Gráfico 1).

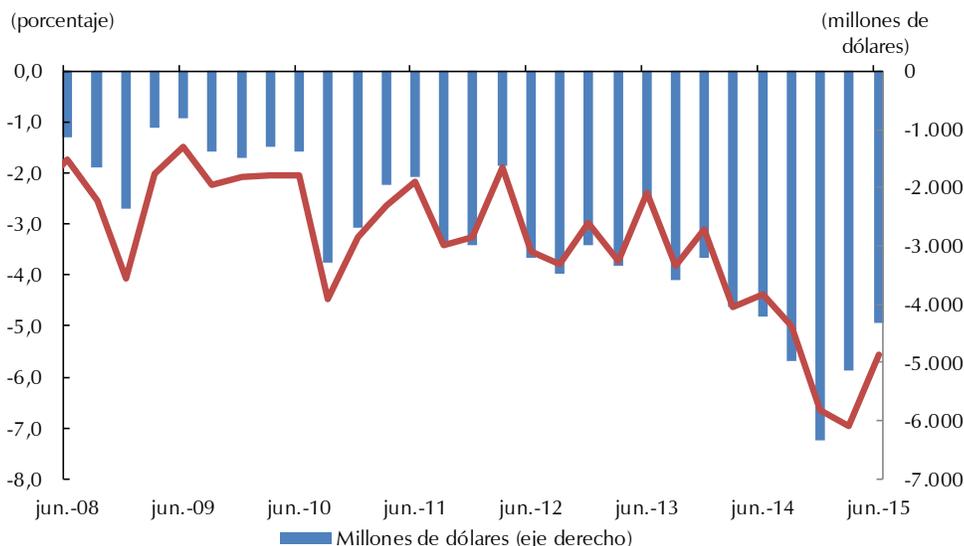
Gráfico 1. Crecimiento anual del PIB y la demanda interna

Fuente: DANE.

2. Por la misma época, la economía recibía un flujo de capitales importante en la forma de inversión de portafolio, que se añadía a las grandes entradas de inversión extranjera directa que venían presentándose desde años atrás. Las crecientes entradas de capitales relajaron las condiciones financieras locales, propiciando un crecimiento fuerte del crédito y ejerciendo una presión a la baja sobre las tasas de interés de los préstamos y depósitos del sistema financiero. Estas circunstancias facilitaron la prolongación del período de fuerte ritmo de aumento de la demanda interna.
3. Consecuentemente, el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos se ampliaba (Gráfico 2) y se presentaba una brecha positiva entre el PIB y su nivel tendencial.
4. La inflación y las medidas de inflación básica se acercaban a la meta del 3%, tras un período prolongado por debajo de este nivel.
5. Consecuente con la fortaleza de la demanda interna y la convergencia de la inflación a la meta, la Junta Directiva del Banco de la República (JDDBR) aumentó las tasas de interés de política desde 3,25% en abril de 2014 a 4,5% en agosto del mismo año.
6. En resumen, el choque de términos de intercambio golpea a la economía colombiana en medio de una fuerte expansión del gasto, un déficit externo elevado y creciente,

una inflación cercana a la meta y una política monetaria que se adecuaba a estas circunstancias.

Gráfico 2. Déficit en cuenta corriente (trimestral)



Fuente: Banco de la República.

LOS CHOQUES

7. Como se mencionó, desde mediados de 2014 se produjo una fuerte reducción de los términos de intercambio del país por cuenta de la abrupta y pronunciada caída de los precios internacionales del petróleo. Este choque redujo el ingreso nacional y los ingresos fiscales, amplió de modo significativo el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos y causó una rápida depreciación del peso.
8. El mismo choque redujo la demanda de nuestras exportaciones no petroleras en países vecinos exportadores de petróleo (Ecuador y Venezuela). Esto se añadió a una desaceleración del producto y el gasto en otros socios comerciales, en especial economías emergentes. Estos fenómenos han contribuido a la depreciación de la moneda y han limitado el efecto positivo de la misma sobre las exportaciones “no tradicionales”, retrasando así el ajuste del déficit externo.
9. Además, la caída en los precios internacionales del petróleo ha disminuido la inversión extranjera directa en el sector, al tiempo que se ha presentado un

endurecimiento de las condiciones financieras globales debido a la expectativa y a la incertidumbre sobre el momento y el ritmo del ajuste monetario en los Estados Unidos. Las primas de riesgo soberano de las economías emergentes han subido y las de Colombia han aumentado más que las de otros países de América Latina, habida cuenta de nuestra dependencia del petróleo. Todo esto añade presión hacia la devaluación del peso.

10. Por otro lado, a lo largo de 2015 se han presentado fuertes choques en los precios de los alimentos por razones climáticas. El primero ocurrió desde finales de 2014 hasta el primer trimestre de 2015 y el segundo es consecuencia de un fenómeno de El Niño fuerte que sucede en la actualidad. Este ya está impactando los precios de los alimentos perecederos y se espera que tenga efectos adicionales sobre los precios de la energía y los alimentos en los próximos meses.

NATURALEZA Y EFECTOS DE LOS CHOQUES

11. El choque de términos de intercambio y el ajuste de las condiciones financieras internacionales serán probablemente persistentes e indefinidos. La caída de los precios del petróleo obedece a factores estructurales de oferta y a una demanda global que se pronostica débil por un período prolongado. El endurecimiento de las condiciones financieras globales forma parte del fin de un ciclo largo de política monetaria ultra-expansiva en los Estados Unidos que empezó con la crisis financiera de 2007-2008. No es previsible entonces un cambio fuerte de dirección en ninguno de estos frentes en el corto plazo.
12. Por lo tanto, los efectos de estos choques en la economía colombiana serán asimismo persistentes e indefinidos.
13. Por otra parte, los choques ocurren en un momento cuando ya la economía mostraba síntomas de excesos de gasto, plasmados en un creciente déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos.
14. Los anteriores factores tienen repercusiones importantes en la política macroeconómica. Para empezar, la caída del ingreso resultante del deterioro de los términos de intercambio debe interpretarse como una reducción del ingreso permanente del país y no como un fenómeno meramente cíclico. Por ende, no puede ser absorbido de manera permanente con un mayor financiamiento del exterior. Requiere un ajuste de la demanda interna e implica que crecimientos del gasto y el

producto menores que los observados en la última década sean tolerados por un tiempo. De lo contrario, la brecha entre el ingreso y el gasto de la economía (el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos) se ampliaría de forma insostenible.

15. Además, puesto que los choques golpean a una economía con síntomas de excesos de gasto, este último se debe ajustar no solo para acomodar la caída del ingreso permanente, sino también para corregir el exceso de demanda que venía registrándose previamente.
16. La política fiscal debe responder a una pérdida sustancial de ingresos permanentes para alcanzar las metas planteadas sobre la razón de deuda pública a PIB que se exponen en el Marco Fiscal de Mediano Plazo.
17. Una respuesta puramente contra-cíclica de las políticas monetaria o fiscal es inviable pues conlleva el riesgo de perpetuar el déficit en cuenta corriente y comprometer la sostenibilidad de la posición externa del país.
18. No obstante, el ajuste del gasto privado ante el menor ingreso nacional puede llegar a ser excesivo. Por ejemplo, un deterioro muy grande de la confianza de los hogares o los empresarios puede llevar a una desaceleración innecesariamente fuerte del consumo o la inversión, más allá de la requerida para acomodar la caída del ingreso y el exceso previo de gasto. En este caso, respuestas contracíclicas de política tienen cabida para corregir un debilitamiento injustificado de la demanda.
19. Por consiguiente, determinar la suficiencia, insuficiencia o exceso en el ajuste del gasto es un reto fundamental de la política macroeconómica en general y de la política monetaria en particular.
20. Por otra parte, tanto el choque de términos de intercambio como el endurecimiento persistente de las condiciones financieras internacionales implican una depreciación del peso. El segundo se asocia con menores flujos de capitales o con flujos de capitales más caros para el país, por lo cual la tasa de cambio y la tasa de interés deben acomodarse para reflejar una mayor escasez relativa del financiamiento externo.
21. El ajuste de la economía al choque de ingreso requiere un aumento del precio relativo de los bienes exportables e importables (respecto al de los otros bienes y servicios). Por esta vía se reorienta la producción nacional hacia este tipo de bienes y se induce una sustitución del gasto en bienes importados por gasto en bienes producidos en el país. Estos cambios son necesarios para reducir el déficit externo que la caída de los

ingresos petroleros y el exceso previo de gasto generaron. La devaluación (nominal y real) del peso es la forma en que el ajuste de los precios relativos tiene lugar y es, por lo tanto, un cambio necesario.

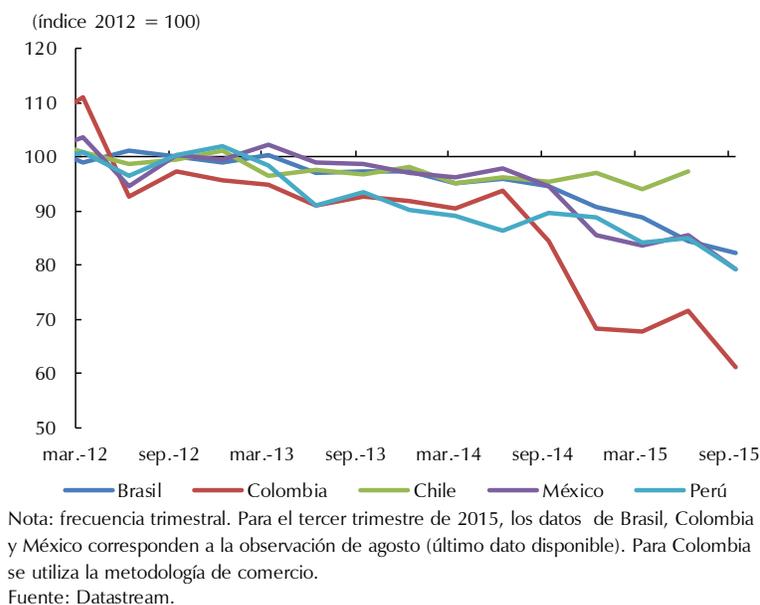
22. Como se mencionó, la desaceleración de la demanda de nuestros socios comerciales también presiona la tasa de cambio al alza y limita el efecto de la depreciación sobre las exportaciones no petroleras, lo que retrasa la corrección del déficit externo.
23. Dadas la magnitud y la persistencia de los choques descritos, la depreciación de la moneda debe ser muy fuerte y, por tanto, su efecto en los precios al consumidor es considerable a través del impacto en los precios de los bienes importados y en los costos de producción. El traspaso estimado de la devaluación a la inflación interna es bajo en Colombia, pero puede variar dependiendo, entre otras cosas, de la persistencia del movimiento en la tasa de cambio y de la fortaleza de la demanda agregada. Un aumento duradero de la tasa de cambio en el contexto de una demanda fuerte se transmitirá en mayor grado a los precios internos. En estas condiciones, las firmas tendrán menos incertidumbre sobre la persistencia del nuevo nivel de la tasa de cambio y podrán transmitir el aumento sin que ocurra una reducción muy grande en sus ventas.
24. No obstante, la devaluación requerida para llevar a cabo el ajuste de la macroeconomía es transitoria. En ausencia de otros choques, una vez se ajustan al alza los precios relativos de los bienes exportables o importables, la economía no necesita otro reajuste fuerte del precio del dólar y este puede estabilizarse en un nuevo nivel.
25. Lo anterior implica que la depreciación funcione como un choque transitorio de oferta. Es decir, que eleve los costos y los precios de la economía sin un impulso fuerte de la demanda agregada. A este choque se suman aquellos relacionados con factores climáticos, conformándose así una presión acumulada muy fuerte sobre los precios de carácter transitorio.
26. Normalmente los choques transitorios de oferta no requieren respuestas muy fuertes de la política monetaria, en tanto el público entienda que el aumento de la inflación es temporal y no afecte sus expectativas de inflación a mediano y largo plazo (v. g. a dos años o más) y los precios y salarios se fijen en buena medida tomando la meta de inflación como referencia de la inflación futura. Si esto no sucede, entonces el riesgo de un “desanclaje” de la inflación y de las expectativas de inflación respecto a la meta se eleva y la política monetaria debe actuar para re-alinearlas oportunamente, so pena de tener que hacerlo de manera más agresiva en el futuro y a un costo mayor en términos de la desaceleración de la economía.

27. La política monetaria enfrenta entonces un dilema difícil. Por una parte, debe tolerar una desaceleración económica necesaria, pero evitar una caída excesiva del crecimiento del gasto y la producción nacional. Por otra, debe tolerar una fuerte depreciación del peso, pero evitar un aumento permanente de la inflación si, en el proceso, las expectativas de inflación a mediano y largo plazo se desvían permanentemente de la meta del 3%.

LOS DATOS

28. El choque de términos de intercambio ha sido grande y rápido en comparación con choques de similar naturaleza sufridos por otros exportadores de bienes básicos de la región (Gráfico 3).

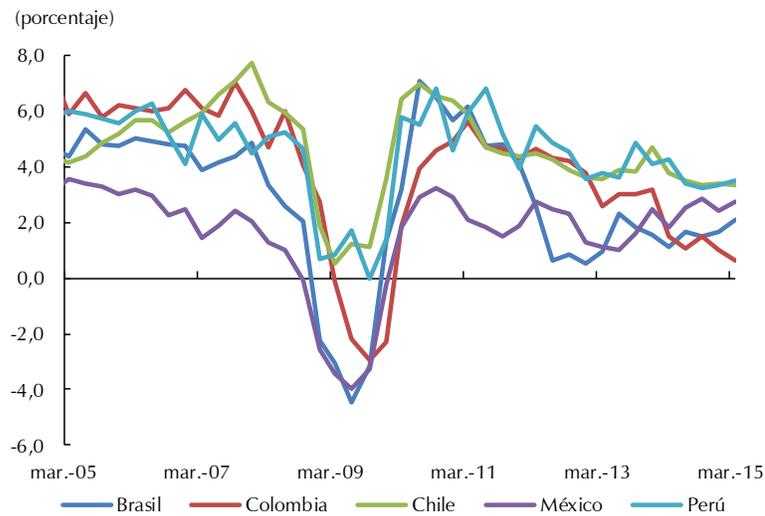
Gráfico 3. Términos de intercambio



29. El crecimiento de los socios comerciales se ha debilitado recientemente más rápido que el de los socios comerciales de otras economías de la región (Gráfico 4).
30. Las primas de riesgo país han aumentado más rápido en Colombia que en otros países de la región en el último año (Gráfico 5). Al mismo tiempo, en lo corrido del año los flujos de capital privado de la balanza cambiaria han caído en USD 7.500 millones frente a igual período del año anterior, explicados casi en su totalidad por la

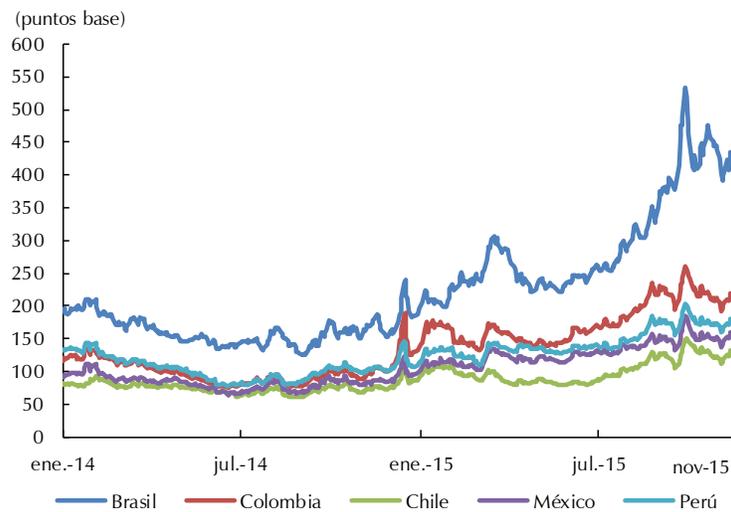
reducción de la IED en petróleo y minería, y por la menor entrada de inversión de portafolio.

Gráfico 4. Crecimiento promedio de los socios comerciales
(ponderado por comercio no tradicional)



Fuentes: Datastream y Organización de las Naciones Unidas (base de datos de comercio: UN Comtrade).

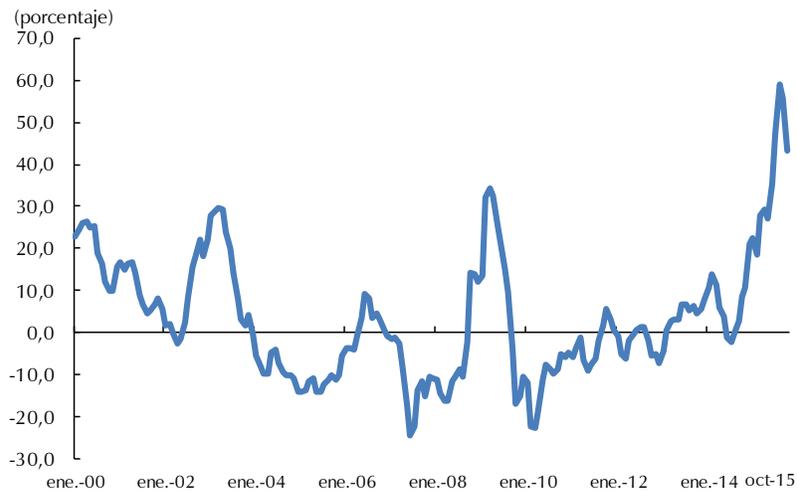
Gráfico 5. Credit Default Swaps a cinco años para algunas economías de América Latina



Fuente: Bloomberg.

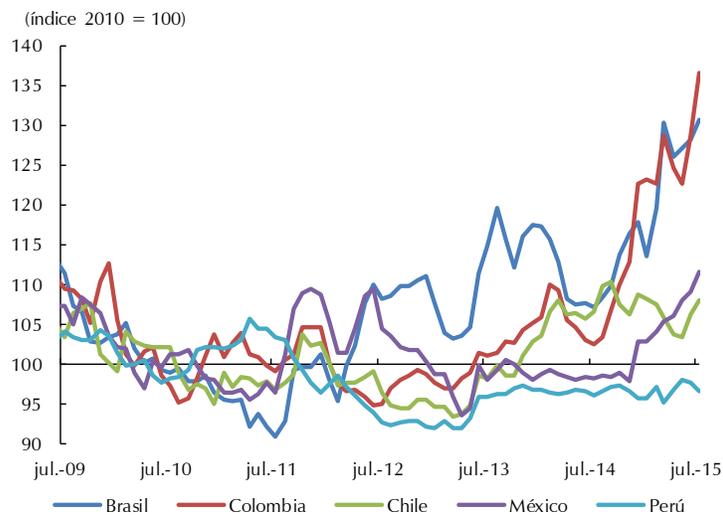
31. Dados el tamaño y la acumulación de estos choques, la depreciación nominal del peso ha sido fuerte. Es la mayor en el período de flotación cambiaria (Gráfico 6). La depreciación real es menor debido a que las monedas de otros socios comerciales también se han depreciado frente al dólar. Sin embargo, representa una de las depreciaciones más fuertes en la región desde el segundo semestre de 2014 (Gráfico 7).

Gráfico 6. Depreciación anual (TRM promedio mensual)



Fuente: Banco de la República.

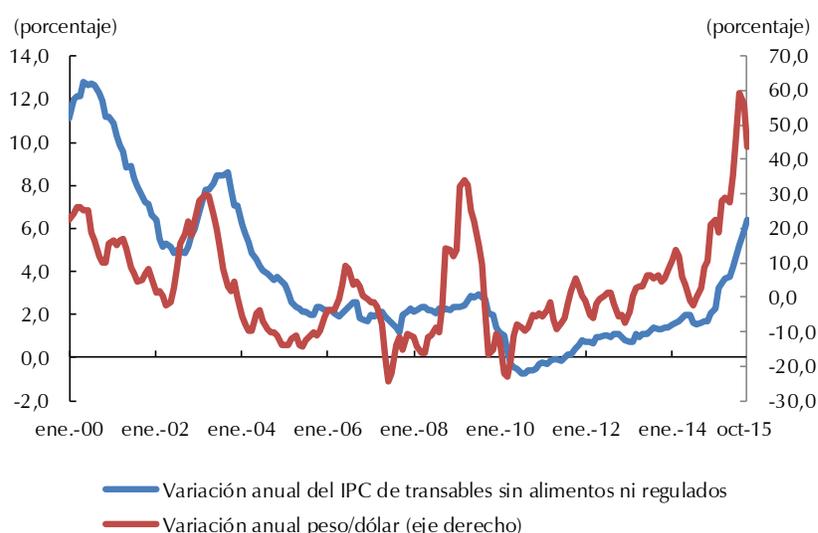
Gráfico 7. Índice de tasa de cambio real



Fuente: Datastream.

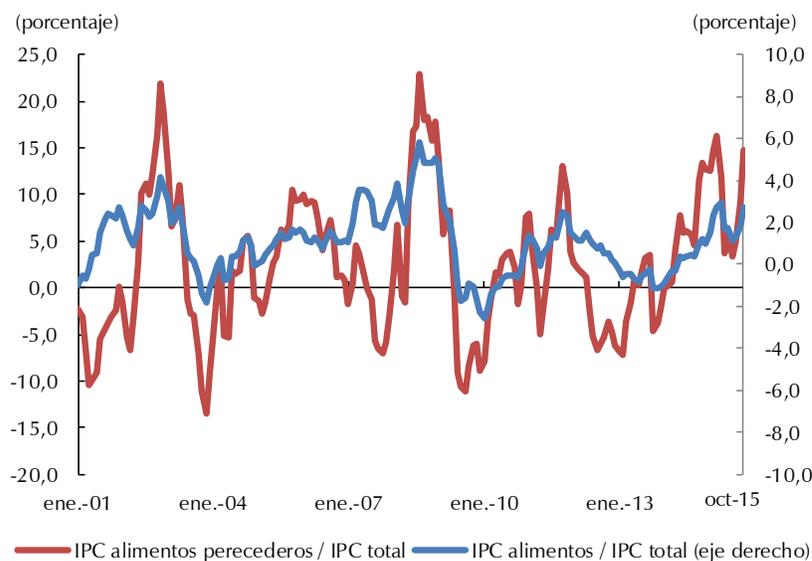
32. Por su magnitud, el impacto de la depreciación en los precios al consumidor ha sido apreciable. La variación de los precios de bienes transables (sin alimentos ni precios regulados) pasó de menos de 2% anual en junio de 2014 a más de 6% anual en octubre de 2015 (Gráfico 8). Es posible que el traspaso de la devaluación a los precios no se haya completado aún y que sea más fuerte que lo estimado anteriormente, dada la persistencia de altos niveles de la tasa de cambio y de una brecha de producto positiva hasta hace poco tiempo.

Gráfico 8. IPC de transables sin alimentos ni regulados y tasa de cambio



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República

33. Los choques de oferta de alimentos han impactado la inflación dos veces en lo corrido del año (Gráfico 9). El segundo evento marca el comienzo del efecto de El Niño, el cual probablemente se prolongará durante la primera mitad de 2016 y afectará también a los precios de la energía.
34. El traspaso de la tasa de cambio y los choques de oferta de alimentos explican en buena medida el aumento de la inflación en lo corrido del año (Cuadro 1). No obstante, la variación anual de los precios de los bienes y servicios no transables también se ha acelerado. Este hecho es el resultado de la fortaleza de la demanda predominante en 2014, del efecto de la devaluación sobre los costos de producción de algunos de estos bienes y, posiblemente, del impacto de mecanismos de indexación que transmiten los efectos de los choques de oferta a otros precios en la economía.

Gráfico 9. Variación anual de precios relativos de los alimentos

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

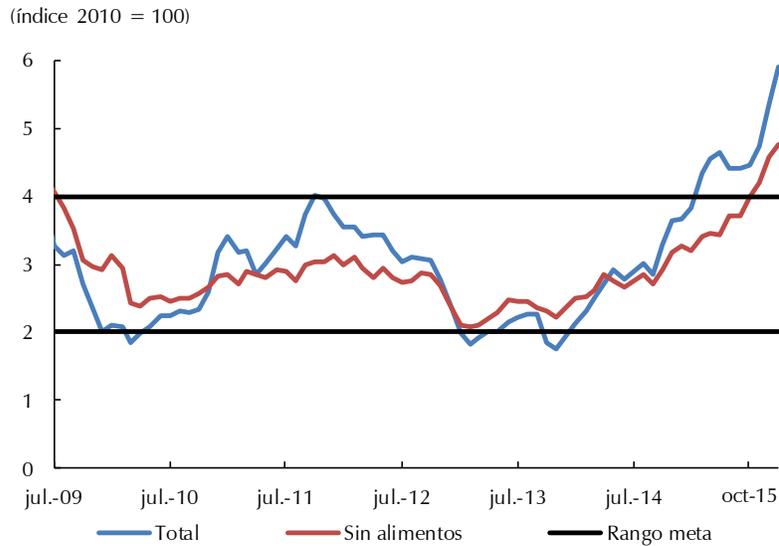
Cuadro 1 contribución a la aceleración de la inflación entre diciembre de 2014 y octubre de 2015

Descripción	Ponderación	Diciembre 2014	Octubre 2015	Participación en porcentaje en la aceleración del año corrido
Total	100,0	3,66	5,89	100,00
Sin alimentos	71,79	3,26	4,75	47,27
Transables	26,00	2,03	6,42	45,41
No transables regulados	30,52	3,38	4,34	13,67
Alimentos	28,21	4,69	8,80	52,73

Fuente:

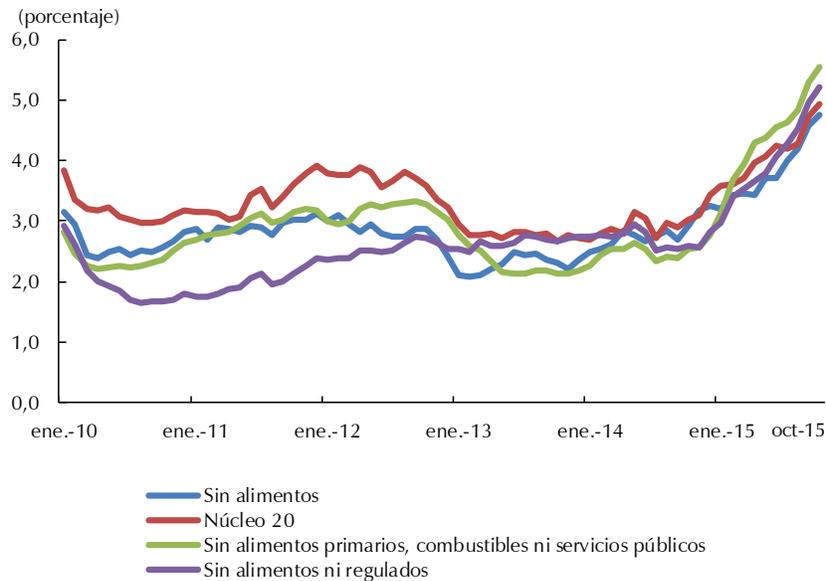
35. Como resultado de los anteriores factores, la inflación del IPC y las medidas de inflación básica han aumentado rápidamente y hoy superan el límite superior del rango establecido alrededor de la meta del 3% (gráficos 10 y 11). En los últimos meses los datos observados de inflación e inflación básica han superado de modo sistemático los valores esperados para las mismas.

Gráfico 10. Inflación al consumidor



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 11. Inflación básica

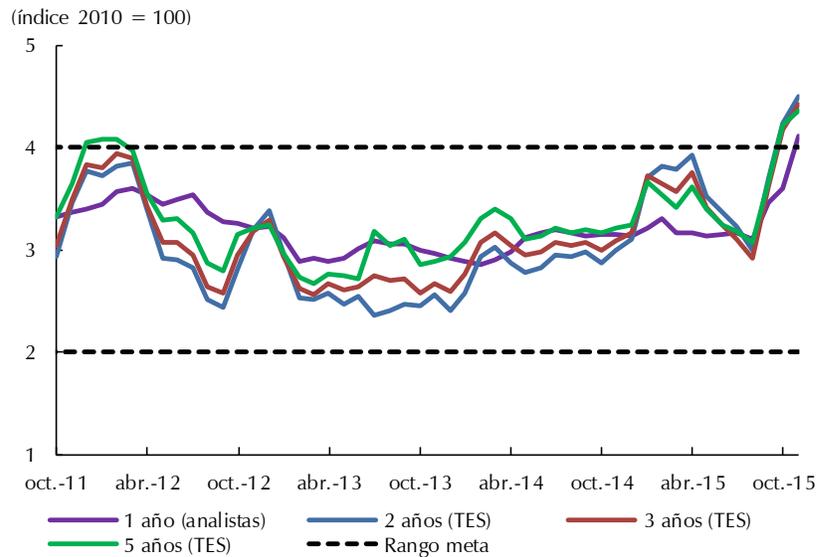


Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

36. La acumulación de los grandes choques de oferta y las sorpresas al alza en la inflación en un contexto en el cual el nivel de la demanda interna es aún alto han aumentado el riesgo de “desanclaje” de las expectativas de inflación. Todas las

medidas disponibles de expectativas a más de un año aumentaron y aquellas derivadas de los precios de los bonos de deuda pública superan el 4% (Gráfico 12).

Gráfico 12. Expectativas de inflación



Fuente: Banco de la República.

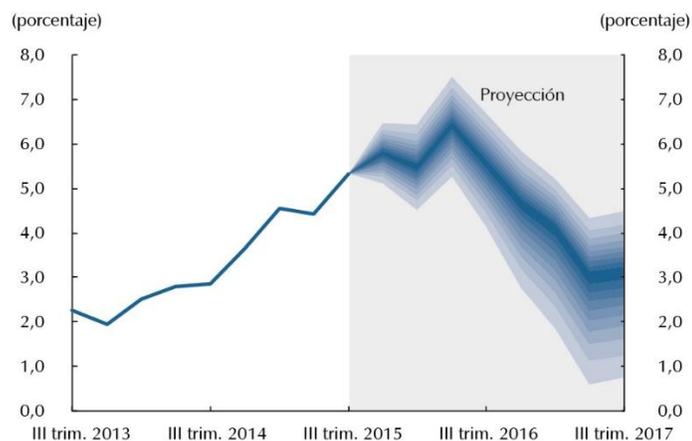
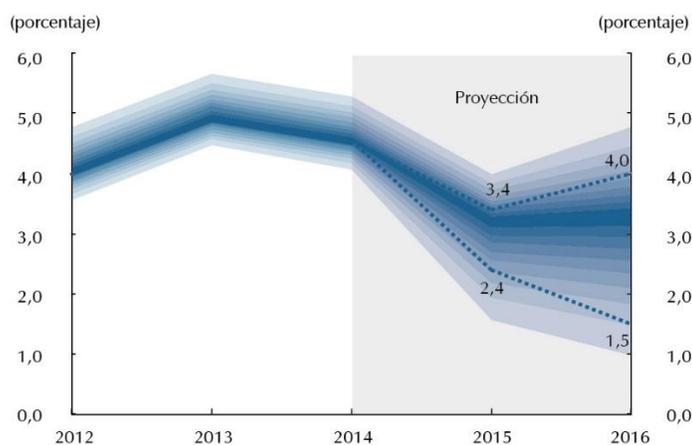
37. Las medidas de expectativas de inflación son imperfectas. Para empezar, las que se calculan no necesariamente reflejan el comportamiento de las expectativas de los agentes que efectivamente fijan precios o salarios. Además, las medidas derivadas de los precios de los bonos públicos pueden estar afectadas por la iliquidez de algunos tramos de las curvas de los títulos, en especial de aquellos en UVR. Por esta razón, los números calculados deben tomarse con precaución. No obstante, la tendencia creciente de todos los indicadores es una señal preocupante de riesgo creciente de “desanclaje”.
38. La demanda interna y el producto se han desacelerado desde las altas tasas de crecimiento que alcanzaron en 2014 (Gráfico 1, p. 2). Hasta el segundo trimestre del año, la desaceleración del gasto se había concentrado en la inversión en maquinaria y equipo y en el consumo de algunos bienes no durables, en especial automóviles. Esto se ha reflejado en un ajuste fuerte de las importaciones de estos ítems.
39. No obstante, los datos preliminares del tercer trimestre indican un rebote de la actividad económica. Las ventas al por menor, la producción industrial y la demanda de energía entre otros, sugieren una demanda más fuerte de lo esperado

anteriormente. Esto se confirma por el comportamiento del Indicador de Seguimiento Económico (ISE) del DANE, que anticipa el comportamiento del PIB. Este indicador muestra un aumento de la tasa de crecimiento del PIB en el tercer trimestre, acercándose al 4%. Por su parte, el índice de confianza del consumidor ha bajado, pero la confianza de los empresarios no muestra un marcado deterioro.

40. Por sectores el crecimiento del PIB parece sustentarse aún en la dinámica de los no transables (v. g. la construcción) y no tanto en una mejora de los sectores transables. Este comportamiento sugiere que la recomposición de la producción que debe acompañar el ajuste de la economía al choque duradero de términos de intercambio no se observa aún.
41. En resumen, la respuesta de la economía ante la combinación de choques de ingreso y de oferta y el endurecimiento de las condiciones financieras externas ha incluido, como se esperaba, un aumento de la inflación y una desaceleración de la actividad económica. Sin embargo, partiendo de un nivel alto y un crecimiento fuerte, la demanda interna parece mantener una dinámica robusta, por encima de lo proyectado. Al mismo tiempo, el tamaño mismo de los choques y su combinación han acelerado el aumento de la inflación y han elevado los riesgos de “desanclaje” de las expectativas de inflación.

PRONÓSTICO Y RESPUESTA DE POLÍTICA

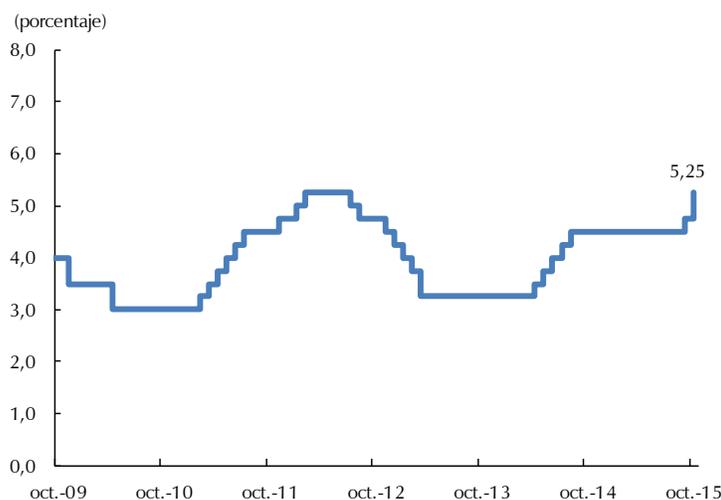
42. Mirando hacia adelante, el traspaso remanente de la tasa de cambio a los precios y los efectos adicionales del fenómeno de El Niño permiten prever nuevos aumentos de la inflación en los próximos meses y una convergencia a la meta más lenta de lo estimado antes (Gráfico 13). Al mismo tiempo, la nueva información sobre una actividad económica más fuerte de lo esperado llevó al equipo técnico del Banco a elevar el pronóstico de crecimiento para 2015 de 2,8% a 3% (Gráfico 14).
43. Este pronóstico, sin embargo, tiene una gran incertidumbre con respecto a las condiciones externas de la economía y al tamaño y duración de los efectos de El Niño. Por ejemplo, como se aprecia en el Gráfico 9 (p. 11), aumentos fuertes en los precios de los alimentos perecederos tienden a ser seguidos por descolgadas grandes asociadas con el incremento del área sembrada que se da en respuesta al aumento inicial de los precios.

Gráfico 13. Pronóstico de inflación**Gráfico 14. Pronóstico del PIB**

44. La decisión de política depende del balance de riesgos sobre la inflación y la actividad económica. Como se desprende de la información descrita, en la actualidad dicho balance se inclina hacia un mayor riesgo relativo de inflación. Por esa razón, la JDBR decidió elevar las tasas de interés desde su sesión de septiembre, cuando determinó un aumento de 25 puntos base (pb). En octubre la nueva información mostró valores de inflación e inflación básica por encima de lo esperado y aumentos de las expectativas de inflación, al tiempo con datos indicativos de una actividad económica más fuerte que la proyectada. Los nuevos datos mostraron la necesidad de un ajuste más rápido de la postura de la política monetaria, razón por la cual la JDBR

decidió aumentar en 50 pb. la tasa de interés de intervención del Banco de la República (Gráfico 15).

Gráfico 15. Tasa de interés de política



Fuente: Banco de la República.

45. Además, una vez se dio un ajuste cambiario suficiente para acomodar las variaciones requeridas de los precios relativos de los bienes exportables e importables, se activó un esquema de intervención que pretende moderar el efecto de un nuevo brote de devaluación sobre las expectativas de inflación, así como proveer liquidez al mercado cambiario cuando este lo necesite.
46. Este esquema consiste en subastar opciones de compra de dólares al Banco de la República (opciones *call*) por USD 500 millones. La subasta se realiza en el evento de una depreciación adicional acelerada que aleje la tasa de cambio en más del 7% de su promedio móvil de los últimos 20 días. Las opciones se pueden ejercer siempre que dicha condición esté activa y, en ese caso, el Banco vende los dólares a la TRM del día del ejercicio (que se ha formado con los precios de mercado del día anterior).
47. La adopción de este mecanismo de intervención cambiaria no significa que el Banco tenga ahora un objetivo de tasa de cambio nominal o real. Se trata de un instrumento de política adicional para el logro de la meta de inflación y de niveles de actividad económica coherentes con el producto potencial. De hecho, las características del mecanismo implican que la tasa de cambio continúe respondiendo a movimientos en sus fundamentos. Primero, la intervención se dispara solo ante desviaciones de la tasa de cambio respecto a un promedio móvil que se va ajustando en el tiempo según la

tendencia que lleve la moneda. Segundo, los dólares se venden a la TRM del día del ejercicio, con lo cual la intervención se hace al precio que el mercado haya determinado en el día anterior y no a uno establecido por el Banco de la República. Por construcción, entonces, no hay un objetivo sobre un nivel específico de la tasa de cambio. Tercero, la intervención se activa si se presenta una desviación de más del 7% por encima del promedio móvil. Este es un margen apreciable que permite variaciones sustanciales de la tasa de cambio sin que se presente intervención del Banco de la República en el mercado. Cuarto, el mecanismo es asimétrico, puesto que solo contempla subastas de opciones *call* y no dispone intervención para compras de divisas por parte del Banco. Por ende, no puede concluirse que el Banco busque mantener la tasa de cambio alrededor de un valor particular.

48. Como se mencionó, el mecanismo de intervención cambiaria adoptado busca moderar episodios de depreciación acelerada del peso que puedan contribuir al “desanclaje” de las expectativas de inflación o reflejar situaciones críticas de iliquidez en el mercado cambiario. Como tal, es un instrumento eminentemente preventivo y su anuncio puede contribuir a la estabilidad del mercado.
49. El uso de opciones *call* garantiza que las ventas de divisas se produzcan cuando esté vigente la condición de ejercicio de las mismas (desviación de la TRM de más del 7% de su promedio móvil de orden 20). Esto permite que las ventas se concentren solo en períodos críticos y evita que se efectúen de forma discrecional, lo cual minimiza señales e interpretaciones erróneas de niveles “objetivo” de tasa de cambio.
50. La velocidad de convergencia de la inflación a la meta está determinada por el tamaño y la persistencia de los choques descritos, por el estado de la demanda agregada y por el balance de costos de inflación y desaceleración económica que haga la JDBR. Como se anotó, el primer factor sugiere choques de mayor tamaño y persistencia respecto a lo esperado. El segundo apunta hacia una demanda agregada más fuerte que la proyectada y hacia una brecha de producto mayor que la estimada anteriormente. Estos dos primeros factores sugieren entonces que habría mayores presiones al alza sobre la inflación en el próximo año respecto a lo que se había previsto.
51. En estas condiciones, una convergencia más rápida de la inflación a la meta requeriría una política monetaria más activa, posiblemente a costa de una desaceleración mayor de la actividad económica. Mientras mayor sea la velocidad de convergencia deseada, mayor será la desaceleración económica requerida. Por otro lado, una velocidad de convergencia demasiado lenta entraña un riesgo elevado de “desanclaje” de las expectativas de inflación. Como se mencionó, en este caso la reducción de la

inflación deberá lograrse en el futuro a costa de una ralentización aún mayor de la economía, pues se requiere un esfuerzo grande de desinflación para re-alinear las expectativas con la meta.

52. Es por eso que la JDBR busca alcanzar una senda de convergencia eficiente de la inflación a la meta; es decir, con una velocidad que pondere de manera razonable los costos de una desaceleración excesiva de la actividad económica con respecto a la capacidad productiva contemporánea (la brecha de producto) y los costos de un “desanclaje” de las expectativas de inflación. Las trayectorias de inflación y crecimiento presentadas en los gráficos 13 y 14 tienen implícita una senda de política que sopesa dichos costos
53. Más importante que la velocidad de convergencia es la reafirmación del compromiso de la JDBR con la meta de inflación del 3%. Esta es la definición operacional del mandato constitucional de preservar el poder adquisitivo de la moneda y constituye la piedra angular de la política monetaria. Esta meta fue anunciada en 2002 como el objetivo de largo plazo de la política monetaria y fue alcanzada en 2009. Desde entonces, la inflación ha fluctuado alrededor de la meta hasta la coyuntura reciente caracterizada por fuertes choques de oferta.
54. La meta del 3% se mantiene indefinidamente hacia adelante como eje de la política monetaria. Esto es, la política monetaria se fija con el objetivo de llevar y mantener la inflación cerca del 3%. En el horizonte de política (*i. e.* el tiempo que toma que las acciones de política monetaria afecten la inflación plenamente) la meta de inflación coincide con la *proyección* de inflación. No obstante, en horizontes de tiempo más cortos, es posible que se presenten discrepancias entre la meta y la proyección de inflación, especialmente en presencia de fuertes choques de oferta.
55. Por ejemplo, la proyección del Gráfico 13 muestra una alta probabilidad de que la inflación a finales de 2016 se sitúe por encima de la meta del 3%. Esto es consecuencia de la magnitud de los choques de oferta y de la velocidad de convergencia admisible. Sin embargo, los formadores de precios deben considerar que este es solo un punto en la senda que la inflación sigue hacia el 3%, que la política se orienta hoy y se orientará en el futuro hacia el logro de la meta del 3% y que, como se anotó atrás, el pronóstico tiene un alto grado de incertidumbre. A un horizonte más largo, la proyección coincide con la meta del 3%.