

## PRESENTACIÓN, RESUMEN Y CONCLUSIONES

### EVALUACIÓN DE LA SITUACIÓN INFLACIONARIA A JUNIO DE 2002

✧ La inflación, al finalizar el segundo trimestre del año 2002 fue de 6,2%, nivel superior en 0,3 puntos porcentuales al registro de marzo de 2002 e inferior en 1,7 puntos porcentuales con respecto a junio del año pasado. La inflación cayó en los primeros cuatro meses del año, para luego repuntar en mayo y junio.

✧ Esta mayor inflación anual registrada en los dos últimos meses, está asociada con el mayor crecimiento en los precios de los alimentos, los cuales pasaron de crecer 7,2% en marzo a 9,2% en junio. Dicho repunte en la inflación de los alimentos es el reflejo de los mayores precios de la papa, cuya oferta en lo corrido de este año se vio afectada por las menores siembras en el último semestre del año pasado. Para el resto del año, se espera que la oferta de este producto continúe siendo limitada por lo que podrán presentarse incrementos adicionales en su cotización.

✧ Además de lo anterior, es probable que, en el segundo semestre, el grupo de alimentos registre inflaciones crecientes, también por la ya confirmada presencia del fenómeno de El Niño, el cual se extenderá hasta comienzos del próximo año. Por último, la fase de retención ganadera, aunque menos intensa que la vivida el año pasado, aportará una presión adicional a través del precio de la carne de res y sus sustitutos.

✧ También, la aceleración de la inflación anual está asociada con la aceleración de la devaluación de la tasa de cambio observada desde abril pasado. La devaluación se transmitió casi de inmediato al IPP de importados, cuyos incrementos anuales comenzaron a repuntar desde mayo. Sin embargo, la transmisión de la devaluación a la inflación del consumidor ha sido menos clara, aunque sí generó una mayor inflación anual en el IPC de grupos claramente transables como medicinas y gastos varios en los últimos meses.

✧ Todos los indicadores de inflación básica se situaron al finalizar el primer semestre de 2002, por debajo de la inflación observada y de la inflación objetivo. Con respecto al primer trimestre del año, el promedio de los indicadores de inflación básica descendió 0,3 puntos porcentuales, al pasar de 5,6% en marzo a 5,3% en junio. Este promedio se estabilizó en 5,3% en mayo y junio. El indicador de inflación básica que más redujo su nivel en los últimos tres meses fue el IPC sin alimentos y el IPC sin alimentos primarios, servicios públicos y combustibles, los cuales cayeron 0,3 puntos porcentuales. Por su parte, el núcleo inflacionario descendió 0,1 puntos porcentuales frente al nivel que exhibió en marzo anterior.

✧ La inflación de bienes transables pasó de crecer 5,8% en marzo a 6,0% en junio, sin que se haya transferido plenamente la devaluación acumulada en los meses de mayo y junio. De igual

manera, algunos precios de los bienes no transables aceleraron su crecimiento, al pasar de 6,0% en marzo a 6,4% en junio. Este repunte en los no transables es consecuencia, en su totalidad, del mayor ajuste en el IPC anual en junio en el subgrupo de flexibles (14,8%) frente al de marzo pasado (-1,8%). La papa es el rubro que explica, en gran medida, el repunte en los precios de los flexibles.

✧ La inflación del productor cerró el segundo trimestre en 2,9%, nivel inferior en 0,7 puntos porcentuales con respecto al observado en marzo (3,6%). Esta caída es consecuencia del menor crecimiento en los precios de los bienes producidos y consumidos, los cuales pasaron de 4,4% en marzo a 3,4% en junio, según la clasificación por procedencia, y del menor aumento en los precios de la agricultura y la industria, según la clasificación CIIU. En mayo la inflación del productor alcanzó su nivel histórico más bajo (2,3%), sin embargo, en junio se incrementó 2,9%, al comenzar a transferirse el repunte del dólar de los últimos dos meses. Es por esta misma razón que el IPP de importados creció 1,6%, 0,8 puntos porcentuales por encima del nivel alcanzado en marzo (0,8%).

✧ Los pronósticos de inflación del Banco de la República efectuados con la información de precios de junio sugieren que la tendencia actual de la inflación sigue siendo compatible con la meta del 6% para este año y con una reducción adicional de la inflación durante 2003, también acorde con una meta operativa de 5% para dicho año. La senda central del pronóstico de corto plazo para el promedio del cuarto trimestre predice una inflación total de 5,8% y una sin alimentos de 4,7%. Por su parte, la combinación de pronósticos obtenida a partir de los diferentes modelos uniecuacionales del Banco, estima una inflación total para diciembre de 2002 de 5,0%.

✧ La cifra de crecimiento del primer trimestre reportada por el DANE estuvo por debajo de las previsiones del Gobierno, incluso después de controlar por el efecto generado por Semana Santa. La desaceleración del crecimiento a comienzos de año es el reflejo de la debilidad evidenciada en la mayoría de los componentes de la inversión, con la notable excepción de la inversión en edificaciones que exhibió un crecimiento importante, gracias a la recuperación del sector de vivienda. En el frente externo se observó una desaceleración por la contracción de las exportaciones de petróleo y de las exportaciones no tradicionales dirigidas a los Estados Unidos, y por la pérdida de dinamismo de las exportaciones hacia Venezuela. Finalmente, el consumo de hogares fue el componente de la demanda más dinámico, tal y como habíamos anticipado en el informe anterior.

✧ Para el segundo trimestre, se espera una aceleración del crecimiento, en parte, porque el efecto de Semana Santa debe operar en sentido contrario al que lo hizo en el primer trimestre. El comportamiento reciente de varios indicadores del sector real confirma esta tendencia. La producción industrial en abril registró un importante repunte, que compensó parcialmente la contracción observada en marzo. Otros indicadores como el consumo de energía, las ventas de automóviles y los indicadores de la construcción de vivienda continuaron mostrando un aceptable desempeño.

✧ A pesar de lo anterior, se considera que la economía continuará enfrentando obstáculos en la parte externa. Sobresalen la recesión en Venezuela y el mayor nerviosismo de los mercados de capitales hacia América Latina a raíz de los problemas de confianza que han surgido en varias de las economías de la región. Estas circunstancias probablemente afectarán la demanda externa en una magnitud mayor que la prevista a comienzos del año, frenando las posibilidades de

expansión de varios sectores exportadores, principalmente del sector industrial, y reduciendo la disponibilidad de recursos externos para financiar gasto. Para lo que resta del año, se estima que la principal fuente de crecimiento seguirá siendo la demanda doméstica privada, y particularmente el consumo de los hogares. La reciente mejoría del indicador de confianza de los consumidores es un indicio en este sentido.

✧ En la actualidad, la economía sigue operando por debajo de su capacidad potencial, tal como lo señalan la todavía alta tasa de desempleo y el bajo nivel que registran los indicadores de capacidad instalada utilizada para la industria. Las estimaciones sobre la brecha del producto (la diferencia entre el PIB observado y el PIB potencial) efectuadas por la Subgerencia de Estudios Económicos (SGEE) sugieren que para el primer trimestre del año ésta se situó alrededor del -3,0% del PIB potencial y que durante el año continuará en terreno negativo. En vista de lo anterior, no se anticipan presiones inflacionarias originadas en la demanda para el resto del año, que puedan poner en peligro el cumplimiento de la meta de inflación.

✧ La estabilización de la inflación alrededor del 6% durante el segundo trimestre, así como la aceptable probabilidad de cumplir la meta del 6% para este año y de continuar reduciendo la inflación en el año 2003 facilitaron que la Junta Directiva relajara la postura de su política monetaria. Así, en abril, mayo y junio la Junta redujo las tasas de intervención en 200 puntos básicos (pb). De esta manera, en los seis primeros meses del año se acumularon reducciones en las tasas de intervención por 300 pb para la tasa lombarda de contracción y de 325 pb para las tasas restantes.

✧ Adicionalmente, en los últimos tres meses, la Junta otorgó liquidez permanente a través de la compra definitiva de TES por valor de \$240 miles de millones (mm) y del ejercicio de opciones para la acumulación de reservas por US\$100 millones (\$226 mm).

✧ La amplia liquidez otorgada por el Banco y la reducción de las tasas de intervención permitieron disminuciones adicionales en las diferentes tasas de interés del mercado. Así, la tasa interbancaria se situó, en promedio, en junio en 5,4%, 220 pb por debajo de la de marzo. De igual modo, la DTF se redujo en el segundo trimestre en 220 pb, situándose en junio en 8,4%. Finalmente, las tasas activas también exhibieron disminuciones, siendo las más pronunciadas las de tarjeta de crédito y de consumo (por 386 y 309 pb, respectivamente).

✧ Durante el segundo trimestre de este año, la base monetaria tendió a colocarse por encima de la línea de referencia seguida por la Junta Directiva. Este distanciamiento fue mayor en el mes de junio, cuando la base se situó 2,3% y 1,3% por encima del promedio móvil de orden 20 y de orden 45 de la línea de referencia, respectivamente, jalonada por una mayor demanda de efectivo y de reserva frente a la prevista. En cuanto al agregado más amplio de liquidez (M3), su crecimiento anual en junio fue 9,1%, acelerándose frente al observado hace tres meses (7,3%). En términos generales, durante estos últimos tres meses se mantiene la tendencia observada desde comienzos de año hacia una recomposición del portafolio del público a favor de activos líquidos como efectivo, cuentas corrientes y cuentas de ahorro, y en contra de CDT.

✧ La cartera total del sistema financiero (en moneda nacional), que mostró una ligera recuperación hacia finales del año pasado y comienzos de este, volvió a desacelerarse a partir de marzo y para

finales del segundo trimestre se encontraba virtualmente estancada. La desaceleración de este indicador se explica, entre otras razones, por el efecto contable de la titularización de una parte de la cartera hipotecaria a comienzos de mayo y por los castigos de cartera. Sin embargo, también sigue obedeciendo a la escasa demanda de crédito por parte de inversionistas y consumidores.

✧ Después de tres trimestres de relativa estabilidad en el tipo de cambio, el peso retomó una tendencia devaluacionista a partir de abril, que se acentuó hacia finales del trimestre coincidiendo con las noticias sobre el mayor nerviosismo de los mercados internacionales acerca de la estabilidad de varias economías de la región. A finales de junio, la devaluación anual ascendió a 4,3%, en tanto que la devaluación año corrido fue de 4,7%. Además del deterioro de las condiciones externas, incluido un crecimiento de la economía americana menor que el esperado, la aceleración de la devaluación fue propiciada también por el canje de deuda externa por interna efectuado por el Gobierno en mayo.

✧ En términos generales, la inflación al consumidor se ha comportado dentro de las tendencias previstas por el Banco de la República en informes anteriores. En particular, la inflación básica, indicador que recoge los efectos de la política monetaria, ha seguido disminuyendo lentamente, y a junio se situó por debajo de la meta de inflación. Así mismo, la proyección central del modelo de mecanismos de transmisión (MMT) y de otros modelos, no contempla cambios importantes en esta tendencia en los próximos meses. Ello permitiría contar con cierto margen de seguridad para el cumplimiento de una meta de inflación para 2003, inferior a la de este año.

✧ En lo corrido del año, las presiones inflacionarias se han originado principalmente en la inflación de alimentos, y en menor medida en los precios de algunos bienes transables como las medicinas. Para el resto del año se espera que los precios de los alimentos sigan ejerciendo presiones alcistas, que podrían extenderse hacia el comienzo del próximo año, en especial por la presencia de un fenómeno de El Niño moderado, cuya aparición a partir del segundo semestre ya se encuentra prácticamente confirmada. De todas maneras, el repunte de los precios de los alimentos será transitorio, y su disminución, a más tardar a partir del segundo semestre del próximo año, podría contribuir a reducir la inflación total de forma significativa.

✧ Aunque la proyección central de inflación no se ha modificado sustancialmente, el balance de riesgos sí lo ha hecho en los últimos meses, especialmente como resultado del empeoramiento de las condiciones externas. La crisis argentina y el incremento sustancial de la percepción de riesgo sobre Brasil, aumentan las posibilidades de una crisis de confianza en las economías regionales por contagio (a pesar de no registrarse un aumento significativo de los “*spreads*” de la deuda externa), la economía colombiana podría ser vulnerable a esta situación, dada la magnitud acumulada de deuda pública externa, la concentración de amortizaciones e intereses durante los dos próximos años y el todavía importante déficit fiscal.

✧ Un eventual incremento de la percepción del riesgo sobre Colombia, aumentaría sustancialmente las expectativas de devaluación para lo que resta de 2002 y para el 2003. Si bien, en el corto plazo, el efecto sobre precios de una mayor devaluación será menor en vista de que se presentaría en el contexto de una demanda débil, en el largo esta situación no necesariamente se presentará. De acuerdo con las proyecciones presentadas en este informe, si se observara una

devaluación sustancial en 2002 y 2003, sería más difícil que la inflación sitúe en el rango anunciado entre 4% y 6% para la meta de 2003.

✧ Fuera de la mayor devaluación, recientemente han surgido otros factores de riesgo que podrían complicar la reducción de la inflación hacia el próximo año. Uno de ellos tiene que ver con los anuncios recientes en el incremento de las tarifas de varios servicios públicos para 2003. Sin tener aún cifras claras sobre la magnitud de estos aumentos, la difícil situación financiera por la que atraviesan varias de las empresas del sector, hace factible que se autoricen incrementos muy por encima de las metas de inflación. Otro factor de riesgo tiene relación con una probable ampliación de la base gravable del IVA a partir del próximo año, para fortalecer al fisco nacional. Como ya se ha visto en oportunidades anteriores, tal medida repercutiría en los precios de los productos gravados, produciendo, inicialmente, un incremento transitorio en la inflación, que podría tener efecto permanente más adelante si se traduce en un cambio de las expectativas.

✧ En resumen, los pronósticos de inflación apuntan al cumplimiento de la meta de 6% para 2002. Así mismo, sugieren que la inflación de 2003 puede situarse en un rango de entre 4% y 6%, compatible con los anuncios efectuados por la Junta en torno a la meta de 2003. El ligero repunte de la inflación en los dos últimos meses está asociado con los mayores precios de los alimentos y no obedece a un incremento de la inflación básica, la cual se sigue situando por debajo de la meta de 6%, según los diferentes indicadores utilizados por el Banco. Por otro lado, los diversos indicadores de la actividad real sugieren una aceleración del crecimiento económico en relación con el primer trimestre, en parte, como resultado de un mejor comportamiento de la demanda interna. Sin embargo, esta tendencia favorable se está contrarrestando por la caída de la demanda externa, debido a la recesión de Venezuela y a las dificultades que enfrentan algunas exportaciones dirigidas al mercado de los Estados Unidos. Por esta razón, la economía seguirá operando por debajo de su potencial en lo que resta del presente año. Con base en las anteriores consideraciones, la JDBR decidió mantener su actual nivel de tasas de intervención. Así, las tasas de interés de intervención vigentes son: lombarda de expansión 9,0%, subasta de expansión 5,25%, subasta de contracción 4,25% y lombarda de contracción 3,25%.

Junta Directiva del Banco de la República