



## ◆ Expectativas de inflación: medición e implicaciones en la política monetaria

### ◆ I. Introducción

Las expectativas de inflación son definidas como la percepción o proyección de los agentes sobre la variación futura del nivel general de precios. Aquellas inciden en la fijación de precios y salarios y en las decisiones de consumo e inversión. Por ejemplo, si los trabajadores perciben que la inflación será alta y persistente, exigirán aumentos nominales similares en sus salarios para conservar su poder de compra. Si esta misma percepción es generalizada en el sector empresarial, sus miembros estarán inclinados a incrementar en proporciones semejantes los precios de los bienes y servicios que producen<sup>1</sup>. Además, una expectativa de inflación alta y volátil hace menos predecible el aumento de precios, genera incertidumbre sobre el retorno real esperado de los proyectos y puede generar decisiones de consumo e inversión ineficientes.

Asimismo, las actuales expectativas de inflación incidirán en la inflación observada en el futuro, lo que influirá en la capacidad de los bancos centrales de lograr y mantener la estabilidad de precios. Pero, ¿cómo se miden y cómo se forman las expectativas? Generalmente, se miden con encuestas o se infieren de los precios de los bonos financieros. En cuanto a cómo se forman, la teoría económica diferencia entre el modelo de expectativas adaptativas y el de expectativas racionales. En el de expectativas adaptativas la gente observa el pasado y extrapola el comportamiento observado de la inflación hacia el futuro. En el modelo de expectativas racionales la gente aprende de sus errores de pronóstico e incorpora información sobre la estructura y el estado presente y futuro de la economía y sobre la reacción probable de la autoridad monetaria. Una consecuencia de este segundo modelo es que cuando las expectativas de inflación están perfectamente ancladas a la meta, las expectativas de inflación de largo plazo no deben responder a la inflación observada o a información nueva sobre las condiciones macroeconómicas del país.

<sup>1</sup> Bien sea porque aceptan incrementar sus costos laborales y trasladarlos a los precios, o porque debido a que es un aumento generalizado de precios, esta decisión no les hará perder participación en el mercado.

Esta Nota describe las diferentes medidas de expectativas de inflación que calcula y emplea el Banco de la República y analiza su comportamiento entre 2006 y el primer trimestre de 2015. Luego, destaca algunas características de las expectativas de inflación y sus implicaciones para ejecutar la política monetaria. Como se verá, después de alcanzar la meta de inflación de 3% en 2009, las expectativas de inflación de largo plazo tienen una menor sensibilidad que antes frente a nuevos datos económicos. Este mayor anclaje a la meta señala mayor credibilidad en la autoridad monetaria, lo que facilita el manejo de la política monetaria. Sin embargo, dichas expectativas siguen variando en el tiempo, indicando que su anclaje a la meta no es perfecto. En consecuencia, para evitar desviaciones duraderas de la inflación frente a la meta, la autoridad monetaria debe monitorear con cuidado el comportamiento de las expectativas y reaccionar de manera adecuada y oportuna ante señales de desanclaje.

## ◆ II. Medidas de expectativas de inflación

El Banco de la República, al igual que muchos otros bancos centrales, utiliza dos fuentes de información sobre expectativas de inflación: encuestas e información de mercado. A continuación se describen estas fuentes e identifica sus ventajas y desventajas.

### A. Encuestas

Por lo común, las encuestas de expectativas de inflación se aplican a tres tipos de encuestados: los analistas, las empresas y las familias. En general, son de cobertura nacional y preguntan por la inflación esperada en los próximos cuatro u ocho trimestres. En algunos países se indaga, además, por la inflación esperada al finalizar el año en curso y el siguiente, y hay casos en que se pregunta por la inflación esperada cinco y diez años adelante. La frecuencia de las encuestas es mensual, trimestral o semestral. Con el fin de eliminar el efecto de respuestas extremas, los análisis suelen concentrarse en el valor de la mediana de las respuestas.

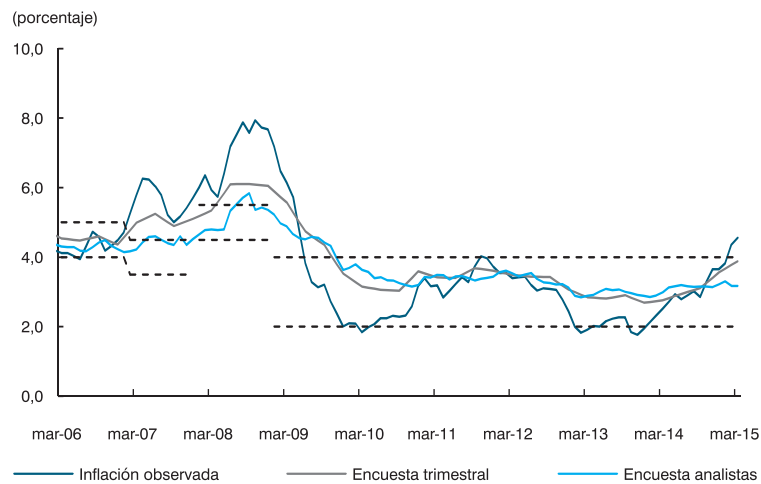
En Colombia, el Banco de la República aplica dos tipos de encuestas: una es la denominada “encuesta a analistas”, que es respondida por analistas económicos de los bancos (locales y extranjeros), las sociedades fiduciarias, los comisionistas de bolsa, las compañías de seguros y los fondos de pensiones. Su frecuencia es mensual y se compila desde septiembre de 2003. La encuesta pregunta por expectativas de inflación total y sin alimentos para el mes vigente, fin de año y doce meses adelante. A partir de enero de 2015 se indaga sobre la inflación esperada para diciembre del siguiente año y veinticuatro meses adelante.

La otra es conocida como “encuesta trimestral de expectativas económicas”<sup>2</sup>. La responden representantes de empresas industriales, de intermediación financiera, de grandes cadenas de almacenes, de los sindicatos, de empresas de transporte y comunicaciones, y académicos y consultores, localizados en las cuatro ciudades de

<sup>2</sup> Datos trimestrales disponibles desde marzo de 2000. En los cálculos presentados en esta Nota se utilizó una linealización para obtener datos mensuales.

mayor tamaño del país (Bogotá, Medellín, Cali y Barranquilla). Se pregunta por las expectativas de inflación para los siguientes cuatro trimestres (Gráfico 1).

Gráfico 1  
Inflación anual observada y expectativas de inflación a 1 año  
(metodología encuestas)



Fuentes: DANE y Banco de la República.

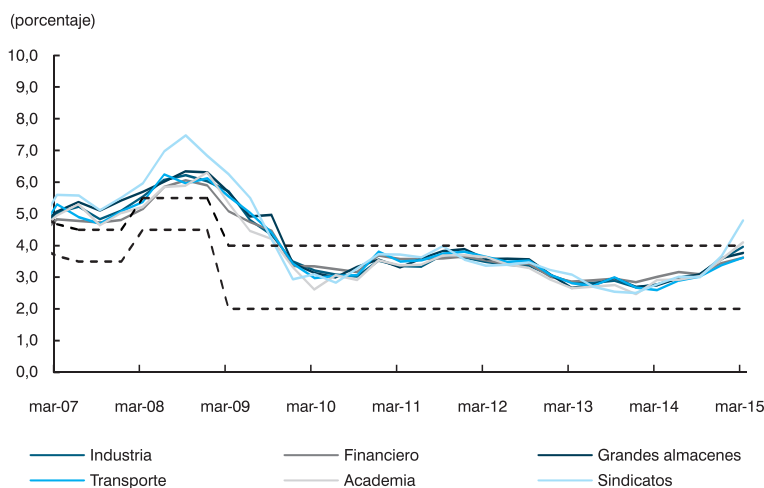
Las fortalezas de las encuestas son varias. Para empezar, la cobertura es amplia e incluye diversos participantes del mercado, analistas, empresarios, representantes de los trabajadores (Gráfico 2), aunque falta una encuesta que se aplique a los hogares. Segundo, los dos tipos de encuestas se han venido haciendo hace varios años, permitiendo así análisis estadísticos y evaluaciones comparativas de episodios en los cuales la inflación ha estado alta o baja. Además, con las encuestas se puede indagar el comportamiento esperado de grupos específicos del índice de precios al consumidor (IPC). Por último, como se explicará, esta metodología no tiene los problemas de distorsiones de mercado que presentan las expectativas derivadas de los títulos de deuda (pública o privada).

Por supuesto, las encuestas también tienen debilidades. Por ejemplo, los analistas pueden ofrecer respuestas estratégicas; pueden tener incentivos a no revelar su información o a revelarla parcialmente. Todos los encuestados son tratados con el mismo peso, a pesar de que algunos pueden tener mayor capacidad para pronosticar la inflación que otros. Por último, es frecuente que se presenten algunos reemplazos en la muestra de informantes, lo cual puede generar distorsiones no deseadas en la estimación de las expectativas de inflación.

## B. Medidas basadas en información del mercado de activos

El Banco de la República también utiliza información del mercado de bonos del gobierno (TES) para estimar expectativas de inflación. El *breakeven inflation* (BEI) mide la expectativa de inflación promedio a un plazo definido, y se calcula como la

Gráfico 2  
Expectativas de inflación por sectores económicos según encuesta trimestral



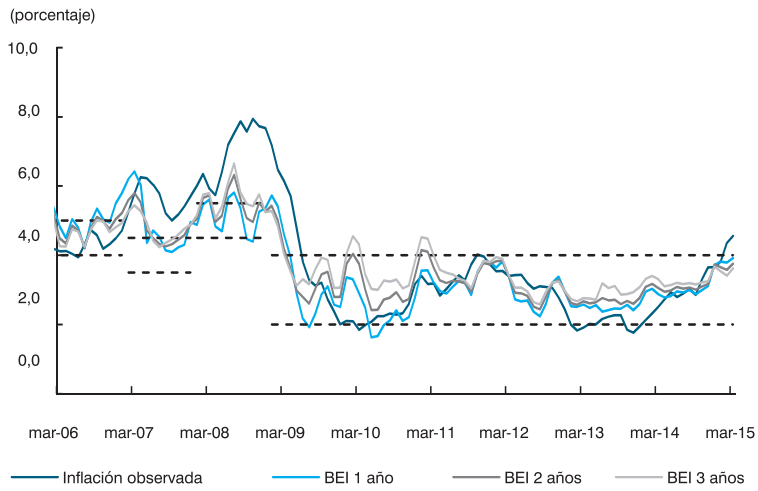
Fuente: Banco de la República.

diferencia entre el rendimiento nominal de un TES denominado en pesos (tasa fija) y el rendimiento real de un TES en unidades de valor real (UVR, indexado a la inflación), ambos al plazo para el cual se está midiendo la expectativa. Este cálculo puede asociarse con lo que en materia de inflación esperan quienes negocian estos títulos, considerando que la tasa nominal de un TES en pesos debe corresponder a la de un TES en UVR más una compensación por la inflación. Así, por ejemplo, el BEI de un año refleja la tasa de inflación implícita a un año, y el BEI a dos años refleja la tasa anual promedio de la inflación en tal período (Gráfico 3). Los BEI pueden indicar no solo la expectativa de inflación, sino también la prima de riesgo inflacionario. Esto ocurre debido a que quien invierte en un título a tasa fija debe ser compensado por la inflación esperada y por el riesgo de que la inflación se desvíe de dicha expectativa.

Adicionalmente, se calcula el *forward breakeven inflation* (FBEI), en el cual, a partir de los BEI a diferentes plazos, se obtienen expectativas anuales de inflación a futuro. Así, por ejemplo, a partir de los BEI a uno y a dos años se puede estimar la expectativa de inflación a un año, dentro de un año (Gráfico 4). Las estimaciones del BEI y del FBEI están disponibles desde 2003.

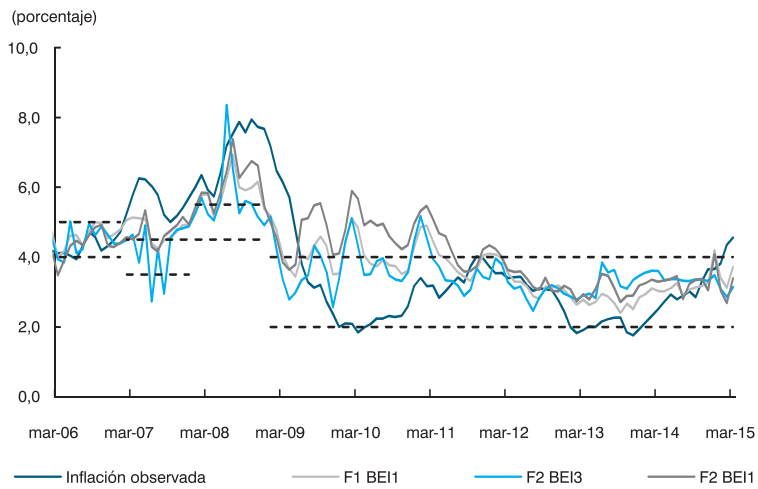
La principal ventaja de las medidas de expectativas de inflación basadas en precios del mercado de activos es la frecuencia con la que pueden ser estimadas, ya que se basan en las tasas de interés de los títulos líquidos (TES), los cuales por lo general se transan todos los días. Además, y a diferencia de las expectativas de inflación derivadas de encuestas, los BEI se basan en información de mercados en los cuales los inversionistas respaldan su proyección de la inflación con dinero; es decir, reflejan “apuestas” reales de mercado. Por último, los BEI y FBEI ofrecen información de los participantes de los mercados financieros, que puede ser comparada con los datos recolectados por las encuestas a esos mismos participantes u otros grupos de encuestados, como los analistas, empresarios o consumidores.

**Gráfico 3**  
**Inflación anual observada y expectativas de inflación a varios plazos según *break even inflation* (BEI)**



Fuentes: DANE y Banco de la República.

**Gráfico 4**  
**Inflación anual observada y expectativas de inflación a varios plazos según *forward break even inflation* (FBEI)**



Fuentes: DANE y Banco de la República.

La principal desventaja de estos indicadores es que pueden estar afectados por movimientos puntuales (no relacionados con las expectativas de inflación) en las tasas de los títulos, ya sea en pesos o en UVR, lo cual afecta la comparación. Un ejemplo de esto es la mayor prima de liquidez que pueden requerir los TES denominados en UVR frente a la de los TES en pesos, para compensar el mayor riesgo de

los primeros, por ser títulos que se transan menos que los segundos. Igualmente, se debe considerar que estas primas de liquidez cambian en el tiempo y de acuerdo con los títulos. De hecho, dado que este mercado ha ganado profundidad a lo largo del tiempo, se dificulta comparar las expectativas en términos históricos.

A pesar de las ventajas y desventajas que presentan las distintas metodologías para medir las expectativas de inflación, al aplicar algunas pruebas estadísticas a las series de enero de 2003 a marzo de 2015, se encontraron los siguientes patrones comunes:

- Todos los resultados de las medidas de expectativas de inflación a un año presentan una tendencia similar: cercana a la de la inflación observada y a la meta de inflación. En promedio, las medidas son similares en nivel y volatilidad<sup>3</sup>.
- En los últimos tres años los errores de pronóstico (expectativas a un año frente a la inflación observada) han tendido a igualarse entre las distintas metodologías. Según los criterios de evaluación, no hay una medida de expectativas a un año que genere errores de pronóstico significativamente menores, comparada con la otra.
- Cuando la inflación supera el límite superior del rango meta<sup>4</sup> (inflación alta), la encuesta trimestral<sup>5</sup> tiende a generar expectativas de inflación más altas que el resto de medidas.

### ◆ III. Comportamiento de las expectativas de inflación

Entre 2006 y marzo de 2015 la inflación observada y sus expectativas se vieron afectadas por varios choques internos y externos enfrentados por la economía colombiana. En este entorno, la respuesta de política monetaria se encaminó a conducir a la inflación a la meta de largo plazo (3%), objetivo que se alcanzó en 2009. Luego, tanto la inflación como sus expectativas oscilaron alrededor del 3%<sup>6</sup>.

En el periodo de análisis, fuertes cambios en el ritmo de la actividad económica afectaron al comportamiento de los precios y al de sus expectativas. Para medir las fluctuaciones de la actividad económica y su impacto en la inflación, se utiliza la denominada brecha del producto, estimada como la diferencia entre el nivel observado del producto interno bruto (PIB) y el nivel que se obtendría al usar plenamente la capacidad productiva de la economía (PIB potencial). Con todo lo demás constante, una brecha positiva sugiere que se está demandando más de lo que puede producir el país, lo que genera presiones alcistas sobre la inflación. Una brecha cercana a cero indica que no hay tendencia al cambio en los precios, mientras que una brecha negativa señala presiones bajistas en la inflación.

<sup>3</sup> Una excepción se presenta al comparar las expectativas de los BEI a un año frente a las expresadas por los sindicatos (en la encuesta trimestral de expectativas), las cuales exhiben una función de distribución diferente.

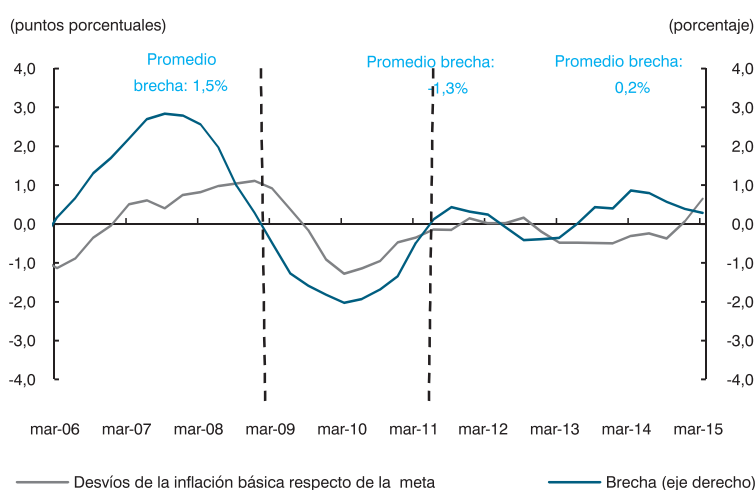
<sup>4</sup> Sep./2002 a mar./2003; ene./2007 a abr./2009, y ene./2015 a la fecha.

<sup>5</sup> Por ejemplo, las expectativas de los sindicatos, recogidas en la encuesta trimestral de expectativas económicas.

<sup>6</sup> Entre octubre de 2009 y marzo de 2015 la inflación registró un promedio de 2,8%.

En los diez años de análisis la estimación de la brecha del producto identifica tres grandes períodos de actividad económica (Gráfico 5): entre marzo de 2006 y marzo de 2009, con brecha positiva (promedio 1,5%); entre abril de 2009 y junio de 2011, con brecha negativa (promedio -1,3%), y entre julio de 2011 y marzo de 2015, con brecha positiva pero cercana a cero (promedio 0,2%). A continuación se describe el comportamiento de la inflación y sus expectativas en cada uno de estos períodos.

**Gráfico 5**  
Brecha del producto y desviaciones de la inflación básica<sup>a/</sup> respecto de la meta

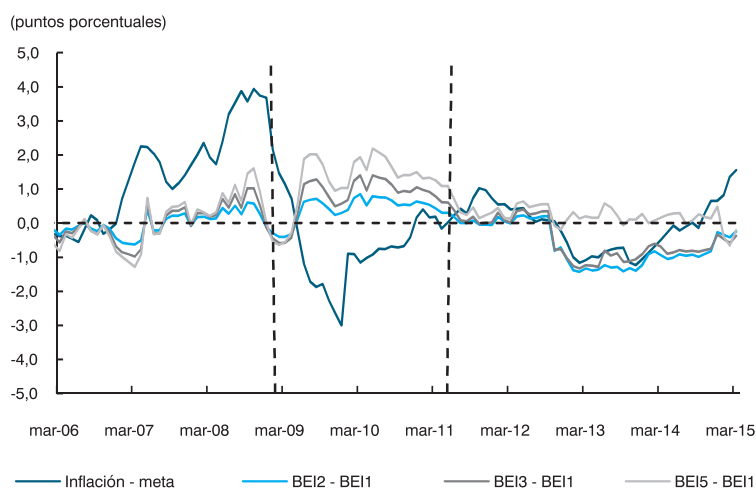


a/ Promedio de cuatro medidas de inflaciones básicas.  
Fuente: Banco de la República.

El lapso entre marzo de 2006 y marzo de 2009 (período 1) se caracterizó por un crecimiento económico alto y una inflación elevada en relación con la meta fijada por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR). En su inicio, el aumento de las expectativas de inflación a un año (Gráfico 3) fue superior a las de largo plazo (Gráfico 6), y reflejó la percepción de un choque transitorio sobre los precios. Luego, las expectativas a largo plazo aumentaron, debido en especial a la fuerte dinámica de la demanda interna y a unos precios internacionales del petróleo y de los alimentos que continuaron aumentando de forma más persistente que lo previsto (Gráfico 7). La fuerte reacción de política monetaria<sup>7</sup>, el inicio de la recesión mundial a finales de 2008 y la caída de los precios internacionales de los bienes básicos condujeron a la inflación y a sus expectativas a niveles históricamente bajos a finales de 2009 (Gráfico 3).

<sup>7</sup> Entre marzo de 2006 y julio de 2008 la tasa de interés de referencia pasó de 6% a 10%.

Gráfico 6  
Expectativas de inflación según *break even inflation* (BEI)  
(diferencia entre largo y corto plazo)



Fuente: cálculos del Banco de la República.

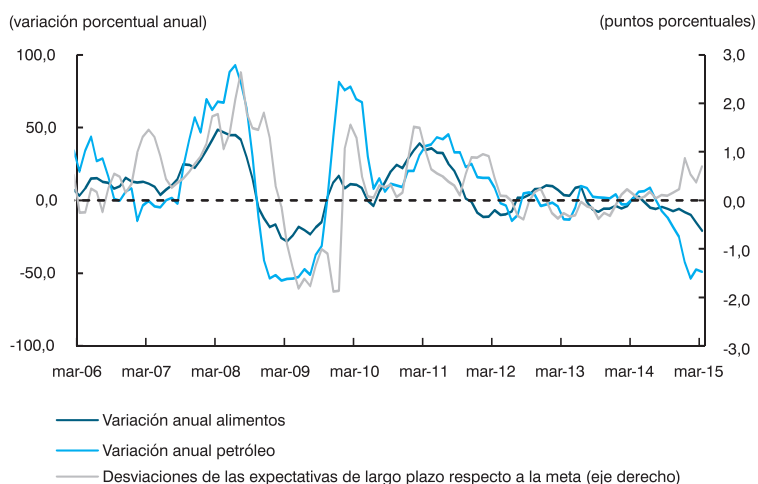
El período comprendido entre abril de 2009 y junio de 2011 (período 2) comenzó poco después de la gran crisis financiera internacional y continuó con la recuperación de la demanda externa en los siguientes dos años. El producto de Colombia, que presentó un bajo crecimiento en 2009 afectado por la crisis, rápidamente se recuperó y se calcula que a mediados de 2011 alcanzó el pleno uso de la capacidad productiva de la economía (brecha de producto cero, Gráfico 5). La inflación, que a finales de 2008 había sido del 7,7%, descendió a un 2% en diciembre de 2009 y convergió a la meta a finales de 2010. Este comportamiento de los precios estuvo enmarcado por una postura expansiva de política monetaria en 2009, impulso que se fue retirando desde comienzos de 2011 (Gráfico 8). Las expectativas a un año de los BEI alcanzaron a situarse por debajo del 2% en 2009, mientras que a horizontes de dos y tres años indicaban que la inflación retornaría al 3%, en parte por las acciones de política monetaria (Gráfico 3). En 2010 las expectativas de inflación a uno y dos años de los BEI se mantuvieron por debajo de 3% y en los primeros dos meses de 2011 aumentaron y se situaron en la parte superior del rango meta.

Entre julio de 2011 y marzo de 2015 (período 3) se observó una demanda externa débil, debido a la crisis de la zona del euro (2011 y 2012), a la lenta recuperación en los Estados Unidos, y al menor crecimiento de algunos socios comerciales en Latinoamérica a partir de la mitad de 2013<sup>8</sup>. Hasta mediados de 2014 los precios internacionales de los alimentos y del petróleo se mantuvieron altos y relativamente estables. Estos factores, y la apreciación nominal registrada hasta comienzos de 2013, generaron incrementos de precios en el grupo de transables inferiores a la meta del 3%. Lo anterior, junto con el aumento en la oferta de alimentos debido a

<sup>8</sup> En parte, como resultado de caídas en sus términos de intercambio y de la desaceleración en China.

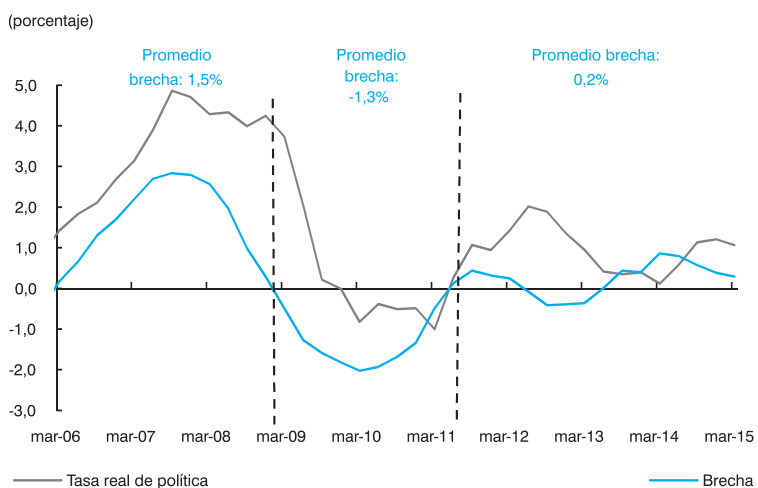


**Gráfico 7**  
Expectativas de inflación de largo plazo<sup>a/</sup> y precio internacional del petróleo y de los alimentos



a/ Promedio de los BEI a 2, 3 y 5 años.  
Fuente: cálculos del Banco de la República.

**Gráfico 8**  
Brecha de producto y tasa de interés real de política<sup>a/</sup>



a/ Deflactada con el promedio de cuatro indicadores de inflación básica.  
Fuente: cálculos del Banco de la República.

las buenas condiciones climáticas y a la ausencia de presiones de costos sobre los precios, contribuyó a que la inflación (2,9% en promedio) y sus expectativas se mantuvieran cerca o por debajo de la meta. Desde comienzos de 2014 esta tendencia empezó a revertirse (Gráfico 3).

Como lo sugieren las medidas de inflación básica y la brecha del producto, a pesar del buen desempeño de la actividad económica registrado entre 2011 y 2014, las presiones de demanda parecieran haber sido escasas (Gráfico 5). En ese período el financiamiento externo fue amplio y el crecimiento económico colombiano fue alto (promedio 5%), con una dinámica de la demanda interna mayor que la del PIB (brecha promedio del 0,2%)<sup>9</sup>. Por su parte, hasta finales de 2014 el promedio de las cuatro medidas de inflación básica se mantuvo cerca o por debajo del 3%.

En el primer trimestre de 2014 el inicio de la normalización monetaria en los Estados Unidos y sus presiones alcistas sobre la tasa de cambio<sup>10</sup>, junto con un deterioro esperado en la oferta de alimentos, aumentaron la probabilidad de que la convergencia de la inflación a la meta fuera más rápida que la esperada a finales de 2013. En este contexto, y con una proyección de la brecha del producto cercana a cero, entre abril y agosto de 2014 la JDBR decidió incrementar la tasa de interés de referencia de manera gradual para conducirla a un terreno menos expansivo. A mediados del mismo año se registró una fuerte caída de los precios del petróleo y una elevada depreciación del peso, la cual comenzó a transmitirse parcialmente a los precios de origen importado. Lo anterior, sumado al aumento en los precios de los alimentos, explicó el incremento de la inflación y de sus expectativas desde finales de 2014.

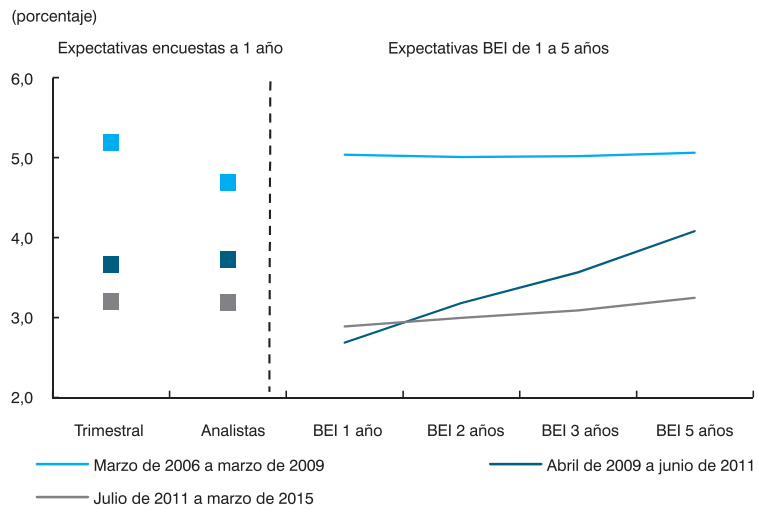
De todo lo anterior y de varios análisis estadísticos se puede concluir lo siguiente:

- Las expectativas de inflación se volvieron más estables luego de que la inflación convergió a la meta de 3% en 2009. Después de ese año la credibilidad en la meta se fortaleció, como lo sugiere el comportamiento de las expectativas de inflación de largo plazo (gráficos 9 y 10).
- Las expectativas de inflación de largo plazo varían menos que las de corto plazo. Esta menor sensibilidad de las expectativas de inflación de largo plazo a los nuevos datos disponibles sugieren un anclaje a la meta. Sin embargo, este anclaje no es perfecto, ya que las expectativas de inflación de largo plazo siguen exhibiendo algún grado de volatilidad (gráficos 10 y 11).
- Las expectativas de inflación de largo plazo continúan dependiendo de las condiciones económicas y de la respuesta de la autoridad monetaria (Gráfico 12). Por ejemplo, cambios en los precios relativos de los alimentos y algunos bienes y servicios regulados, si bien no son del control directo de la autoridad monetaria, continúan afectando a las expectativas de inflación de largo plazo (Gráfico 7).

<sup>9</sup> Excepto en 2012 (brecha -0,2%), cuando el crecimiento fue de un 4%, similar al de la absorción.

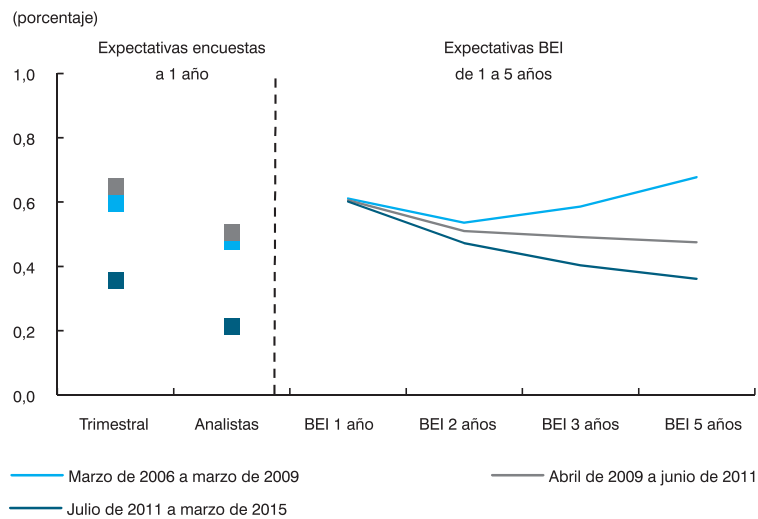
<sup>10</sup> En enero de 2014 se inició el desmonte del programa de venta de activos (*tapering*) por parte de la Federal Reserve.

**Gráfico 9**  
**Promedio de las expectativas de inflación en cada período**



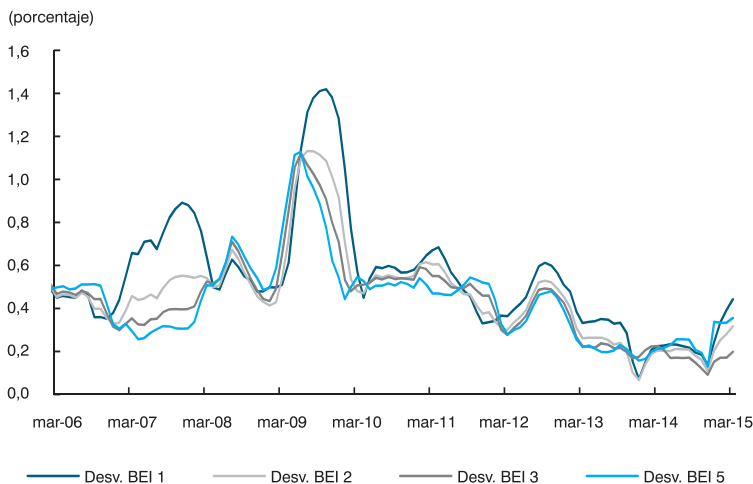
Fuente: cálculos del Banco de la República.

**Gráfico 10**  
**Volatilidad de las expectativas de inflación**  
**(desviación estándar en el período)**



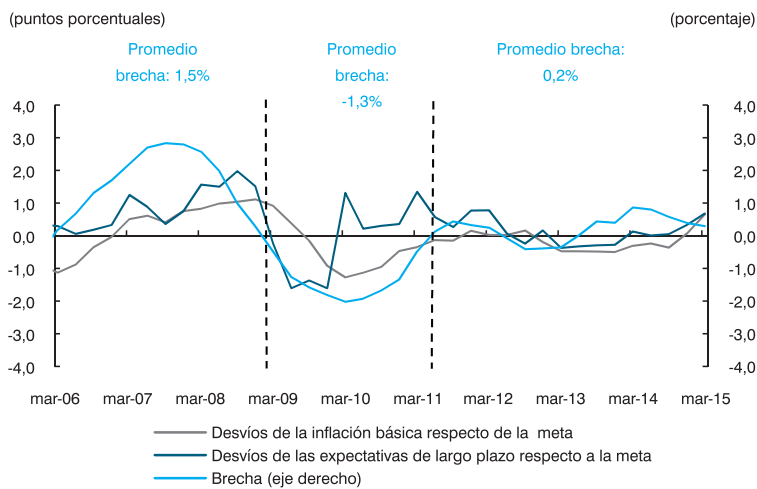
Fuente: cálculos del Banco de la República.

**Gráfico 11**  
**Volatilidad de expectativas de inflación según *break even inflation* (BEI)**  
**(desviación estándar 12 meses)**



Fuente: cálculos del Banco de la República.

**Gráfico 12**  
**Brecha de producto y desviaciones de la inflación básica<sup>a/</sup> y de las expectativas de inflación de largo plazo<sup>b/</sup> respecto de la meta**



a/ Promedio de cuatro indicadores de inflación.

b/ Promedio de BEI a 2, 3 y 5 años.

Fuente: cálculos del Banco de la República.

#### ◆ IV. Caracterización de las expectativas de inflación e implicaciones para la política monetaria

Una inflación baja y estable, junto con unas expectativas de inflación ancladas a la meta facilitan las negociaciones salariales y actúan como un ancla nominal para las decisiones de precios. También, generan mayor certidumbre en las decisiones de ahorro e inversión, incentivan el otorgamiento de créditos de largo plazo y, en general, están asociadas con un crecimiento menos volátil del producto alrededor de su nivel potencial.

En Colombia la meta de inflación del 3% se alcanzó en 2009, y desde esa fecha hasta finales de 2014, tanto la inflación, como las diferentes medidas de expectativas de inflación, se volvieron menos volátiles y permanecieron la mayor parte del tiempo dentro del rango meta ( $3\% \pm 1$  pp). En ese período las respuestas de política monetaria a los distintos choques que recibió la economía fueron fundamentales para mantener la inflación baja y estable, y así afianzar la credibilidad en el objetivo del incremento de precios.

No obstante, las expectativas de inflación pueden presentar desviaciones transitorias con respecto a la meta (por encima o por debajo), especialmente en períodos cortos e inferiores al horizonte en el cual la política monetaria tiene efecto sobre los precios. En estos horizontes un porcentaje importante de la población puede formar sus expectativas de manera adaptativa; es decir, con base en la inflación registrada.

En Colombia varios factores podrían explicar un comportamiento de las expectativas de inflación como el descrito. En primer lugar, es frecuente que algunos grupos de la canasta familiar enfrenten choques transitorios en su oferta<sup>11</sup>, lo cual genera cambios importantes en sus precios y en las expectativas de inflación de corto plazo. En segundo lugar, varios precios y costos de la economía se actualizan, en parte, con la inflación total (por ejemplo: arriendos, educación, salario mínimo, etc.) o con otros indicadores de precios (por ejemplo, el índice de precios al productor: IPP), situación que induce mayor persistencia a aumentos transitorios de la inflación. Adicionalmente, para algunos individuos los costos de obtener un buen pronóstico<sup>12</sup> de inflación de corto plazo pueden superar los beneficios y, por tanto, para ellos una proyección razonable y barata es la inflación observada. En este contexto, un porcentaje importante de los agentes de la economía pueden asignarle una alta ponderación a un cambio abrupto y reciente de los precios cuando realizan una expectativa de inflación de corto plazo.

Sin embargo, como se mostró, cuando la inflación aumenta de forma rápida y significativa por un choque transitorio (por ejemplo, a comienzos de 2007), las expectativas de inflación a un año suelen incrementarse más que las de mayores plazos, reflejando, en parte, que dicho choque se diluirá y que la inflación regresará al objetivo de aumento de precios. La reacción de las expectativas a horizontes más largos dependerá, entre otras cosas, de la magnitud y persistencia de los choques y de las acciones de política monetaria tendientes a evitar un desanclaje de la inflación con respecto a la meta. Cuando los agentes toman en cuenta estos y otros factores para formar sus expectativas (es decir, al hacerlo “racionalmente”, según la definición

<sup>11</sup> Por ejemplo, dentro del IPC los alimentos representan un 28,2%, y su oferta depende en gran medida del comportamiento del clima.

<sup>12</sup> Por ejemplo, de búsqueda, análisis y procesamiento de datos.

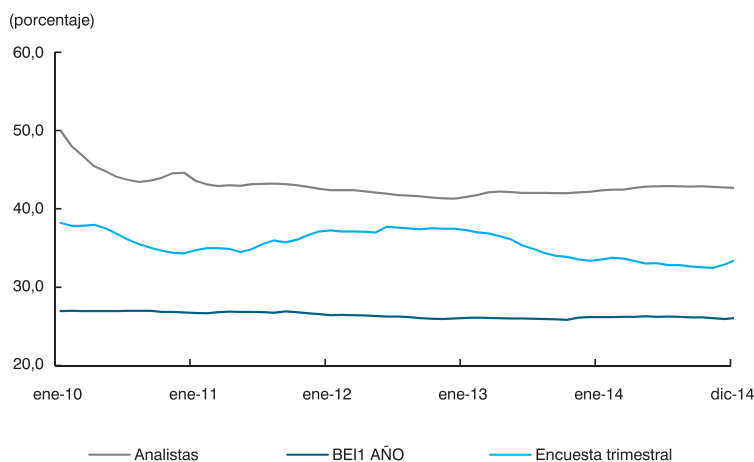
presentada), las expectativas pueden converger a la meta de inflación, dependiendo de la credibilidad que tenga la política monetaria. Si esta es creíble, las expectativas a horizontes largos (por ejemplo, dos años o más) se alinearán con la meta. Esto sucede porque los agentes reconocen que en ese tiempo la política monetaria puede afectar los precios y alcanzar su objetivo.

Nótese, entonces, que expectativas racionales de inflación son compatibles con proyecciones de desviaciones de la meta a un año o menos (pues se reconoce y pronostica el efecto de los choques), al tiempo con pronósticos a dos años o más cercanas a la meta, si la política monetaria es creíble y se espera que los choques se desvanezcan. Por otra parte, si la meta no es creíble en horizontes largos, se corre el riesgo de un desanclaje de las expectativas. Para la política monetaria esta es una señal complicada, puesto que indica que, ni siquiera al desaparecer el efecto de los choques temporales, los agentes esperan un retorno de la inflación a la meta. En esta circunstancia es indispensable que la autoridad monetaria envíe una señal clara de su compromiso con el logro de la meta de inflación, lo cual típicamente se implementa mediante aumentos de la tasa de interés. Retrasos en esta respuesta de política implican el riesgo de una desviación indefinida de la inflación con respecto a la meta y pueden requerir un aumento mayor y por más tiempo de las tasas de interés en el futuro, con el consecuente impacto negativo en la producción y el empleo. En otras palabras, una respuesta oportuna de política ante evidencia de desanclaje de las expectativas minimiza los costos de retornar a la meta.

Además, incluso si la meta de inflación resulta creíble en horizontes de más de un año, es posible que los agentes esperen que ella se cumpla no solo porque los choques se diluyan, sino también como consecuencia de aumentos esperados en las tasas de interés del banco central. De no materializarse dichos incrementos, la credibilidad en la meta de inflación puede deteriorarse.

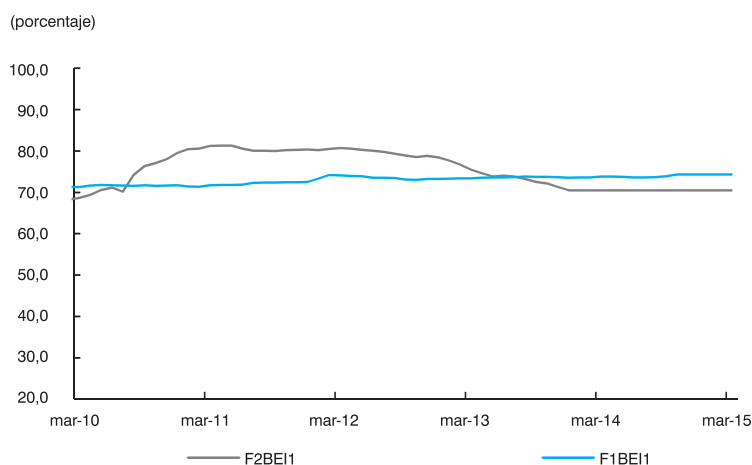
De lo anterior se deriva que el conocimiento de la naturaleza de las expectativas de inflación es de gran importancia para seleccionar una respuesta adecuada de

Gráfico 13  
Estimación de la ponderación de la meta de inflación  
en las expectativas a 1 año, suponiendo que los agentes también  
tienen en cuenta la inflación observada



Fuente: cálculos del Banco de la República.

**Gráfico 14**  
**Estimación de la ponderación de la meta de inflación**  
**en las expectativas de inflación a plazos largos, suponiendo que los agentes**  
**también tienen en cuenta la inflación observada**



Fuente: cálculos del Banco de la República.

política ante diversos choques macroeconómicos. Concretamente, es útil tener una idea de cuán racionales o adaptativas son las expectativas de inflación en Colombia y cuánto representa la meta de inflación en su formación. Los resultados de las estimaciones realizadas por el equipo técnico del Banco de la República indican que, en la formación de expectativas de inflación calculadas por el Banco de acuerdo con las medidas explicadas, existe un componente racional y otro adaptativo, donde este último es el de mayor relevancia en las expectativas a un año<sup>13</sup>. Adicionalmente, los cálculos indican que en las expectativas a un año, la inflación observada es la que tiene mayor peso (entre el 55% y el 75%, Gráfico 12), mientras que en las expectativas con horizontes a dos años y más, la meta es la de mayor ponderación en su formación (entre 70% y 75%, Gráfico 13). Estos hallazgos confirman la importancia de monitorear el comportamiento de las expectativas de inflación y de reaccionar adecuada y oportunamente ante indicios de desanclaje. 📌

♦ **José Darío Uribe Escobar** ♦  
 Gerente general\*

<sup>13</sup> En la prueba más sencilla que se realizó, se simuló un proceso en el cual los agentes corrigen sus expectativas con el último error de pronóstico que tuvieron en la estimación de la inflación anual, proyección que se realizó un año atrás. Según los resultados, el componente racional explica entre 35% y 40% de la expectativa y ha aumentado a lo largo del tiempo (aunque no de manera sostenida). La representatividad del componente adaptativo es menor para los indicadores FBEL, lo cual es de esperarse, debido al horizonte de pronóstico más lejano.  
 \* Esta Nota Editorial fue preparada con la colaboración de Carlos Huertas, director del Departamento de Programación e Inflación y Eliana González, jefe de la Sección de Estadística del Departamento Técnico y de Información Económica. Las opiniones expresadas son de exclusiva responsabilidad del gerente general y no comprometen a la Junta Directiva del Banco de la República.

## ◆ Referencias

Blanchflower, D. (2008). “Inflation, Expectations and Monetary Policy”. Discurso ante el Royal Society, 29 de abril.

Ekeblom, D. (2012). “Empirical Swedish Inflation Expectations”, Seminario de Macroeconomía, Department of Economics, Lund University, octubre.

Gerberding, C. (2001). “The Information Content of Survey Data on Expected Price Developments for Monetary Policy”, Discussion Paper 9/01. Economic Research Centre of the Deutsche Bundesbank, Frankfurt.

González, E.; Huertas, C.; Ruiz, C. (2015). “La formación de expectativas de inflación en Colombia”, Borradores de Economía, núm. 880, Banco de la República.

Heinemann, F.; Ullrich, K. (2006). “The Impact of EMU on Inflation Expectations”, *Open Economics Review*, vol. 17.

Mohanty, D. (2012). “The Importance of Inflation Expectations”, en Bank for International Settlements (ed.), *Monetary Policy and the Measurement of Inflation: Prices, Wages and Expectations*, vol. 49, pp. 129-171, Bank for International Settlements.

Vargas, H.; González, A.; González, E.; Romero, J.; Rojas, L. (2009). “Assessing inflationary pressures in Colombia”, Borradores de Economía, núm. 558, Banco de la República.