

LA SITUACIÓN INFLACIONARIA EN SEPTIEMBRE Y SUS PERSPECTIVAS

- ✧ En los últimos meses, la inflación sin alimentos, y otras medidas de inflación básica han presentado una tendencia decreciente, y a septiembre el promedio de los indicadores se encontraba en 5,4%. Al mismo tiempo, la inflación de alimentos aumentó de 6,6% a 7,2% en el último mes, en parte, afectada por el paro de transporte. Como resultado, la inflación total se mantuvo en 6,0%.
- ✧ La tendencia decreciente de la inflación sin alimentos, aunque afectada por algunos factores transitorios como la reducción de la inflación de algunos precios controlados, está fundamentalmente determinada por el comportamiento de los precios de los bienes transables. Esta evolución de la inflación de transables compensó el aumento de la inflación de no transables de 4,9% en junio a 5,4% en septiembre. La reducción en la inflación de transables completa ya cerca de un año y está estrechamente ligada a la apreciación del peso. Sin embargo, la disminución de esta inflación fue bastante más moderada en el último trimestre que en trimestres anteriores, pese a la mayor apreciación cambiaria. Esto puede obedecer al efecto de la inercia inflacionaria y de las expectativas de inflación sobre la inflación de los bienes transables.
- ✧ El aumento persistente de la inflación de no transables en el último año sugiere que la brecha del producto se ha seguido cerrando y que la demanda cada vez desempeña un papel más importante en la determinación de la inflación. Otros dos factores que afectan la inflación son las expectativas y los costos. Las expectativas inflacionarias no mostraron cambios importantes durante el trimestre. Respecto a los costos, existen indicios de presiones en sectores específicos productores de materias primas como el acero y algunos materiales de construcción. Adicionalmente, el aumento de los precios de los combustibles ha tenido un impacto de alguna importancia. Sin embargo, la apreciación ha tendido a neutralizar estas presiones, gracias a lo cual los costos totales no se han incrementado en forma generalizada en el último trimestre, ni en lo transcurrido del año.
- ✧ Durante el tercer trimestre continuaron presentándose condiciones externas e internas favorables para el crecimiento de la economía colombiana, cuyas fuentes principales de crecimiento fueron la demanda externa y la inversión privada.
- ✧ La recuperación de la economía mundial siguió consolidándose a pesar del incremento en los precios del petróleo, al tiempo que continuó el aumento gradual en las tasas de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed). Sin embargo, este ajuste aún no se ha traducido en

una restricción importante en la liquidez internacional y no ha afectado los flujos de capital hacia las economías emergentes que continúan aumentando. Las mayores entradas de capital se han reflejado en una tendencia decreciente de los *spreads* luego de los incrementos que tuvieron lugar en el segundo trimestre. También se mantienen los precios relativamente altos en los principales productos básicos de exportación. En el caso del petróleo, sus precios han superado ampliamente los pronósticos que se tenían hace tres meses.

- ✧ En este contexto, en la economía colombiana se mantuvieron dos tendencias que se han observado a lo largo del año: el buen crecimiento de las exportaciones y del producto interno bruto (PIB) de sectores transables, y la apreciación del tipo de cambio.
- ✧ La coyuntura externa favorable continuó impulsando el crecimiento de las exportaciones gracias a los altos precios internacionales (en algunos casos mayores que los previstos, como en el caso del petróleo), y a un crecimiento mundial sólido (siendo especialmente importante la recuperación de Venezuela). Estos factores se reflejaron en un buen comportamiento de las exportaciones tradicionales y las no tradicionales, sobresaliendo las dirigidas a los Estados Unidos y a Venezuela, mientras que las exportaciones no tradicionales a otros destinos también crecieron entre 10% y 15% (acumulado a 12 meses). El dinamismo de las exportaciones se ha reflejado en un buen comportamiento del PIB de sectores transables que creció 4,4% en el primer semestre del año.
- ✧ La apreciación del peso en los últimos meses estuvo relacionada con el buen desempeño de las exportaciones, con un mayor flujo neto de capitales externos (tanto en inversión extranjera directa (IED) especialmente en petróleo, como por movimientos de activos), y con la mayor confianza de inversionistas extranjeros y locales que se sustenta en las mejores condiciones de seguridad y en los buenos resultados económicos de los últimos trimestres. La apreciación del tipo de cambio se acentuó en julio y agosto, aunque a finales de septiembre y comienzos de octubre se reversionó parcialmente como resultado de las medidas adoptadas por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR). Al finalizar septiembre la apreciación promedio anual en lo corrido del año era de 6,6%. En otros países de la región también continuó la propensión hacia la apreciación. En este sentido la apreciación del peso no es un caso aislado y debe entenderse en el contexto del crecimiento mundial, los altos precios internacionales de los productos básicos, y un debilitamiento generalizado del dólar frente a la mayoría de monedas incluidas las de América Latina.
- ✧ A nivel interno, la coyuntura seguía favoreciendo la expansión de la demanda doméstica. Vinculada a ello está la recuperación del ingreso disponible privado gracias a la mejoría en las condiciones de empleo. En agosto, la tasa de desempleo de las 13 principales ciudades era de 15,3%, frente a 17,3% que se observaba en el mismo mes del año anterior. Así mismo, a nivel nacional la tasa de desempleo pasó de 14,4% a 13,4%. La mejora en las condiciones de empleo continuaba reflejándose en un crecimiento del empleo “formal” o que no se reporta como subempleo, y en una contracción absoluta de éste último.
- ✧ Al descenso del desempleo en los dos últimos trimestres contribuyó una reducción de la tasa global de participación (TGP). Esto podría indicar que el aumento del empleo y de las condicio-

nes laborales se empieza a reflejar en un mejoramiento en los niveles y la estabilidad del ingreso familiar. Un indicador que confirmaría esta interpretación es el que, dentro de la población que se ha declarado inactiva en los últimos meses, ha aumentado el número de inscritos en el sistema educativo. Los factores anteriores siguieron permitiendo la expansión del PIB de sectores no transables que creció 4,1% durante el primer semestre del año.

- ✘ Las perspectivas de corto y mediano plazos de la economía global siguen siendo favorables, pese al aumento en los precios del petróleo y en las tasas de interés externas. Las expectativas sobre crecimiento económico mundial para 2004 son las más altas en varios años, aunque las proyecciones de crecimiento de los Estados Unidos se han corregido ligeramente a la baja. Para 2005 las perspectivas son menos optimistas, aunque la disminución en el ritmo de crecimiento sería moderada.
- ✘ En el caso de América Latina, las condiciones económicas son las más sólidas desde el período anterior a la crisis de finales de la década pasada. Para 2005 el crecimiento ponderado de los socios comerciales de Colombia pasaría de 4,3% a 3,3%. De esta manera, para 2005 diversos analistas esperan que la afluencia de capitales hacia los mercados emergentes se mantenga en magnitudes similares a las de 2003 y 2004. Estos pronósticos se refuerzan ante las expectativas de un dólar débil respecto a la mayoría de monedas como consecuencia de los desbalances externo y fiscal en la economía norteamericana. En este contexto, es posible que en el mediano plazo continúen los precios relativamente altos de los productos básicos, permitiendo términos de intercambio favorables para la mayoría de países emergentes de la subregión, incluido Colombia.
- ✘ Los principales riesgos asociados al escenario externo que se ha supuesto en este informe es el comportamiento del precio del petróleo y los mayores aumentos que los previstos en las tasas de interés externas. Sin embargo, diversos análisis señalan que gracias a los mejores fundamentos macroeconómicos los países emergentes probablemente son, hoy en día, menos vulnerables ante los aumentos en las tasas externas que en coyunturas anteriores.
- ✘ Para lo que resta del año y comienzos de 2005 hay varios elementos que siguen favoreciendo el crecimiento como las expectativas de empresarios y consumidores, las bajas tasas de interés y la amplia liquidez existente en la economía, la mayor disposición de empresarios y consumidores a recurrir al crédito, el aumento de las utilidades empresariales en lo transcurrido de 2004, y en general, la recuperación del ingreso disponible privado. En este contexto se espera que la economía continúe creciendo a una tasa similar a la observada en los últimos cuatro trimestres. Para 2005, los analistas externos e internos esperan un crecimiento de 4,0% en promedio. En ese año el consumo y la inversión privada serían los componentes más dinámicos de la demanda. El aporte de las exportaciones podría ser menor como resultado de la menor dinámica de las exportaciones no tradicionales tanto por un crecimiento menor de los socios comerciales, como por los posibles efectos de la apreciación real del peso.
- ✘ En los próximos trimestres la inflación seguirá siendo el resultado de dos influencias opuestas: a) la apreciación acumulada del tipo de cambio y su efecto sobre la inflación de transables, y b) el cierre gradual de la brecha y su efecto sobre la inflación de no transables. Se espera que la infla-

ción de transables continúe siendo inferior a la inflación total y a la meta, contribuyendo así, al logro de menores tasas de inflación básica. El alcance de dicha contribución dependería de las expectativas de inflación respecto a las metas futuras, y de la inercia propia de la inflación.

- ✘ La inflación de no transables debe seguir aumentando en tanto la brecha se siga cerrando, si no hay un cambio sustancial en las expectativas de inflación, como ha ocurrido en los últimos meses. A este respecto, las expectativas podrían contribuir a la reducción de la inflación en 2005 más que en otros años, dada la alta probabilidad de cumplir la meta de 2004 y la tendencia hacia la apreciación del tipo de cambio.
- ✘ En síntesis, el cumplimiento de las metas futuras dependerá de qué tanto más se reduzca la inflación de transables y del nivel en el cual se establezca la inflación de no transables. Los choques por combustibles y servicios públicos siguen siendo un riesgo importante en el próximo año, y se ha aumentado la probabilidad de observar un fenómeno de El Niño a finales de 2005. Esto podría representar una presión inflacionaria importante sobre la inflación total para 2005, aunque solo tenga un carácter transitorio.
- ✘ Los pronósticos de inflación indican que la inflación total al consumidor se situará muy cerca del punto medio del rango-meta para 2004. En el escenario básico del modelo de mecanismos de transmisión (MMT) se efectuaron dos cambios fundamentales: a) se redujo la senda de tipo de cambio para 2004 y 2005, y 2) se redujo también el pronóstico de corto plazo de la inflación. Se debe tener en cuenta que el escenario básico no contempla eventuales choques por concepto de IVA, ni tampoco el impacto de un posible fenómeno de El Niño sobre la inflación de alimentos en 2005. En el escenario base el modelo señala menores incrementos en las tasas de interés para lo que resta de 2004 y en 2005 frente a lo que mostraba el informe de junio, aunque de todas maneras las tasas de interés se aumentan en el mediano y largo plazos para converger a su nivel de largo plazo.
- ✘ Se consideraron dos escenarios alternativos: el primero supone una brecha más cerrada en 2004, y el segundo, una mayor apreciación del tipo de cambio en 2005. La existencia de una brecha del producto más cerrada aumentaría sustancialmente los requerimientos de las tasas de interés a partir del cuarto trimestre de 2004, frente al escenario básico. De otro lado, dependiendo de la magnitud de la apreciación en 2005, las tasas no tendrían que subir este año y lo harían en una menor magnitud en el próximo año.
- ✘ En este contexto, la política monetaria debe propugnar porque el cierre de la actual brecha de producto se dé a una velocidad tal que no se produzcan aumentos muy rápidos en los precios de los no transables. En particular, se debe minimizar la probabilidad de una brecha positiva en el contexto de una apreciación real, puesto que, en este caso, todo el peso de la desinflación recaería en la tasa de cambio, con los consecuentes costos sobre la actividad económica de los sectores transables. Al mismo tiempo, la política monetaria ha de tratar de influir en las expectativas de inflación para alinearlas con las metas futuras. Como se observó, una reducción de las expectativas de inflación contribuiría a la disminución de la inflación tanto de transables como de no transables.

- ✧ En términos de los instrumentos de política, lo anterior implica que para moderar el cierre de la brecha de producto es indispensable que no se mantengan tasas de interés reales muy bajas por un período prolongado. En algún momento es necesario elevar las tasas de interés de intervención del Banco de la República, y la elección de ese momento debe tomar en cuenta los rezagos de la política monetaria. Si la política monetaria reacciona sólo cuando sea evidente un cierre acelerado de la brecha de producto, los efectos esperados sobre la estabilidad de precios no van a tener resultados, y/o se requerirían aumentos muy grandes de las tasas de interés. De forma similar, reducir las tasas de interés para lograr mayores tasas de depreciación sería inconveniente en términos de su impacto en la brecha de producto y las expectativas de inflación, y probablemente poco efectivo para alcanzar niveles más depreciados de la tasa de cambio en el corto plazo.
- ✧ Las anteriores consideraciones, sugieren que las tasas de interés tendrán que ajustarse en el futuro hacia sus niveles de largo plazo. Sin embargo, no parece indispensable que este ajuste deba comenzar hoy, especialmente si se tiene en cuenta el comportamiento del tipo de cambio nominal previsto en 2005 (capítulo II de este informe).
- ✧ Con base en las anteriores consideraciones, la JDBR decidió mantener inalteradas las tasas de interés de intervención del Banco de la República, durante el tercer trimestre de 2004. La Junta también manifiesta su compromiso con el logro de metas de inflación decrecientes, y convergentes a niveles consistentes con la estabilidad de precios en el largo plazo.

Junta Directiva del Banco de la República