

## PRESENTACIÓN, RESUMEN Y CONCLUSIONES

### A. LA COYUNTURA ECONÓMICA Y LA INFLACIÓN

✘ En abril del presente año la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) decidió incrementar las tasas de intervención del Banco en 100 puntos básicos (pb) como respuesta a las mayores presiones inflacionarias que se observaron durante el primer trimestre, provenientes principalmente de la alta devaluación acumulada hasta esa fecha y del aumento de las expectativas de inflación. Este incremento se sumó al efectuado en enero, en la misma proporción, y se complementó con la realización de subastas de desacumulación de reservas en los meses de marzo, abril y mayo por un valor de US\$200 millones cada una.

✘ Estos cambios en la política monetaria tuvieron las siguientes consecuencias:

- Elevaron las tasas de interés interbancarias en la misma proporción.
- Contribuyeron a la reducción de las tasas de los TES. Estas disminuyeron cerca de 80 pb en promedio, en un contexto en el cual la prima de riesgo país disminuyó.
- No se tradujeron en aumentos de la DTF ni de la mayor parte de las tasas de colocación.
- Contribuyeron a estabilizar el tipo de cambio (también afectado por el comportamiento de la prima de riesgo país y por flujos externos, principalmente remesas del exterior).

✘ De esta manera, las acciones de política habrían contribuido a moderar las expectativas de inflación y a reducir la depreciación del tipo de cambio. A pesar del incremento en tasas, la postura de la política monetaria continúa siendo holgada y favorable al crecimiento, a juzgar por los niveles reales de las tasas de cambio e interés y por el crecimiento de la base monetaria.

✘ Durante el año la actividad económica se ha desarrollado en un ambiente interno y externo más propicio, y el crecimiento se ha acelerado frente al segundo semestre de 2002, impulsado principalmente por la demanda interna privada. En el frente interno, las tasas de interés continúan en niveles reales bajos, lo que junto a la mejora de los balances del sector privado y los mayores niveles de confianza de empresarios y consumidores ha permitido un repunte del crédito. En el frente externo, los mercados de capitales han seguido dispuestos a mantener o incluso aumentar su exposición en los mercados emergentes, permitiendo que las primas de riesgo país disminuyan, y haciendo posible una mayor estabilidad cambiaria en el caso de Colombia.

✚ Para los próximos meses se espera que las condiciones externas e internas continúen favoreciendo el crecimiento. Se prevé que la inversión privada y en menor medida el consumo de los hogares sigan siendo las principales fuentes de crecimiento. Las exportaciones serán impulsadas por las no tradicionales dirigidas a los Estados Unidos, y por las exportaciones de carbón primordialmente. Sin embargo, el resto de ventas al exterior y principalmente las que tienen como destino el mercado venezolano podrían tener un comportamiento menos satisfactorio. En este contexto, y teniendo en cuenta el buen desempeño de diversos indicadores a junio, se considera factible un crecimiento para 2003 superior a la meta de 2% establecida por el Gobierno.

✚ En el segundo trimestre la inflación al consumidor cambió la tendencia ascendente que traía desde mediados del año pasado. Sin embargo, esta reducción dependió exclusivamente de una disminución de la inflación de alimentos y no de la de la inflación básica, la cual aumentó por tercer trimestre consecutivo. A junio, la inflación anual sin alimentos se situó en 7,0% y el promedio de los tres indicadores de inflación básica fue 7,3% superando en todos los casos la meta establecida para este año por un amplio margen.

✚ Es improbable que el aumento de la inflación básica en el segundo trimestre se debiera a presiones inflacionarias de demanda. Si bien la política monetaria holgada y la recuperación de la confianza del sector privado han propiciado una aceleración del crecimiento económico y un cierre de la brecha de producto más rápido de lo esperado, el nivel de esta última sigue siendo negativo. Los indicadores de utilización de la capacidad instalada y del mercado laboral, así como los cálculos de la subgerencia de Estudios Económicos (SGEE) señalan que el producto aún se encuentra por debajo de su nivel “potencial”.

✚ En los últimos meses ha continuado la transmisión de la depreciación del peso a la inflación del índice de precios al consumidor (IPC). Por otro lado, gracias a la estabilidad cambiaria, el efecto de la devaluación sobre la inflación del índice de precios del productor (IPP) de bienes importados comienza a ceder. En el segundo semestre, las presiones inflacionarias provenientes de la devaluación continuarían reduciéndose si la tasa de cambio no registra un nuevo repunte.

✚ Aunque las acciones de política emprendidas hasta abril parecen haber moderado las expectativas de inflación, los indicadores disponibles señalan que éstas se mantuvieron en niveles superiores a la meta.

✚ En el segundo trimestre, la inflación sin alimentos también estuvo afectada por choques de oferta (energía y combustibles), cuyo impacto, sin embargo, fue menor que en el primer trimestre.

✚ En conclusión, la aceleración de la inflación básica anual en el segundo trimestre obedeció a las presiones provenientes del tipo de cambio y de las expectativas. Aunque, el efecto de la devaluación en la inflación de bienes importados estaría empezando a ceder, la continuación de la transmisión de la depreciación a los precios al consumidor y la persistencia de expectativas de inflación superiores al 6% son los principales riesgos que enfrenta el cumplimiento de las metas en 2003 y 2004.

## B. PRONÓSTICOS

✘ Para lo que resta del año, los modelos del Banco de la República señalan una reducción importante de la inflación al consumidor, que dependería en buena parte de la desaceleración de la inflación de alimentos. Por el contrario, la inflación sin alimentos podría registrar repuntes adicionales hasta el tercer trimestre impulsada por choques de oferta (energía y combustibles) y por el efecto rezagado de la devaluación. Sólo en el cuarto trimestre habría una disminución sostenida de este indicador.

✘ En términos generales, los pronósticos de inflación para 2003 son menores que los que se presentaron en el informe de marzo. Sin embargo, hay problemas de comparación entre ambos pronósticos, debido a los cambios efectuados en el modelo central (modelo de mecanismos de transmisión-MMT). En particular, en su versión más reciente el MMT utilizado presenta cifras a fin de año, mientras que en su versión previa, empleado en el informe de marzo, presentaba pronósticos para el promedio del cuarto trimestre.

✘ El MMT, en su senda central, señala que la inflación al consumidor en diciembre de 2003 estaría cerca de 6%. Este resultado, sin embargo, es particularmente incierto puesto que depende, en buena parte, de una corrección importante en el precio de los alimentos. En cuanto a la inflación sin alimentos, su nivel se proyecta en un rango entre 6,2% y 7,2% para diciembre, menor que el presentado en el informe de marzo, pero por encima del rango meta anunciado.

✘ Para 2004, el modelo del Banco prevé una reducción adicional de la inflación al consumidor explicada básicamente por la disminución de la inflación sin alimentos. Para el próximo año la inflación de alimentos convergiría a la inflación básica.

✘ Los pronósticos anteriores se efectuaron bajo el supuesto de que la tasa de cambio promedio para el segundo semestre no presenta un repunte importante. En 2004 se podrían esperar algunas presiones cambiarias debido a la caída de los ingresos petroleros por la corrección a la baja del precio internacional. En este escenario también se supone que los *spreads* de la deuda pública permanecen estables.

✘ Dado todo lo anterior, la reducción prevista de la inflación sin alimentos durante el próximo año y medio a niveles compatibles con la meta de 2003 y con el rango anunciado para 2004 depende, en buena parte, de que no se presente un repunte de las presiones inflacionarias por devaluación. Adicionalmente, depende de que el mayor crecimiento previsto no genere presiones significativas sobre los precios, lo que supone que la economía seguirá contando con una capacidad productiva suficiente para atender la mayor producción sin que surjan cuellos de botella sectoriales.

✘ Como es usual, los pronósticos anteriores están sometidos a varios riesgos:

- Existen riesgos al alza sobre la tasa de cambio, tanto en el corto plazo (por factores tanto domésticos como regionales), como en el mediano plazo (por la caída de los ingresos petroleros). En el pasado reciente la aceleración de la devaluación ha sido seguida de aumentos en las expectativas de inflación.

- La credibilidad del logro de la meta de inflación de este año es baja, y si la inflación en diciembre es mayor que 6%, sería el segundo año consecutivo en que se incumple la meta de inflación, a pesar de haber sido definida en forma de rango (5%-6%).
- Se está presentando un cierre de la brecha de producto más rápido de lo esperado en informes anteriores. Si bien la reducción de la brecha de producto ha sido uno de los propósitos de la política monetaria en los últimos años, el cierre de la brecha puede llevar a aumentos futuros en la inflación básica cuando no está acompañado de una fuerte credibilidad en las metas de inflación.
- La inflación de alimentos se proyecta en 5,0% promedio en 2004, lo cual contribuye de manera importante a que el pronóstico de inflación total se sitúe en el rango dentro del cual se definiría la meta de dicho año (3,5%-5,5%). Es obvio que existe una gran incertidumbre sobre el comportamiento esperado de esta variable, dada la alta varianza que la caracteriza.
- Finalmente, en el mediano plazo, uno de los principales riesgos está asociado a la evolución de las variables fiscales, las cuáles afectan la percepción de los agentes acerca de la estabilidad macroeconómica, y por ende, sus expectativas de devaluación.

### C. LA DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA

✚ Teniendo en cuenta que la inflación al consumidor ha comenzado a descender y que los pronósticos de inflación sugieren que esta tendencia se puede mantener en el próximo año y medio, que la tasa de cambio se ha mantenido en un nivel estable, y que el actual entorno externo e interno no hace prever el surgimiento de presiones inflacionarias que comprometan la política de estabilización de precios en el largo plazo, la Junta Directiva, en su reunión del 25 de julio determinó:

✚ Mantener inalteradas las tasas de interés de intervención del Banco de la República, las cuales continuarán así: mínima de expansión 7,25%, lombarda de expansión 11%, máxima de contracción 6,25% y lombarda de contracción 5,25%.

✚ No hacer en el mes de agosto subastas de opciones para acumular o para desacumular reservas internacionales, dado el reciente comportamiento del mercado cambiario.