

PRESENTACIÓN, RESUMEN Y CONCLUSIONES

✘ Durante el primer trimestre del año continuaron manifestándose presiones sobre los precios que han alejado la inflación observada del rango de meta de 5% a 6% establecido por la Junta para 2003. En particular, en marzo, la inflación anual al consumidor fue 7,6%, superior en 60 puntos básicos (pb) a la observada en diciembre de 2002 y 170 pb mayor que la de marzo de ese mismo año. Un repunte inclusive mayor se observó en la inflación al productor, la cual terminó el trimestre en un nivel de 11,5%.

✘ El incremento de la inflación en el primer trimestre se dio después de un aumento sorpresivo de los precios al final del año pasado, que impidió el cumplimiento de la meta del 6%. En dicha oportunidad, el salto de la inflación fue atribuido, en su mayor parte, a un choque negativo en la oferta de alimentos perecederos (papa principalmente) y al incremento en los precios internacionales de algunos productos de origen agrícola importados por el país. La mayor inflación también estuvo asociada, aunque en menor medida, con la aceleración de la devaluación y con su efecto sobre los precios de los bienes transables.

✘ La aceleración de la inflación al final del año pasado se dio en un contexto en el cual la política monetaria era holgada, gracias a la reducción de 325 pb en las tasas de intervención, que había tenido lugar en la mitad del año, y en medio de fuertes presiones devaluacionistas. La mayor devaluación y el incumplimiento de la meta, aumentaron las expectativas de inflación.

✘ En ese entorno, en enero, la Junta decidió incrementar en 100 pb las tasas de intervención del Banco. Así mismo, en febrero anunció su disposición a intervenir en el mercado cambiario con un monto de hasta US\$ 1.000 millones (m) de las reservas internacionales. Dentro de esta política, se convocaron dos subastas de opciones *call* de un mes, para la desacumulación de reservas por US\$ 200 m cada una, para los meses de marzo y abril.

✘ Durante el primer trimestre del año no ha habido cambios sustanciales en las tendencias de los precios. El incremento de los precios ha seguido obedeciendo, en parte, a la presencia de choques negativos en la oferta y en los precios internacionales de los alimentos, a los cuales se sumaron los del incremento del IVA y de las tarifas de servicios públicos y combustibles.

✘ Sin embargo, el repunte reciente de la inflación no obedece exclusivamente a los choques de oferta mencionados, como lo señala la aceleración de los diferentes indicadores de inflación básica. En el caso de la inflación sin alimentos, entre diciembre y marzo registró un incremento de 115 pb situándose a finales del trimestre en 6,6%. Para el promedio de

los tres indicadores utilizados por el Banco, la cifra a marzo ascendió a 7,1%, muy por encima de la registrada en diciembre (6,3%).

✘ En los últimos meses también han sido más evidentes las presiones inflacionarias provenientes de la devaluación. La inflación de transables se situó en 8,9% en marzo mientras que en diciembre estaba en 6,6%. Lo anterior ha sucedido pese a que el tipo de cambio interrumpió su tendencia ascendente desde mediados de febrero, lo cual sugiere que su nivel a finales de marzo tenía implícita una tasa de devaluación muy alta, con efectos rezagados sobre la inflación.

✘ Fuera de la devaluación, el principal riesgo que se cierne sobre la estabilidad de precios hoy en día es el de un posible desborde de las expectativas de inflación. Indicadores de expectativas de inflación como el diferencial de tasas entre los títulos TES de tasa fija denominados en pesos y en unidades de valor real (UVR) se incrementaron de 6,5% en noviembre a 10% en marzo de este año. Adicionalmente, si bien los choques de oferta que han afectado los precios son de naturaleza transitoria, existe el riesgo de que, en ausencia de una actuación apropiada del Banco de la República, sus efectos se hagan permanentes vía mayores expectativas de inflación.

✘ A la fecha, la inflación no parece ser un fenómeno de demanda. Varios precios de bienes y servicios no transables como arriendos y educación han seguido ajustándose a ritmos inferiores al 6%. El fortalecimiento de la actividad económica a finales del año pasado y el que se espera para este año no debe generar presiones inflacionarias de importancia. La utilización de capacidad instalada de la industria ha estado por debajo de sus niveles históricos promedios y esta situación no debe modificarse sustancialmente en los próximos meses. Finalmente, la brecha del producto estimada por el Banco se encuentra en terreno negativo y se mantendrá en él por un buen tiempo, aun en el marco de una aceleración importante del crecimiento.

✘ El Banco estima factible el cumplimiento del pronóstico de crecimiento del Gobierno de 2% para 2003, y no descarta un mejor desempeño teniendo en cuenta los signos favorables que han mostrado varios indicadores sectoriales como la producción y ventas de la industria en enero y febrero, el consumo de energía eléctrica y el comportamiento del crédito de consumo y comercial a marzo.

✘ Durante la primera mitad de 2003, el crecimiento seguirá impulsado por la demanda interna privada, toda vez que la demanda externa seguirá resentida por la parálisis del comercio con Venezuela, por lo menos durante los siguientes meses. La dinámica de la demanda interna privada, tanto en consumo como en inversión, sigue favorecida por las bajas tasas de interés, los menores niveles de desempleo, la mayor disponibilidad de crédito y la mejoría en las condiciones de seguridad interna a juzgar por la percepción de consumidores y empresarios. Para la segunda mitad del año, es probable que la demanda externa vuelva a jugar un papel protagónico si las exportaciones a Venezuela logran recuperarse y si la Ley de Preferencias Arancelarias Andinas y Erradicación de Drogas (ATPDEA) permite a los empresarios locales competir exitosamente en mercados como el de los Estados Unidos.

✚ En materia cambiaria, la intervención para desacumular divisas anunciada por la Junta en febrero logró estabilizar el tipo de cambio a finales del primer trimestre en torno a \$2.960. La oferta de divisas también resultó estimulada por una menor percepción de riesgo de los mercados externos hacia América Latina, que se manifestó en una importante reducción de las primas de riesgo-país desde enero. En abril, mientras se escribía este informe, la reducción del riesgo-país continuó con fuerza, permitiendo una apreciación del tipo de cambio.

✚ El incremento de las tasas de intervención en enero no se tradujeron en un repunte de las principales tasas de interés de mercado, activas o pasivas, aunque sí se transmitió de manera transitoria a las tasas de los TES, reflejando la existencia de mayores costos de fondeo para los inversionistas, pero también la persistencia de expectativas inflacionarias.

✚ El incremento de la inflación y la estabilidad de las tasas nominales condujo a una reducción de las tasas de interés reales de mercado. A marzo, la DTF real era 0,1%, frente a 0,7% de diciembre, muy por debajo de su promedio histórico. A su vez, para este mes, la tasa interbancaria real fue -1,1%, completando 10 meses en terreno negativo.

✚ El agregado monetario más amplio (M3) siguió acelerándose durante el primer trimestre del año y a marzo crecía a una tasa de 11,4% anual, todavía compatible con el crecimiento esperado para el PIB nominal de 2003. En lo corrido del año, la recuperación de M3 ha ido de la mano con el incremento en las captaciones de los CDT, quebrando la tendencia decreciente que tenía el año anterior. Simultáneamente, el crédito del sistema financiero continuó recuperándose, y a finales del primer trimestre su crecimiento anual era de 7,0% en términos nominales, impulsado por el crédito comercial y de consumo.

✚ La inflación observada durante el primer trimestre fue superior a la proyectada por el Banco en diciembre. El error de pronóstico se explica por la subestimación de la inflación tanto de alimentos como de no alimentos. Respecto a la última, los pronósticos del Banco no incorporaron plenamente el efecto de la devaluación y el de algunos choques transitorios, como el de los precios de los servicios públicos y de combustibles, cuyas alzas se anticiparon frente a lo contemplado en el *Informe sobre Inflación* de diciembre.

✚ Con las cifras de inflación observadas en marzo, el modelo central del Banco pronostica una inflación total de 7,2% para el promedio del cuarto trimestre de 2003. El nuevo dato es mayor que el pronóstico efectuado en diciembre (6,1%) como consecuencia de un incremento en los pronósticos de la inflación de alimentos, pero también en los de la inflación sin alimentos. Respecto a la primera, las proyecciones sugieren que ésta se puede situar entre 6% y 7% para el promedio del cuarto trimestre de 2003, en tanto que la segunda se estaría situando entre 6,5% y 7,5%.

✚ El incremento en el pronóstico de la inflación sin alimentos se explica porque en la actualidad se ha previsto un mayor impacto de la devaluación acumulada a marzo sobre los precios de los transables y también por un incremento en las expectativas de inflación. Así mismo, se considera un mayor choque proveniente del incremento de los precios de servicios públicos coherente con el comportamiento de los precios de este subgrupo en lo corrido del

año. De todas maneras, hay que señalar que a partir de la segunda mitad del año las presiones señaladas, en especial las relacionadas con la devaluación, comenzarían a ceder si se mantiene la estabilidad cambiaria. Esto permitiría una reducción de la inflación sin alimentos.

✘ La Junta Directiva, en su reunión del 28 de abril examinó las anteriores circunstancias y concluyó que había señales importantes que sugerían que la postura de política monetaria en ese momento era insuficiente para mantener bajo control las expectativas inflacionarias. Así mismo, consideró que el bajo nivel de las tasas de interés no contribuía a la estabilidad cambiaria, teniendo en cuenta que las tasas de intervención reales eran negativas y que las demás tasas de interés reales relevantes se encontraban en niveles muy bajos. La Junta consideró que estas condiciones podrían llevar a que:

- ◆ Las expectativas de inflación se transfiriesen a los nuevos contratos, haciendo que los choques temporales sobre precios (por aumento del IVA y los reajustes en tarifas de servicios públicos y los combustibles) se vuelvan permanentes.
- ◆ La economía colombiana comenzara a operar con niveles de inflación cada vez más lejanos de la meta de largo plazo establecida por la Junta.

✘ De otro lado, aunque la tasa de cambio ha mostrado recientemente un comportamiento estable, la devaluación acumulada sigue siendo alta, con el riesgo de que se continúe transmitiendo a los precios, estimulados por el incremento en las expectativas de inflación. Adicionalmente, posibles eventos futuros asociados al sector externo, en particular una posible reducción de las exportaciones no tradicionales este año o de las exportaciones de petróleo en 2004, podrían generar nuevas expectativas de devaluación que afectarían negativamente la senda de inflación.

✘ Por lo tanto, con el fin de contrarrestar las mayores expectativas de inflación y de mantener la estabilidad cambiaria, la Junta consideró necesario incrementar toda su estructura de tasas de intervención en 100 pb a partir del 29 de abril. Las nuevas tasas vigentes son: lombarda de expansión, 11%, subasta de expansión, 7,25%, subasta de contracción, 6,25% y lombarda de contracción, 5,25%. Adicionalmente, la Junta decidió efectuar una subasta para desacumulación de reservas mediante el mecanismo de opciones por US\$ 200 m, que estarían vigentes durante el mes de mayo.

Junta Directiva del Banco de la República