

PRESENTACIÓN, RESUMEN Y CONCLUSIONES

EVALUACIÓN DE LA SITUACIÓN INFLACIONARIA A SEPTIEMBRE DE 2002

- * La inflación anual al consumidor al finalizar el tercer trimestre de 2002 fue de 6,0%, menor que la observada en junio de este año (6,2%) y en septiembre del año pasado (8,0%). Después de haber repuntado levemente en los meses de junio y julio, la inflación al consumidor se redujo a niveles del 6,0% en los siguientes dos meses, gracias a una mejoría en los precios de los alimentos.
- * En el tercer trimestre, las presiones inflacionarias provinieron principalmente del grupo transporte y gastos varios, a raíz del incremento en el precio de la gasolina y de la devaluación. También hubo presiones como resultado del mayor crecimiento anual experimentado en los precios de los servicios financieros y de los artículos de joyería. Los demás grupos de la canasta desaceleraron su crecimiento anual de precios en este período.
- * Al finalizar el tercer trimestre la inflación de alimentos (8,6%) descendió con respecto al nivel de junio (9,2%). Esta desaceleración se presentó a pesar de la gran presión al alza ejercida por la papa, cuyo crecimiento anual de precios pasó de 8,0% en junio a 51,3% en septiembre. La reducción en la inflación de alimentos en septiembre frente a la de junio es consecuencia de los menores crecimientos registrados en los precios de la carne y sus derivados y en los de hortalizas y legumbres.
- * Por artículos, la mayor contribución a la inflación del tercer trimestre recayó en el precio de la papa. Este producto, por sí solo, explicó más del 33,0% de la inflación acumulada en el trimestre. Se espera que el precio de la papa siga contribuyendo significativamente a acelerar la inflación del consumidor, al menos en octubre y noviembre. De acuerdo con los pronósticos del Banco, el incremento anual en el índice de precios al consumidor (IPC) de la papa a final de año podría acercarse al 100%. Sin embargo, para el próximo año, los altos precios deben estimular la oferta y permitir reducciones en el precio futuro. Este factor, junto con la finalización de la fase de retención ganadera y la entrada de la fase de liquidación, permiten anticipar caídas en los precios reales de los alimentos a partir de la segunda mitad de 2003.
- * Los dos factores anteriores deberían compensar el efecto alcista que generará la presencia de un fenómeno de “El Niño”, de leve intensidad en el segundo semestre de este año y en el primer trimestre de 2003. Adicionalmente, la encuesta de opinión empresarial agropecuaria del Centro de Estudios Ganaderos y Agrícolas (CEGA), muestra que los productores esperan con mayor optimismo el segundo semestre de 2002, en particular, estiman una recuperación en la inversión en general y de la producción diferente a café y sector pecuario. Lo anterior, debería reflejarse en un buen nivel de abastecimiento de alimentos a comienzos de 2003.

- ✧ Las presiones inflacionarias originadas por la demanda han estado controladas, al juzgar por el bajo nivel que registran los indicadores de inflación básica. El promedio de los tres indicadores de inflación básica descendió a lo largo del tercer trimestre y cerró en septiembre en 5,1%, inferior en 0,2 puntos porcentuales al de junio de 2002 y en 1,9 puntos porcentuales al de septiembre del año pasado.

- ✧ La aceleración de la devaluación sólo ha tenido algunos impactos puntuales sobre ciertos segmentos de los precios al consumidor y aún no se percibe la transmisión de ésta a la inflación al consumidor global. De hecho, la inflación de bienes transables pasó de crecer 6,0% en junio a 5,4% en septiembre.

- ✧ A pesar de lo anterior, la mayor devaluación sí ha conducido a un repunte significativo en los precios del productor. La variación anual del índice de precios del productor (IPP), entre junio (2,9%) y septiembre (6,8%), se incrementó significativamente, al igual que lo hicieron, tanto su componente importado (de 1,6% en junio a 10,7% en septiembre), como su componente de consumo final, el más cercano a la canasta del IPC (de 4,6% en junio a 6,3% en septiembre).

- ✧ Durante el segundo trimestre del año se presentó una aceleración en el ritmo de crecimiento del PIB. De acuerdo con el DANE, para este período, el crecimiento anual fue de 2,2%, superior al observado a comienzos de año (0,5%).

- ✧ Sin embargo, en esta oportunidad, la comparación simple de las tasas de crecimiento anual del primero y el segundo trimestres puede ser engañosa, dado que los resultados estuvieron afectados por la presencia atípica de Semana Santa en el primer trimestre. Para evitar este ruido estadístico, resulta más conveniente examinar el desempeño del PIB para el conjunto del primer semestre. El crecimiento anual en este período fue de 1,4%, mayor que el observado en todo el segundo semestre del año anterior (1,0%) y que en el del cuarto trimestre del mismo año (1,1%). A partir de estas cifras resulta claro que la actividad económica sí ha sido más dinámica este año que a finales del año pasado.

- ✧ Con relación a la demanda, son tres los factores que explican la aceleración del crecimiento en el primer semestre. En primer lugar, el mejor desempeño del consumo privado, en segundo lugar, el mayor crecimiento de las exportaciones totales de petróleo y café, y en tercer lugar, un proceso de sustitución de importaciones como se deriva de la reducción de las importaciones en este período en 2,8% frente al primer semestre de 2001. Los otros componentes de la demanda -el gasto público y la inversión privada- se contrajeron o se desaceleraron. En el caso de la inversión privada, tan sólo sobresale la efectuada en edificaciones, con un crecimiento anual del 22,0%. Los otros componentes de la inversión privada se contrajeron fuertemente.

- ✧ Para el segundo semestre del año se espera, nuevamente, una ligera aceleración del crecimiento. Con ella sería posible observar un crecimiento del PIB en todo el año, de 1,6%, compatible con las últimas proyecciones efectuadas por el Gobierno. Se estima que el mayor crecimiento durante la segunda mitad del año podría estar sustentado en un mayor dinamismo de la demanda doméstica, en particular de los consumos privado y público. En el caso del consumo privado, estas expectativas se sustentan en el aceptable desempeño que han mostrado recientemente algunos

indicadores sectoriales, como las ventas de automóviles y las financiadas con tarjetas de crédito. En cuanto al consumo público, el mayor crecimiento podría provenir del fortalecimiento del gasto en seguridad y de las adiciones al presupuesto programadas para los próximos meses.

✧ Las otras fuentes de demanda, como las exportaciones y la inversión, no deberían contribuir al crecimiento. Las exportaciones seguirán afectadas por la recesión en Venezuela, y el ATPA sólo podría desempeñar un papel marginal en lo que resta del año. La inversión enfrentará la mayor incertidumbre sobre la estabilidad macroeconómica en el mediano plazo y la disminución de las fuentes de financiamiento externo, por lo cual difícilmente crecerá. Tan solo se espera un crecimiento positivo en el caso de la inversión en edificaciones.

✧ En un horizonte mayor, las perspectivas de crecimiento son más inciertas ahora que en el trimestre anterior. El cierre del mercado externo de capitales y las amplias necesidades de financiamiento interno que requiere el sector público imponen un estrecho límite al monto de gasto privado que puede ser financiado. Este margen, sin embargo, puede ampliarse o contraerse dependiendo de la rapidez con que se reabran los mercados financieros y, especialmente, de la manera como el sector público resuelva sus problemas de financiamiento para 2003 y años siguientes.

✧ En la actualidad, la economía sigue operando por debajo de su nivel potencial, tal y como lo sugieren la amplia capacidad instalada sin utilizar, la elevada tasa de desempleo y las estimaciones de la brecha del producto. Dado el crecimiento proyectado, esta situación no cambiará sustancialmente en los próximos meses, por lo que no se anticipan presiones inflacionarias de demanda que pongan en peligro la meta de inflación de este año.

✧ Gracias a que la inflación fluctuó en torno al 6% y a que la probabilidad de cumplir la meta para fin de año seguía siendo alta, la Junta Directiva decidió mantener las tasas de intervención inalteradas durante el tercer trimestre. A finales de septiembre, las tasas eran las siguientes: lombarda de expansión, 9,0%; subasta de expansión, 5,25%; subasta de contracción, 4,25%, y lombarda de contracción, 3,25%.

✧ A finales de septiembre, la TRM se situó en \$2.828,1 por dólar, alcanzando una devaluación anual de 21,3% y una trimestral de 17,9%. La aceleración en el ritmo de devaluación, durante estos tres meses, activó los mecanismos de intervención para el control de volatilidad del tipo de cambio. La primera subasta de opciones *call* por un cupo de US\$180 millones se efectuó el 29 de julio, ejerciéndose en su totalidad. Ante la persistencia en el ritmo de devaluación, el primero de agosto el Banco de la República convocó nuevamente a una subasta de opciones *call* con un cupo de US\$180 millones, del cual se ejercieron US\$109,5 millones. El 2 de octubre se efectuó una nueva subasta de opciones *call* por US\$180 millones, de los cuales se habían ejercido US\$124,5 millones a la fecha de redacción de este informe. Durante este período no se ejercieron opciones *put* para acumulación de reservas.

✧ La demanda de liquidez siguió creciendo aceleradamente a lo largo de estos últimos tres meses, impulsada, sobre todo, por la demanda de efectivo. El aumento en la demanda de efectivo corresponde a un choque exógeno, como se desprende de la estabilidad de las tasas de interés a lo largo del año.

✧ El Banco ha venido supliendo estas mayores necesidades de liquidez sin generar excesos monetarios que comprometan el logro de las metas de inflación por cuanto se ha acomodado un choque exógeno a la demanda de efectivo. La provisión de liquidez se ha llevado a cabo a través de los cupos de Repos de expansión y de las compras permanentes de TES. En este trimestre, el Banco de la República efectuó compras permanentes de TES por \$829 mil millones, acumulando compras en lo corrido del año por \$1.069 miles de millones. Parte de las compras efectuadas en el último trimestre, \$130 mil millones, se transaron mediante el sistema de subasta y estuvieron dirigidas a los intermediarios financieros que no hacen parte del sistema electrónico de negociación (SEN), incluyendo las sociedades comisionistas de bolsa y las fiduciarias. Además, a estos dos tipos de entidades financieras se les autorizó realizar operaciones de expansión transitoria con el Banco de la República.

✧ La mayor demanda de liquidez, frente a los niveles esperados en la línea de referencia aprobada en marzo, hizo que la Junta Directiva del Banco de la República considerara necesario estimar una nueva línea de referencia para lo que resta del año. Al finalizar el mes de septiembre, se adoptó una nueva línea, la cual supone un crecimiento promedio anual de 28,3% para la base monetaria en el cuarto trimestre del año.

✧ A septiembre, el crecimiento anual de la base monetaria era 26,0%, mayor que el observado en junio (17,6%). En cuanto a M3, su crecimiento en septiembre fue 8,8%, menor que el de junio (9,1%), pero mayor que el de julio y agosto. El crecimiento de M3 sigue estando sustentado por el aumento del efectivo, de las cuentas corrientes y de las cuentas de ahorro. La demanda de CDT sigue contrayéndose. La recomposición observada, en lo corrido del año, en M3 hacia activos más líquidos se explica tanto por decisiones de portafolio del sector privado como por las del sector público.

✧ La cartera siguió creciendo muy lentamente en términos nominales y contrayéndose en términos reales. A septiembre, el ritmo de crecimiento anual de este agregado era de 1,6%, frente a 0,2% tres meses atrás. Por tipo de crédito, el crédito comercial y de consumo en conjunto se aceleró entre junio y agosto, creciendo a una tasa de 6,1% para este último mes. Por su parte, el crédito hipotecario siguió contrayéndose en términos anuales, aunque parte de esta situación se explica por la titularización de cartera del segundo trimestre.

✧ A finales del tercer trimestre, la tasa interbancaria se situó en 5,3%, permaneciendo prácticamente inalterada frente al nivel de junio (5,4%). La tasa pasiva a 90 días (DTF) por su parte, se mantuvo también inalterada, fluctuando ligeramente en torno a 7,9%. Pese a la estabilidad de las tasas pasivas y a la amplia liquidez otorgada por el Banco de la República, las tasas activas tendieron a incrementarse. Los mayores incrementos trimestrales se registraron en la tasa de tarjetas de crédito y de crédito ordinario, las cuales subieron 104 y 36 puntos básicos (pb), respectivamente. Las otras tasas -de consumo, preferencial y de tesorería- disminuyeron en los últimos tres meses. En septiembre, la tasa más alta era la de las tarjetas de crédito con 29,0% y la más baja, la de crédito de tesorería con 9,3%.

✧ El incremento en algunas de las tasas activas coincidió con un fuerte repunte de las tasas de TES negociados en el mercado secundario, a partir de julio. Durante este trimestre, se presentó una importante liquidación de títulos de deuda pública en favor de activos denominados en mone-

da extranjera, lo cual contribuyó a acelerar la devaluación. Este desplazamiento de recursos fue estimulado, principalmente, por la turbulencia registrada en los mercados financieros de América Latina, por la mayor incertidumbre que suscitó la situación fiscal del Gobierno y por las menores expectativas de crecimiento económico regional y local. Siendo la de los TES la principal tasa de referencia en el mercado en este momento, si el aumento observado se prolonga, podrían esperarse mayores tasas de interés activas y pasivas en el mediano plazo.

✧ El repunte de las tasas de los TES a todos los plazos estuvo asociado con un incremento grande en la prima de riesgo país medida a través del *spread* de la deuda soberana a 10 años. A septiembre, este indicador se situó en 1.002 pb en promedio, 469 pb por encima del nivel de junio. Cabe señalar, que varios de los países de la región también experimentaron incrementos importantes en sus primas de riesgo soberano.

✧ Con cifras a septiembre, el pronóstico de inflación del Banco de la República se mantiene alrededor del 6% para finales de 2002. Esta proyección supone una reducción adicional de la inflación básica para el cuarto trimestre, a niveles de 4,8% en promedio. La principal presión inflacionaria en los próximos meses seguiría proviniendo de los precios de los alimentos, cuya inflación se situaría en 9,2%.

✧ Para el año 2003, los pronósticos del modelo de mecanismos de transmisión señalan una inflación total de 5,5%. En el caso de la metodología de combinación de pronósticos, el resultado para la inflación total en el año 2003 es incluso inferior, siendo de 4,6% para septiembre.

✧ En cuanto a la inflación sin alimentos, la senda central del modelo de mecanismos de transmisión predice 6,6% para el promedio del cuarto trimestre de 2003. Comparado con los resultados presentados en junio, este nuevo pronóstico se incrementó en 70 pb, como consecuencia de la aceleración de la devaluación a septiembre y por el mayor crecimiento económico esperado en la segunda mitad de 2002 y comienzos de 2003.

✧ La menor inflación total para el cuarto trimestre de 2003 frente a los resultados de la inflación básica dependen de un buen comportamiento de la inflación de alimentos el próximo año. De acuerdo con los modelos del Banco, los altos precios de los alimentos observados y los esperados para este año deben dar paso a un repunte de la oferta agrícola que podría permitir su destorcida el próximo año.

✧ En esta oportunidad, la incertidumbre que rodea los pronósticos se ha incrementado sustancialmente frente a la experimentada hace un trimestre, pues se prevén choques potencialmente importantes sobre los precios. Los choques probables para el próximo año son la ampliación de la base gravable del IVA, el reajuste de las tarifas reales de energía y la eliminación del subsidio de la gasolina. En el caso de la reforma al IVA, la incertidumbre se ve incrementada por el desconocimiento del alcance final de la misma, el cual depende del texto que decida aprobar el Congreso.

✧ La mayor incertidumbre también obedece al comportamiento de los mercados de deuda externa para las economías de la región. De la duración del cierre de estos mercados y de las

fuentes de financiamiento que obtenga el Gobierno dependerán, en buena parte, las tendencias que exhiban el tipo de cambio y el crecimiento, y por ende, la inflación en los próximos tres meses. Cabe señalar que, en el último mes, el Gobierno ha realizado avances significativos en la consecución de recursos externos, principalmente de la banca multilateral.

* La mayor devaluación, hasta la fecha, salvo en casos puntuales, no se ha traducido en repuntes de los precios al consumidor, como lo sugiere el bajo nivel de la inflación del grupo de bienes transables dentro de la canasta del IPC (5,4%) y su tendencia decreciente a lo largo del año. Hasta el momento, las presiones inflacionarias se han concentrado en la inflación del productor.

* A pesar de lo anterior, durante 2003 se pueden esperar presiones inflacionarias de alguna magnitud originadas en la devaluación ya observada. Ello obedece a que la devaluación acumulada en lo corrido del año (23,4%) ya ha alcanzado una magnitud suficiente como para ejercer un efecto alcista sobre los precios. Adicionalmente, la duración de la fase devaluacionista ha sido lo suficientemente prolongada (más de tres meses) como para incidir en la estructura de costos de las firmas, de tal forma que podría generar ajustes en precios, excepto si en un futuro cercano el tipo de cambio retrocede significativamente con respecto a su nivel actual.

* En la actualidad, la política monetaria enfrenta varios imponderables. Por un lado están los posibles choques que enfrenta la inflación directamente (IVA, energía y gasolina). Por otro lado, está la duración del cierre de los mercados financieros externos, la rapidez con la que se firme un nuevo acuerdo con el FMI, la magnitud del financiamiento del Gobierno y los escenarios fiscales de mediano plazo.

* Debe advertirse, sin embargo, que buena parte de estos factores tendrían efectos transitorios sobre la inflación. Al respecto, la alta indexación que caracteriza a la economía colombiana, y que en situaciones anteriores ha frenado reducciones rápidas de la inflación, puede contribuir a contenerla y a mantener estables las expectativas en las actuales circunstancias.

* En síntesis, el ambiente económico internacional se ha tornado más incierto. Esta situación se refleja en una creciente volatilidad de las tasas de cambio, en mayores costos financieros y en dificultad en el acceso de los mercados internacionales. Adicionalmente, las perspectivas de crecimiento de los socios comerciales se han deteriorado, en particular en los Estados Unidos y Venezuela. Por otro lado, los indicadores más recientes sobre la actividad económica confirman la recuperación lenta del gasto interno. Finalmente, los pronósticos disponibles indican que hay una alta probabilidad de cumplir la meta de inflación del 6%. Teniendo en cuenta lo anterior, la Junta Directiva decidió mantener inalteradas sus tasas de interés de intervención.