



INFORME SOBRE INFLACIÓN
DICIEMBRE DE 2002

BANCO DE LA REPÚBLICA

ISSN-1657-7973

PRESENTACIÓN, RESUMEN Y CONCLUSIONES

- ✦ La inflación anual al consumidor en diciembre fue 6,99%, superior en 0,99 puntos porcentuales al registro del trimestre anterior (6,0%) pero inferior en 0,6 puntos porcentuales a la de diciembre de 2001. Esta cifra de inflación anual es la más baja para cualquier diciembre, desde 1970 (año en el que se ubicó en 6,8%). Si bien la inflación al cierre del año fue superior a la meta del 6%, esto obedeció casi enteramente al pronunciado repunte del precio de la papa, un fenómeno que es transitorio. Si se descuenta el precio de la papa, la inflación al consumidor fue 6,1%.
- ✦ Descontando los choques transitorios sobre precios, tal y como lo mide la inflación básica, la meta de inflación se cumplió. El promedio de las tres medidas de inflación básica calculadas por el Banco fue 5,6%. Aún así, los tres indicadores se incrementaron con respecto al nivel alcanzado en septiembre, con lo cual se rompió la tendencia decreciente que exhibía la inflación básica desde comienzos de 1999.
- ✦ El incremento de la inflación al consumidor en el último trimestre se explica por tres razones. La más importante tiene que ver con la reducción de la oferta agrícola, especialmente en el caso de algunos tubérculos como la papa. Este fenómeno hizo que la inflación de alimentos pasara de 8,6% en septiembre a 10,9% en diciembre. En segundo lugar, la alta devaluación nominal registrada desde mediados de año, la cual comenzó a transferirse a la inflación al consumidor a partir de octubre, provocó alzas en los precios de bienes transables como medicinas, combustibles, artículos de aseo personal y algunos alimentos procesados, entre otros. Por último, el incremento en varios precios internacionales como combustibles, cereales, cacao, aceites y grasas propició incrementos importantes en los precios de la gasolina y de los alimentos, especialmente.
- ✦ Un indicio de las presiones ejercidas por la devaluación y los precios internacionales lo da el incremento de la inflación de bienes transables. En diciembre este indicador se situó en 6,6%, muy por encima del dato de septiembre (5,4%).
- ✦ Respecto de los precios de los alimentos, hay que señalar que estos comenzaron a ceder en diciembre. Tal situación, es en gran parte, reflejo de la caída en el precio de la papa, cuya variación anual en diciembre fue de 89,8% frente a 121% en noviembre. Debe señalarse, además, que la información de las dos primeras semanas de enero del sistema de información de precios del sector agropecuario (SIPSA), los datos del índice de precios del productor (IPP) de noviembre y diciembre y las previsiones de la Subgerencia de Estudios Económicos (SGEE) sugieren, en términos generales, una importante corrección a la baja en la inflación del rubro de alimentos precedidos a comienzos de 2003, en gran parte, sustentada en una fuerte reducción del precio de la papa.
- ✦ La inflación anual del productor tuvo un importante repunte en el último trimestre, pasando de 6,8% a 9,3%, como consecuencia casi exclusiva de la devaluación, según lo evidencia el

incremento de la inflación de importados (de 4,6% a 16,0%). A juzgar por este importante repunte y sobre todo por el del componente señalado, es probable que continúen existiendo presiones inflacionarias represadas en el IPC, las cuales podrían manifestarse en los próximos meses.

✚ Todo parece indicar que la economía siguió acelerando su ritmo de crecimiento durante la segunda mitad del año. Las cifras del PIB para el tercer trimestre señalan que la economía se expandió a una tasa anual de 1,9% en este período, mayor que la reportada para el primer semestre del año y que fue de 1,4%. Frente al segundo trimestre el crecimiento fue menor, pero como se ha señalado en oportunidades anteriores, el crecimiento de este período fue alto como consecuencia de una base de comparación baja en 2001, asociada con un menor número de días hábiles.

✚ Para el cuarto trimestre, diversos indicadores sectoriales como la producción y las ventas de la industria, las licencias de construcción y las encuestas sobre actividad comercial y de turismo sugieren que las tendencias de crecimiento se mantuvieron. Así, cabe esperar que en los últimos meses de 2002 el crecimiento económico se aceleró un poco y que el crecimiento para todo el año superaría ligeramente la meta del Gobierno (1,6%).

✚ Tal y como se había anticipado, en el segundo semestre el crecimiento siguió siendo impulsado por la demanda privada interna, fundamentalmente por el consumo de los hogares y por la inversión en edificaciones. Por el contrario, la demanda externa ha sido una fuente de contracción, debido a las menores exportaciones de petróleo y carbón y por la reducción de las exportaciones no tradicionales dirigidas a Venezuela y a los Estados Unidos.

✚ Para el próximo año se espera que la demanda privada interna siga siendo la principal fuente de crecimiento. Sin embargo, su capacidad de arrastre puede verse limitada por el efecto sobre el ingreso disponible de la reforma tributaria aprobada recientemente y por la segunda y tercera cuotas del impuesto al patrimonio, entre otras razones. En cuanto a la demanda externa, esta seguirá fuertemente afectada por la crisis política en Venezuela, al menos en los primeros meses del año, por lo cual no debe contribuir al crecimiento. Las exportaciones hacia los Estados Unidos, si bien deben repuntar gracias al ATPA y al mayor dinamismo de esta economía, no serían suficientes en un comienzo para compensar la destorcida de las exportaciones hacia Venezuela.

✚ Al cierre del año, algunos de los factores de riesgo sobre el crecimiento que se identificaron en el *Informe sobre Inflación* de septiembre se habían menguado. Tal es el caso del nerviosismo que exhibieron los mercados de capitales desde mediados de año respecto de las economías de América Latina, como consecuencia de las dudas que generaba la transición política en varios países de la región encabezados por Brasil. A la fecha, los mercados parecen haber dado un compás de espera a los gobiernos de Brasil y de otras economías, gracias a lo cual las primas de riesgo país lograron corregirse a la baja frente a los altos niveles alcanzados a mediados de año. Las colocaciones de deuda pública efectuadas por algunos países de la región, incluido Colombia, en diciembre y a principios de año, también constituyen un indicador favorable.

✚ Sin embargo, es posible que este dinamismo en los mercados de capitales externos para América Latina no sea sostenible a lo largo del año debido a las vulnerabilidades que enfrenta la región: la crisis política en Venezuela, la crisis económica en Argentina, los factores de riesgo en

Ecuador, la recuperación incierta de la economía norteamericana, y el debilitamiento del dólar, entre otros. Para el conjunto del año no se espera un repunte en los flujos de capital a la región, y tampoco una mayor corrección a la baja de los *spreads*.

✕ Colombia puede lograr algún grado de diferenciación en la región, como ha sido reconocido por las propias agencias calificadoras de riesgo, debido al éxito en la aprobación reciente de las reformas tributaria, laboral y pensional por parte del Congreso de la República, y por el respaldo de las entidades multilaterales de crédito, incluido el Fondo Monetario Internacional (FMI) con el cual se concretó un acuerdo de *stand by*. Sin embargo, la culminación de este proceso depende críticamente de la aprobación popular del referendo, lo cual constituye un factor importante de incertidumbre, si bien la mayoría de analistas da por descontado este resultado. Pero aun cuando se le asigne una baja probabilidad, la no aprobación del referendo podría afectar drásticamente la percepción de riesgo de la economía, las expectativas de devaluación y los flujos de financiamiento hacia el país, dado el escaso margen de maniobrabilidad fiscal que tiene el Gobierno. De otro lado, la crisis venezolana, cuyo desenlace es muy incierto, sigue siendo un factor que está afectando y puede afectar aún más las perspectivas de crecimiento de importantes sectores industriales y de comercio en Colombia.

✕ Teniendo en cuenta todo lo anterior, se espera que la economía colombiana siga exhibiendo tasas de crecimiento positivas para el próximo año, aunque se considera improbable que se presente una aceleración significativa frente al resultado observado en 2002. Estas previsiones están en línea con la meta de crecimiento del Gobierno de 2% para 2003. En vista de ello, y de los bajos niveles que a noviembre seguían registrando los diferentes indicadores de capacidad instalada frente a sus promedios históricos, no se advierten presiones inflacionarias de demanda importantes para los primeros meses de 2003.

✕ Durante el cuarto trimestre, la Junta Directiva del Banco mantuvo inalteradas las tasas de intervención. A finales de diciembre, 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%.

✕ Desde mediados de año el Banco ha otorgado amplia liquidez a los mercados, lo cual ha permitido atender la fuerte demanda de fin de año, sin contratiempos. En particular, en los últimos tres meses del año, el Banco continuó realizando compras de TES y ejerciendo opciones para acumulación de reservas y así suministrar liquidez de forma permanente. El monto total de compras permanentes de TES en este período ascendió a \$139,8 miles de millones (mm), con lo cual, las compras para todo el año ascendieron a \$1.208,4 mm. Por su parte, a través del ejercicio de opciones de acumulación de reservas se efectuó una expansión de \$141,8 mm en el trimestre, equivalentes a US\$50 millones (m). A través de estos mecanismos en conjunto, el Banco de la República otorgó liquidez permanente durante los últimos tres meses del año por valor de \$281,8 mm.

✕ En los últimos meses se ha observado una reducción de la demanda como lo sugiere la baja demanda por Repos de expansión a 30 días. Dentro del programa de liquidez de fin de año, el Banco definió cupos de Repos de expansión a 30 y 90 días por valor de \$2.100 mm, de los cuales tan solo se demandaron \$1.105,9 mm. Así mismo, durante el cuarto trimestre, el crecimiento de los agregados monetarios más líquidos se ha desacelerado de manera importante. A diciembre, la

base monetaria creció a una tasa anual de 20,3% en tanto que M1 lo hizo a 18,3%. En cuanto a M3, su crecimiento también se desaceleró, pasando de 8,8% en septiembre a 7,4% en diciembre.

✚ La desaceleración de los agregados monetarios no impidió una significativa aceleración del crecimiento de la cartera nominal total del sistema financiero, la cual pasó de crecer de una tasa anual de 1,6% en septiembre a 4,1% en diciembre. La aceleración se presentó fundamentalmente en la cartera de la banca no hipotecaria, la cual creció a una tasa anual de 6,6% en diciembre. Igualmente, con cifras a noviembre, la aceleración también se observó en la cartera comercial y de consumo. La recuperación de la cartera se presentó simultáneamente con una reducción de las colocaciones de TES por parte del Gobierno.

✚ La recuperación de la cartera y el menor crecimiento de los agregados monetarios no se tradujeron en presiones sobre las tasas de interés nominal de mercado. A lo largo del cuarto trimestre, la tasa interbancaria se situó ligeramente por encima del 5,0%. En diciembre su nivel fue de 5,0%, 30 puntos básicos (pb) menor que la de septiembre. En cuanto a la DTF, en diciembre se situó en 7,7%, 20 pb menor que la de tres meses atrás, alcanzando su nivel histórico más bajo. Finalmente, las tasas activas nominales para todos los tipos de crédito se redujeron entre 20 pb y 50 pb en los últimos tres meses.

✚ En cuanto a las tasas de los TES en el mercado secundario, entre septiembre y diciembre se presentó una importante corrección a la baja en todos los tramos de la curva de rendimientos. A diciembre, el nivel observado para estas tasas a los diferentes plazos era ligeramente superior al que se observó a mediados de año, antes del repunte del tercer trimestre. La reducción, que en gran parte está asociada a la menor percepción de riesgo de los mercados externo e interno, fue mayor en el caso de las tasas de corto plazo que en las de largo plazo. Adicionalmente, en diciembre las tasas de largo plazo presentaron un ligero repunte que puede estar reflejando un incremento en las expectativas de inflación del mercado.

✚ Durante el cuarto trimestre, el tipo de cambio registró una alta volatilidad. Entre septiembre y mediados de noviembre se observó una tendencia revaluacionista que estuvo asociada con una menor percepción de riesgo por parte del mercado, en parte, como consecuencia de la menor incertidumbre externa, pero también como resultado del avance que registraban los proyectos de reformas tributaria y de pensiones y por el apoyo brindado por la banca multilateral. Sin embargo, en el último mes y medio, el tipo de cambio volvió a devaluarse por razones que están asociadas con una mayor demanda de divisas por parte del sector real, y también por la nula oferta de divisas por parte de la Tesorería General de la Nación. A ello se suma la baja posición propia de contado de los intermediarios del mercado cambiario, lo cual hace que su capacidad de respuesta ante un incremento de la demanda sea limitada. A finales de diciembre, la tasa representativa del mercado (TRM) se situó en \$2.864, 8, con lo cual la devaluación a fin de año fue de 25,0% y la promedio del año fue de 9,1%.

✚ El Banco de la República proyecta una inflación sin alimentos, para el promedio del cuarto trimestre de 2003, de 6,2%, menor frente al pronóstico presentado en el informe de septiembre (6,6%). La disminución en el pronóstico obedece, entre otras razones, a que se esperan menores presiones inflacionarias en el frente cambiario ante lo previsto en septiembre. En materia de infla-

ción de alimentos, el pronóstico para igual período es de 5,8%, superior al pronóstico obtenido hace tres meses (2,8%). De esta forma, la inflación total promedio prevista para el cuarto trimestre de 2003 es de 6,1%, mayor que la presentada en el informe anterior (5,5%).

✘ La SGEE considera que el efecto de la reforma al IVA, que entra en vigencia durante 2003, sobre la inflación, debería ser transitorio y no muy significativo. Sin embargo, no se descarta que ocasione incrementos en las expectativas de inflación, con lo cual su efecto final podría extenderse en el tiempo.

✘ Los riesgos sobre el pronóstico de inflación siguen siendo considerables. Algunos de los más importantes son:

✘ La magnitud del flujo neto de capitales, tanto público como privado, que podría recibir el país durante 2003. Si bien, en las últimas semanas los mercados han mostrado signos de apertura, no puede decirse que esta situación se haya consolidado, y todavía el peligro de un nuevo cierre es grande ante cambios en las condiciones externas o internas. Entre estas últimas conviene señalar la normal incertidumbre que rodea la aprobación del referendo. Aunque diversos analistas consideran este evento como improbable, un resultado negativo podría deteriorar la confianza de los mercados en la consistencia del programa macroeconómico del Gobierno, produciendo incrementos en la tasa de cambio y en el riesgo país en magnitudes difíciles de prever.

✘ Otro riesgo importante sobre la inflación de 2003 es la posibilidad de mayores expectativas inflacionarias, dado el quiebre que ha tenido la tendencia general de la inflación desde el segundo semestre del año pasado. Aunque ese cambio en la tendencia obedece a factores transitorios (asociados al choque de oferta de los alimentos, y al choque de financiamiento externo), su efecto sobre la tasa de inflación puede volverse permanente si se transmite a las expectativas de inflación de mediano y largo plazo. En este momento la información disponible para evaluar los cambios recientes en esta variable es escasa, pero el hecho que las tasas de largo plazo de la deuda se hayan estabilizado alrededor de 7,5% en términos reales, frente a 5,7% que habían alcanzado en julio de 2002, mostraría que, además de otros factores, el mercado podría estar transmitiendo los recientes incrementos inflacionarios a las tasas de largo plazo, y que no sería posible obtener menores tasas sobre la deuda hasta que el mercado no tenga expectativas de un panorama inflacionario despejado en el mediano plazo.

✘ De otro lado, el nivel actual de las tasas reales de expansión y de contracción del Banco de la República son -1,6% y -2,6%, respectivamente. Estas tasas, las más bajas de las economías más grandes de la región, se han reducido 270 pb con respecto al nivel que tenían en enero de 2002, y cerca de 100 pb con respecto al de junio del año anterior.

✘ En contraste, no se esperan riesgos mayores asociados a presiones inflacionarias de demanda. Por ahora se desconoce las presiones de costos que podrían resultar del reajuste reciente del salario mínimo o del incremento en los otros salarios de la economía. También existen riesgos positivos sobre el comportamiento de la inflación: el principal de ellos es que, con la aprobación del referendo se logre una mejora en el riesgo país que induzca mayores flujos netos de capital privados y públicos con un efecto positivo sobre el crecimiento y sobre las expectativas de devalua-

ción. Cada US\$100 m adicionales de entrada de capitales disminuye la devaluación promedio en cerca de 80 pb, e induce una caída de 12 pb en la inflación básica, de acuerdo con los modelos del Banco de la República.

✚ Con base en las anteriores consideraciones y teniendo en cuenta que en los últimos meses se ha observado un quiebre en la tendencia de la inflación básica, el cual puede ser atribuido a la mayor devaluación del peso frente al dólar y que, además, el incumplimiento de la meta en diciembre podría aumentar las expectativas de inflación, la Junta Directiva decidió incrementar en 100 pb toda la estructura de las tasas de intervención del Banco de la República. De esta manera, las nuevas tasas de intervención son las siguientes: subasta de expansión: 6,25%; subasta de contracción, 5,25%; lombarda de expansión, 10%; lombarda de contracción, 4,25%.

La Junta confía que con esta medida se controlen las expectativas de inflación y aumente la probabilidad de cumplimiento de la meta en 2003 y 2004 sin afectar el proceso de reactivación económica.

Junta Directiva del Banco de la República