

PRESENTACIÓN, RESUMEN Y CONCLUSIONES

LA COYUNTURA ECONÓMICA Y EL COMPORTAMIENTO DE LA INFLACIÓN

✚ Durante el tercer trimestre del año, los diferentes indicadores de inflación básica continuaron aumentando. En septiembre su promedio fue de 7,5%. El incremento de la inflación básica en los últimos meses respondió principalmente al ajuste de los precios de los bienes y servicios regulados, como los combustibles, el transporte, y las tarifas de la energía eléctrica. Los precios de bienes transables continuaron registrando altos niveles de inflación, a pesar de que en los últimos seis meses el tipo de cambio se ha estabilizado.

✚ La inflación total fue de 7,1% en septiembre, menor que la inflación promedio del segundo trimestre (7,6%). Esta reducción obedece principalmente a la menor inflación de alimentos debido a la mayor oferta de alimentos percederos, como se había previsto en anteriores informes.

✚ La aceleración de la inflación básica hasta septiembre tuvo lugar conjuntamente con una aceleración del crecimiento económico, mayor que el esperado en informes precedentes. La recuperación económica ha estado sustentada por una política monetaria holgada, la recuperación del crédito y la mayor confianza de inversionistas y consumidores, en un ambiente de mejora en las condiciones de seguridad interna.

✚ Aún no hay evidencia de que este mayor crecimiento haya generado presiones inflacionarias de demanda. El producto continúa situándose por debajo de su nivel potencial, y los precios de los rubros de la canasta que dependen de presiones de demanda y que no son afectados por la devaluación o los ajustes en los precios regulados, crecen a tasas inferiores al 5%. Sin embargo, el mayor crecimiento sugiere que la brecha del producto puede estar cerrándose más rápido de lo previsto.

✚ Uno de los principales riesgos que ha enfrentado la política de estabilización de precios del Banco ha sido la transmisión a las expectativas de inflación de los diferentes choques que han afectado la inflación desde el año pasado: el incremento en los precios de los alimentos en el segundo semestre de 2002, el aumento en la devaluación, y los ajustes recurrentes en los precios relativos de algunos bienes y servicios regulados. En efecto, las encuestas disponibles muestran

que al tiempo que la inflación se aceleraba como resultado de estos choques, las expectativas de inflación respondieron al alza. En los últimos meses las expectativas inflacionarias se han mantenido por encima de la meta-rango de 2003, luego de una ligera corrección a la baja.

✚ Con el fin de evitar un desborde de las expectativas y reducir el efecto de la devaluación sobre la inflación, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) incrementó las tasas de interés en 200 puntos básicos (pb) en enero y abril, y anunció la posibilidad de intervenir en el mercado cambiario con opciones de desacumulación de reservas hasta por US\$1.000 millones (m). De las intervenciones efectuadas se desacumularon efectivamente US\$ 345 m. A partir de mayo no se han registrado cambios sustanciales en la política monetaria.

✚ A pesar del ajuste en las tasas de intervención de comienzos de año, las tasas de interés nominales de mercado han permanecido inmodificadas, con excepción de la tasa interbancaria. Durante el tercer trimestre las tasas reales continuaron estables y, en el caso de algunas tasas de captación, cercanas a cero. Al mismo tiempo se observa un crecimiento relativamente alto de los agregados monetarios y una importante recuperación del crédito. Estos hechos sustentan una política monetaria holgada en el tercer trimestre.

PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS Y PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN

✚ En el contexto externo se observan condiciones favorables al crecimiento de las economías emergentes, y en particular de la América Latina:

✚ Los flujos de capital hacia mercados emergentes han sido estimulados por la baja aversión al riesgo de los mercados de capitales, y por las bajas tasas de interés en las economías desarrolladas.

✚ La economía norteamericana está creciendo a tasas mayores que las esperadas, y debe continuar a un buen ritmo durante 2004. También se espera un mejor desempeño de las economías europeas y de la del Japón.

✚ El mayor crecimiento no ha hecho surgir aún presiones inflacionarias en los Estados Unidos y Europa lo cual permite esperar bajas tasas de interés en estos mercados en los siguientes meses y durante una parte de 2004. De otro lado, la mayor demanda de bienes básicos ha empezado a repercutir en los precios internacionales, anunciando una mejora en los términos de intercambio para los países en desarrollo.

✚ En estas condiciones ha tenido lugar una cierta apreciación de las monedas de países emergentes, especialmente en América Latina. Esto ha contribuido a mejorar la rentabilidad de los activos denominados en monedas locales, aumentando con ello las posibilidades de inversión.

✘ Para Colombia, se espera que continúe la recuperación de las exportaciones a los Estados Unidos, apoyada por la ley de preferencias arancelarias andinas y de erradicación de drogas (ATPDEA) y por el nivel competitivo que tiene actualmente el tipo de cambio. De otro lado, se espera una recuperación de las exportaciones a Venezuela, aunque por debajo de los niveles previos a la crisis.

✘ En el frente interno debe continuar la recuperación de la actividad económica basada principalmente en la inversión privada. De especial importancia es la recuperación en el precio de los activos que indicaría una mayor confianza de las empresas y los hogares en el desempeño futuro de la economía.

✘ En lo corrido del año, el consumo ha sido el componente menos dinámico de la demanda interna. En el futuro próximo su desempeño va a depender del impacto de las medidas tributarias, de la recuperación del empleo asociada con el mayor crecimiento económico, y de la confianza que genere el programa de ajuste fiscal sobre las decisiones de gasto de los hogares.

✘ La economía puede crecer entre 2,5% y 3% en 2003, por encima de las previsiones del informe de junio. El mayor crecimiento probablemente se va a reflejar en un cierre más rápido de la brecha del producto. Se considera que la brecha se mantendrá en terreno negativo en lo que resta del año, y que será 1,8% del producto interno bruto (PIB) potencial.

✘ Los pronósticos muestran que la inflación al consumidor se situaría en 6,2% en diciembre de 2003. La inflación sin alimentos se situaría entre 6,5% y 7,2%. Para diciembre de 2004, la inflación total al consumidor se ubicaría alrededor de 5,0%. Este resultado obedece, ante todo, a la caída en la inflación sin alimentos. Tal pronóstico incluye choques transitorios en la inflación sin alimentos por concepto de reajustes en tarifas de servicios públicos, combustibles y transporte, pero no incluye el efecto que tendría una eventual reforma del impuesto al valor agregado (IVA) en 2004.

✘ Estos pronósticos suponen que la tasa de cambio no repunta sustancialmente con respecto a su nivel actual. En efecto, a pesar de la caída en los ingresos de petróleo, los flujos de financiamiento externo del gobierno, y una recuperación gradual de los flujos privados de capitales, permitirían financiar un mayor déficit en cuenta corriente.

RIESGOS

✘ Existen importantes riesgos sobre la trayectoria de la inflación en los próximos 18 meses. Los principales factores de riesgo son el nivel actual de las expectativas inflacionarias, el efecto de una brecha del producto más cerrada, y la inflación de alimentos.

✘ La información de expectativas inflacionarias a septiembre muestra que éstas sólo se han reducido marginalmente (entre 10 pb y 20 pb) con respecto a la encuesta

de junio, y que permanecen alrededor de 6,6% para septiembre de 2004. Los diferenciales entre las tasas de los títulos Tes unidad de valor real (UVR) y de rentabilidad fija a dos y tres años muestran una tendencia decreciente pero los niveles se ubican por encima de la posible meta del próximo año y de una senda decreciente de inflación de 2005 en adelante.

✧ La medición de la brecha del producto es altamente incierta. Estimaciones alternativas de la brecha sugieren que ésta podría ser menor que la utilizada como supuesto en este informe. Los análisis de sensibilidad sugieren que una brecha menor en 0,8 puntos porcentuales para finales de este año podría acelerar la inflación de 2004 y 2005 en 20 pb y 30 pb, respectivamente.

✧ Finalmente, los pronósticos pueden estar subestimando la inflación de alimentos. Recientemente tuvieron lugar algunos incrementos en los precios internacionales de cereales y de otros productos primarios. De mantenerse, los mayores precios externos tenderían a trasladarse a los precios domésticos como sucedió a finales de 2002, con efectos importantes sobre la inflación de alimentos.

✧ Teniendo en cuenta las consideraciones anteriores, la Junta Directiva decidió mantener inalteradas las tasas de intervención del Banco de la República. En consecuencia las tasas continuarán así: mínima de expansión 7,25%, lombarda de expansión 11%, máxima de contracción 6,25% y lombarda de contracción 5,25%.