

SITUACIÓN INFLACIONARIA EN JUNIO Y SUS PERSPECTIVAS

- La situación inflacionaria en junio confirma las principales tendencias que se han venido observando a lo largo del año: la reducción de la inflación básica y de las expectativas de inflación, y la alta probabilidad de cumplir la meta de 2005.
- La reducción en la inflación sin alimentos (de 4,8%, en marzo, a 4,3% en junio) se presentó en transables y en no transables. Como en el primer trimestre, en éste la caída de la inflación de transables reflejó el comportamiento de la tasa de cambio. La reducción de la inflación de no transables fue resultado, principalmente, de la existencia de excesos de capacidad y de la reducción paulatina de las expectativas de inflación.
- De otro lado, en lo corrido del año, la economía colombiana continuó en una fase de expansión. Así lo confirman el crecimiento del producto interno bruto (PIB) al primer trimestre (teniendo en cuenta el menor número de días hábiles) y la mayoría de los indicadores económicos disponibles a la fecha. El crecimiento provino, principalmente, de las exportaciones y de la inversión.
- Los principales factores que determinarán el comportamiento de los precios en los próximos cuatro a ocho trimestres son la evolución de las expectativas de inflación, la existencia o no de presiones inflacionarias de costos y salarios, el comportamiento del tipo de cambio y la evolución de la brecha del producto.
- Las expectativas de inflación continuaron disminuyendo. La credibilidad en el cumplimiento de la meta en 2005 está en un máximo histórico, y las expectativas para junio de 2006 se sitúan en 4,9%, de acuerdo con la encuesta mensual del Banco. No obstante, las expectativas derivadas del diferencial de tasas de bonos indexados y no indexados a más de tres años aún se sitúan en 5%.

- La caída observada en el índice de precios del productor (IPP) en meses recientes no sugiere la existencia de presiones inflacionarias asociadas con los precios de las materias primas y de los bienes intermedios. De otro lado, en lo corrido del año se han observado casos de incrementos significativos en los salarios reales, del comercio al por menor y de los trabajadores calificados en el sector de la construcción. Parte de estos incrementos en los salarios reales han sido compensados, probablemente, por mayores crecimientos de la productividad del trabajo, de tal manera que el costo laboral unitario puede haber permanecido estable. Sin embargo, hacia el futuro próximo no se descarta la aparición de cuellos de botella en algunos sectores y en algunos segmentos del mercado laboral.
- Aunque la evolución futura de la tasa de cambio es muy incierta, no se prevén cambios fundamentales en las condiciones externas para los próximos trimestres. Estas deben mantenerse favorables a las economías emergentes, incluso ante aumentos graduales en las tasas de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed). Se espera que la demanda de los principales socios comerciales de Colombia siga siendo dinámica, y que varios de los productos de exportación mantengan precios altos e incluso mayores que los previstos en el informe anterior. En estas condiciones, se prevén pocas presiones hacia la devaluación del peso en lo que resta de 2005.
- Para 2006 la incertidumbre cambiaria es aún mayor. Aunque las proyecciones de los precios de los bienes básicos aumentaron, existen riesgos que podrían implicar ajustes más rápidos al alza del tipo de cambio. Estos están asociados con los comicios electorales en varios países de América Latina, el efecto del aumento en los precios del petróleo sobre la economía mundial y la persistencia de los desequilibrios macroeconómicos en los Estados Unidos.
- Existen buenas perspectivas de crecimiento del ingreso disponible en lo que resta del año y en 2006, debido a la reducción progresiva en el desempleo y al crecimiento del empleo y su mayor formalización. Además, como ya se mencionó, los términos de intercambio continuarían siendo favorables para el país. A pesar de la reducción del precio del café en los últimos meses, el ingreso real de los cafeteros ha crecido 50% en el año corrido hasta mayo, frente al mismo período del año anterior. Estos factores deben compensar, en términos de ingreso nacional, el impacto negativo de la apreciación sobre las remesas provenientes del exterior.
- Otros factores que permiten esperar un buen dinamismo de la economía para los próximos trimestres son los indicadores de confianza de los consumidores y de los empresarios, que registran las encuestas disponibles. También hay evidencia de que los activos se están valorizando, lo cual estimularía el gasto privado. En estas condiciones, se espera que la economía mantenga

ga un ritmo de crecimiento de alrededor de 4% en 2005, con crecimientos de la demanda interna similares a los observados a lo largo del año. Este crecimiento estaría basado en un buen comportamiento de la inversión (incluida la inversión pública) y en una aceleración del consumo de los hogares frente al observado en el primer trimestre del año. La postura expansiva de la política monetaria, reflejada en bajas tasas de interés reales, contribuye a este dinamismo.

- Las diferentes mediciones de brecha del producto muestran que ésta continúa siendo negativa, pero que se ha cerrado en los últimos trimestres. Sin embargo, algunos indicadores, como la utilización de la capacidad instalada en la industria, o el porcentaje de industriales que consideran la demanda como su principal problema, no sugieren una aceleración reciente en el cierre de la brecha. A este resultado estaría contribuyendo la ampliación de la capacidad productiva como consecuencia del alto ritmo inversor que trae la economía desde hace cerca de tres años y, posiblemente, la recuperación del crecimiento de la productividad total factorial.
- Con base en los elementos anteriores, se puede concluir que no se deberían presentar presiones inflacionarias de demanda importantes en el segundo semestre de 2005. Para 2006 se espera que continúen operando los factores que impulsan actualmente el crecimiento económico, en la medida en que no haya cambios abruptos en el contexto externo y que las tasas de interés reales continúen en niveles bajos. En estas condiciones, es posible que la brecha del producto continúe cerrándose y que, como consecuencia, puedan aparecer algunas presiones inflacionarias de demanda.
- Los resultados de los modelos de pronóstico de la inflación y del modelo central de simulación de la política monetaria muestran que existe una alta probabilidad de cumplir la meta de 2005 (entre 4,5% y 5,5%) y reducir la inflación hacia el rango anunciado para la meta en 2006 (con un punto medio entre 3% y 5%). Bajo el supuesto de una devaluación moderada en 2006, este comportamiento de la inflación sería consistente con el mantenimiento de una tasa de interés interbancaria (TIB) de corto plazo en niveles similares a los actuales.
- En este contexto, y teniendo en cuentas los siguientes elementos, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) decidió mantener inalterada la estructura actual de las tasas de interés del Banco:
 - En el último mes la DTF se redujo cerca de 20 puntos básicos (pb), se situó en 7,05% y cerró aún más el margen que existe entre ésta y la TIB. Adicionalmente, otras tasas de interés de mayor plazo mostraron caídas importantes en el último trimestre. Así, por

ejemplo, la tasa de los TES 2014 cayó cerca de 200 pb en términos reales, desde marzo (240 pb en términos nominales), y alcanzó un nivel histórico mínimo. En la medida en que esta tasa afecte la demanda agregada (por ejemplo, como una medida del costo de oportunidad de los fondos de inversión), sus movimientos recientes constituyen un impulso adicional sobre la actividad económica.

- Existe una incertidumbre considerable respecto al nivel actual de la brecha del producto y al ritmo al cual se puede estar cerrando. La aceleración del crédito y de los depósitos privados en el último trimestre puede indicar que la economía se encuentra en mejores condiciones que las consideradas en el escenario base. El crédito de consumo se ha hecho más dinámico y ahora crece cerca de 35% nominal. Por su parte, el crédito comercial registra incrementos nominales de alrededor del 15% en los últimos meses, aunque parte de este crecimiento puede reflejar una reducción en el endeudamiento externo del sector real. La aceleración en los agregados monetarios puede obedecer a un ajuste en el portafolio de los agentes, pero también a un mayor nivel de actividad económica.
- Las expectativas de inflación a más de un año se sitúan todavía por encima o en el techo del rango anunciado para la meta de inflación en 2006. De otro lado, los pronósticos prevén que la inflación sin alimentos de no transables estaría cerca del 5,5% en diciembre de 2005 y que podría permanecer alrededor de este nivel durante parte del próximo año. Por lo tanto, un eventual incremento en la tasa de cambio haría difícil sostener una senda decreciente para la inflación total frente a los niveles actuales, debido al posible impacto sobre la inflación de transables. Esto es particularmente relevante dada la incertidumbre sobre la evolución de la tasa de cambio, en especial en 2006.
- Las simulaciones del modelo central muestran que, en el mediano y largo plazos, la política monetaria debe sustituir la postura expansionista de los meses recientes por una posición neutral. Por ello, una reducción de las tasas de interés de intervención hoy vigentes tendría un carácter transitorio y debería ser reversada en los próximos trimestres, siempre y cuando no haya cambios en los factores fundamentales que determinan el comportamiento inflacionario. En estas condiciones, dicha política incrementaría la volatilidad en las tasas de interés de corto plazo, sin descartar posibles efectos negativos sobre la estabilidad financiera al transmitirse a las tasas de los TES. Esto es particularmente relevante ante la posibilidad de sobrereacciones que pueden tener lugar en el mercado de deuda pública, debido a la alta participación de estos títulos en los activos del sistema financiero y su importancia para el financiamiento del Gobierno.

- Adicionalmente, con base en la evaluación de la situación cambiaria, las proyecciones de la balanza de pagos y la información reciente sobre flujos de inversión extranjera directa (IED), la JDBR decidió mantener el esquema de intervención discrecional en el mercado cambiario, con el fin de contribuir a su ajuste gradual y evitar una apreciación excesiva del tipo de cambio.

Junta Directiva del Banco de la República