



INFORME SOBRE INFLACIÓN

JUNIO DE 2003

BANCO DE LA REPÚBLICA

ISSN - 1657-7973

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 (m) 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.

INFORME SOBRE INFLACIÓN

JUNIO DE 2003

Elaborado por:
Unidad de Programación e Inflación
Subgerencia de Estudios Económicos

SUBGERENCIA DE ESTUDIOS ECONÓMICOS

Hernando Vargas Herrera

Subgerente

DEPARTAMENTO DE PROGRAMACIÓN E INFLACIÓN

Juan Mauricio Ramírez Cortés

Director

SECCIÓN DE INFLACIÓN (*)

Adolfo León Cobo Serna

Jefe

Angélica María Arosemena Martán

Edgar Caicedo García

Luisa Fernanda Charry Velásquez

Alexandra Espinosa Dussán

Mario Nigrinis Ospina

William Prieto Bustos

Andrés Mauricio Velasco Martínez

(*) En la elaboración de este informe colaboraron Franz Hamann Salcedo, Director del Departamento de Modelos Macroeconómicos, Luis Fernando Melo Velandia, Rocío Clara A. Mora Quiñones, Norberto Rodríguez Niño, Jesús Antonio Bejarano R., Pablo Querubín Borrero y Paola Figueroa González.

CONTENIDO

PRESENTACIÓN, RESUMEN Y CONCLUSIONES	5
A. LA COYUNTURA ECONÓMICA Y LA INFLACIÓN	5
B. PRONÓSTICOS	7
C. LA DECISIÓN DE POLÍTICA MONETARIA	8
I. EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA INFLACIÓN	13
A. INTRODUCCIÓN	13
B. INFLACIÓN TRANSITORIA	15
C. INFLACIÓN BÁSICA	16
II. DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN	19
A. SÍNTESIS DE LA POLÍTICA MONETARIA, VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS	19
B. OFERTA Y DEMANDA	25
C. EMPLEO, SALARIOS Y PRODUCTIVIDAD	30
D. BRECHA DEL PRODUCTO Y UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA	31
III. CONTEXTO INTERNACIONAL	33
A. ECONOMÍAS DESARROLLADAS	34
B. AMÉRICA LATINA	36
C. PRECIOS DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS	37
IV. PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN	40
A. INTRODUCCIÓN	40
B. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS	41
C. CANALES DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA Y PRONÓSTICOS	43
D. RIESGOS	46

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA INFLACIÓN

A. INTRODUCCIÓN

Durante el segundo trimestre de 2003 la inflación anual al consumidor cambió la tendencia ascendente que exhibía desde octubre pasado. En junio se ubicó en 7,2%, nivel inferior al registro de marzo (7,6%), y a las estimaciones realizadas por el Banco de la República en el *Informe sobre Inflación* anterior. Si bien dicho registro es superior a la meta puntual (6,3%) acordada con el Fondo Monetario Internacional (FMI) para ese mes, se encuentra dentro del margen de dos puntos porcentuales aceptado en el Acuerdo como criterio de cumplimiento (Gráfico 1 y Cuadro 1).

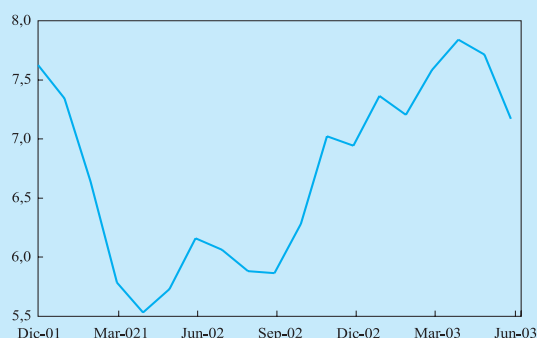
Como se tenía previsto, durante los dos últimos meses la inflación total descendió como consecuencia de la caída en la inflación de alimentos. Por el contrario, la inflación sin alimentos, continuó aumentando, si bien lo hizo a un ritmo menor que el observado en los trimestres anteriores.

En los informes de inflación pasados se identificaron los principales factores que explicaron el aumento de la inflación básica a partir de octubre de 2002. Se enfatizó el efecto de la devaluación acumulada, así como las mayores expectativas de inflación y varios choques transitorios (la reforma al impuesto al valor agregado (IVA), la actualización en el precio de los combustibles y las mayores tarifas de los servicios públicos). En los últimos tres meses, varios de estos factores siguieron vigentes. En particular, la inflación sin alimentos continuó incrementándose por los ajustes en las tarifas de energía y combustibles, por la persistencia del efecto de la devaluación y,

probablemente, por las mayores expectativas de inflación. Por otra parte, la reciente aceleración en el crecimiento económico durante los últimos tres meses no ha implicado presiones importantes de demanda.

En los últimos meses hubo indicios que sugieren que algunas de las anteriores presiones inflacionarias podrían estar disminuyendo. En primer lugar, a pesar de que la tasa de devaluación implícita anual en la actual tasa de cambio continuó siendo alta, su estabilidad relativa desde abril contribuyó a que la inflación anual de bienes transables del índice de precios al consumidor (IPC) se estabilizara y la de importados del índice de precios del productor (IPP) disminuyera. En segundo lugar, se confirmó que las presiones originadas en la reforma tributaria se transmitieron a la inflación en su totalidad durante el primer trimestre, por lo que no se esperan repuntes adicionales por este concepto en lo que resta del

GRÁFICO 1
INFLACIÓN ANUAL AL CONSUMIDOR
(PORCENTAJE)



Fuente: Departamento Administrativo Nacional de estadística (DANE), cálculos del Banco de la República.

CUADRO 1
INDICADORES DE INFLACIÓN
(VARIACIONES PORCENTUALES ANUALES)

	Mar-02	Jun-02	Sep-02	Dic-02	Mar-03	Jun-03
I. IPC	5,9	6,2	6,0	7,0	7,6	7,2
Alimentos	7,2	9,2	8,6	10,9	9,9	7,7
Vivienda	3,8	4,2	3,8	4,1	5,6	6,0
Vestuario	2,2	1,1	0,9	0,7	0,9	1,4
Salud	9,3	9,7	8,9	9,2	9,7	9,1
Educación	9,3	6,7	6,4	6,5	4,9	5,0
Cultura y esparcimiento	7,0	5,9	4,7	5,3	4,1	4,8
Transporte	5,8	5,0	5,1	5,9	9,5	10,7
Gastos varios	6,7	6,8	7,7	9,0	9,0	8,1
II. Inflación básica 1/	5,6	5,3	5,1	5,6	7,0	7,2
IPC sin alimentos	5,3	5,0	4,9	5,4	6,6	7,0
Núcleo 2/	6,0	5,8	5,6	6,2	7,8	8,0
IPC sin alimentos primarios, combustibles y servicios públicos 3/	5,4	5,1	5,0	5,3	6,5	6,6
III. IPP	3,6	2,9	6,8	9,3	11,5	10,9
Según uso o destino económico						
Consumo intermedio	2,9	1,2	6,2	9,9	13,1	12,4
Consumo final	4,3	4,6	6,3	7,3	7,5	8,0
Bienes de capital	2,4	2,8	10,8	15,6	19,6	15,4
Materiales de construcción	5,0	5,0	6,4	7,8	11,7	11,7
Según procedencia						
Producidos y consumidos	4,4	3,4	5,5	7,1	8,3	8,6
Importados	0,8	1,6	10,7	16,0	21,7	18,3
Exportados 4/	(7,1)	(2,4)	15,5	28,5	34,7	18,7
Según origen industrial (CIU)						
Agricultura, silvicultura y pesca	2,4	2,1	6,8	9,2	7,8	8,7
Minería	1,7	2,1	22,4	33,3	37,7	26,6
Industria manufacturera	3,9	3,2	6,3	8,6	11,6	11,1

1/ Corresponde al promedio de los tres indicadores de inflación básica que calcula el Banco de la República.

2/ Se excluye del IPC el 20% de la ponderación con aquellos items que entre enero de 1990 y abril de 1999 registraron la mayor volatilidad de precios.

3/ Debido a un cambio de canasta, la inflación sin alimentos primarios, combustibles y servicios públicos registraron una corrección a la baja.

4/ El IPP total no incluye los bienes exportados, su cómputo se realiza con la suma ponderada de bienes producidos y consumidos e importados.

Fuente: Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos (SGEE). Tabulados del IPP, IPC y Departamento Administrativo de Estadística (DANE).

año. En tercer lugar, los reajustes en las tarifas de los servicios públicos, aunque continuaron, fueron más moderados.

El repunte observado en las expectativas sigue siendo el principal riesgo que enfrenta la estrategia de estabilización de precios hacia el futuro. Durante el segundo trimestre, la encuesta de expectativas de inflación del Banco de la República y la diferencia entre las tasas de interés de los títulos TES tasa fija y

TES tasa variable señalan un nivel de alrededor de 7% para las expectativas de inflación para diciembre de este año. Este nivel no es compatible con la meta de inflación de este año, e incidiría negativamente en el cumplimiento de la meta del próximo año en caso de no corregirse en los próximos meses.

En este informe, los pronósticos del Banco de la República siguen previendo una reducción de la inflación de alimentos para lo que resta del año, que debe ayudar a

reducir la inflación total. También se espera un aumento ligero de la inflación sin alimentos por ajustes adicionales en los precios de los combustibles y de las tarifas de servicios públicos. Si se descuentan los efectos de tales choques, la inflación básica debería situarse en niveles acordes con el rango meta fijado para 2003 dada la ausencia de presiones de demanda fuertes y además, porque en la medida que el tipo de cambio se mantenga estable, las presiones por devaluación deberán seguir cediendo.

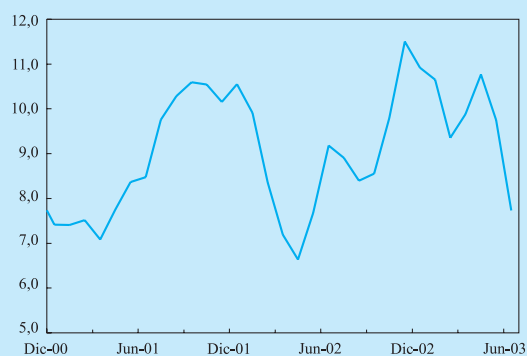
B. INFLACIÓN TRANSITORIA

En el segundo trimestre, las presiones sobre la inflación transitoria siguieron originadas en dos frentes: el precio de los alimentos (especialmente los primarios y procesados) y las tarifas de servicios públicos y combustibles.

Si bien la inflación del grupo de alimentos se redujo significativamente en mayo y junio, su nivel continuó alto, contribuyendo a aumentar la inflación total. En junio, ésta se ubicó en 7,7%, 2,2 puntos porcentuales por debajo del valor registrado en marzo (9,9%) (Gráfico 2) y alineada con los pronósticos realizados por el Banco de la República. La menor inflación de alimentos se debió a la reducción en el precio de los alimentos primarios y a la estabilización en el precio de los procesados.

El mejor desempeño de los alimentos primarios respondió básicamente a la caída en el precio de la papa, mientras que la estabilización en los precios de los alimentos procesados durante los dos últimos meses se debió a la estabilidad en la tasa de cambio y a los menores precios internacionales de sus insumos. Finalmente, el grupo de comidas fuera del hogar, también presentó un desempeño más favorable que el previsto, posiblemente porque los factores de demanda pesaron más y lograron contener las presiones sobre costos derivadas de los mayores precios de sus insumos (especialmente de los servicios públicos).

GRÁFICO 2
INFLACIÓN ANUAL DE ALIMENTOS (IPC)
(PORCENTAJE)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Para el segundo semestre de 2003, la Subgerencia de Estudios Económicos (SGEE) espera que la inflación de alimentos siga disminuyendo y alcance tasas que ayuden a que la inflación total se acerque a la meta. Esta previsión se basa en las buenas noticias sobre el comportamiento de las siembras de productos primarios, la mayor productividad agrícola tras la finalización del fenómeno de El Niño, la iniciación de la fase de liquidación ganadera y también debido a efectos estadísticos. Finalmente, en la medida en que los precios de las materias importadas sigan reduciéndose y la tasa de cambio se mantenga estable, se espera que la inflación de alimentos procesados también empiece a contribuir a la reducción de la inflación de alimentos.

Respecto a las tarifas de los combustibles y servicios públicos, durante el segundo trimestre continuaron los reajustes, aunque a un ritmo menor que el observado a comienzos de año. La inflación anual de los servicios públicos pasó de 14,8% en marzo a 16,0% en junio, mientras que la inflación de combustibles lo hizo de 17,2% a 18,0% en igual periodo. El incremento de los precios de los combustibles resultó en una aceleración de la inflación de servicios de transporte, la que actualmente se encuentra en 9,9%, 1,2 puntos porcentuales por encima de su registro en marzo.

Para lo que resta de 2003, la SGEE sigue esperando que la inflación de servicios públicos, especialmente de la energía y el gas, se mantenga alta en relación

con las metas establecidas y siga contribuyendo en el aumento de la inflación total. En el caso de la inflación de combustibles, el reciente repunte en el precio internacional del petróleo podría derivar en ajustes mayores a los previstos en este *Informe sobre Inflación* en los próximos meses.

C. INFLACIÓN BÁSICA

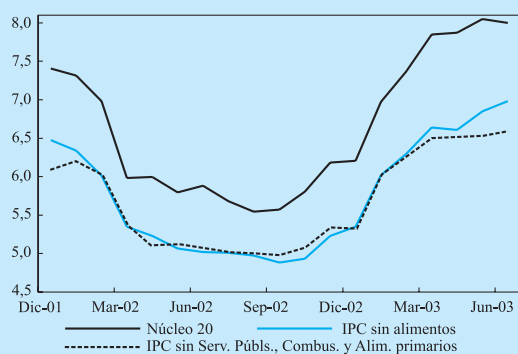
Durante el segundo trimestre de 2003, todos los indicadores de inflación básica analizados por el Banco de la República se incrementaron con respecto a marzo, aunque lo hicieron a un ritmo menor que el de los dos trimestres anteriores (Gráfico 3). El indicador que más se incrementó fue la inflación sin alimentos, la cual pasó de 6,6% en marzo a 7,0% en junio, mientras que el “núcleo inflacionario”¹ y la inflación sin alimentos primarios, combustibles y servicios públicos se situaron en niveles de 8,0% y 6,6%, incrementándose 0,2 y 0,1 puntos porcentuales, respectivamente. A consecuencia de lo anterior, el promedio de los tres indicadores de inflación básica pasó de 7,0% en marzo a 7,2% al finalizar junio.

¹ El núcleo inflacionario excluye del IPC el 20% de la ponderación con aquellos items que entre enero de 1990 y abril de 1999 registraron la mayor volatilidad de precios.

Sin embargo, es importante recalcar que las medidas de inflación básica que actualmente calcula el Banco de la República, no limpian completamente los efectos que tienen sobre otros items los choques transitorios, como el incremento en las tarifas de los servicios públicos y combustibles. Por lo tanto, no se descarta la posibilidad de que el nivel actual de los indicadores que miden la inflación básica esté sobrevalorado.

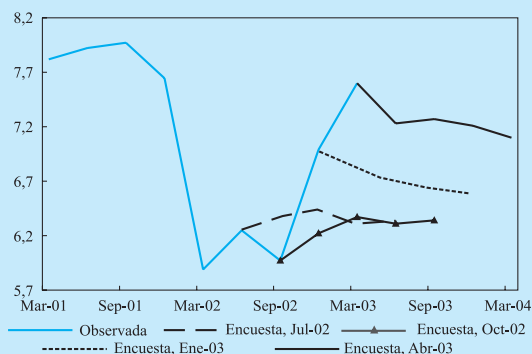
La inflación básica es aquella que está asociada directamente con la política monetaria y que recoge presiones inflacionarias de demanda, de devaluación y de cambios en las expectativas de inflación. Analizando cada uno de estos determinantes, se observa que en la actualidad el principal riesgo para la meta de inflación de 2003 y la estabilización de precios en el largo plazo sigue siendo las expectativas inflacionarias. Los pocos indicadores disponibles señalan que el repunte inflacionario de los últimos meses sigue reflejándose en las expectativas de los agentes. En la última encuesta de expectativas económicas realizada por el Banco de la República en abril de 2003, el porcentaje de credibilidad en la meta de inflación fue de 16%, significativamente menor que el 42% de credibilidad reportado en enero pasado. De igual manera, las expectativas de inflación reportadas por los agentes para los siguientes cuatro trimestres fueron significativamente superiores a las reportadas en encuestas anteriores, y mayores en más de un punto porcentual que la meta de inflación fijada para 2003 (Gráfico 4).

GRÁFICO 3
EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN BÁSICA
(PORCENTAJE)



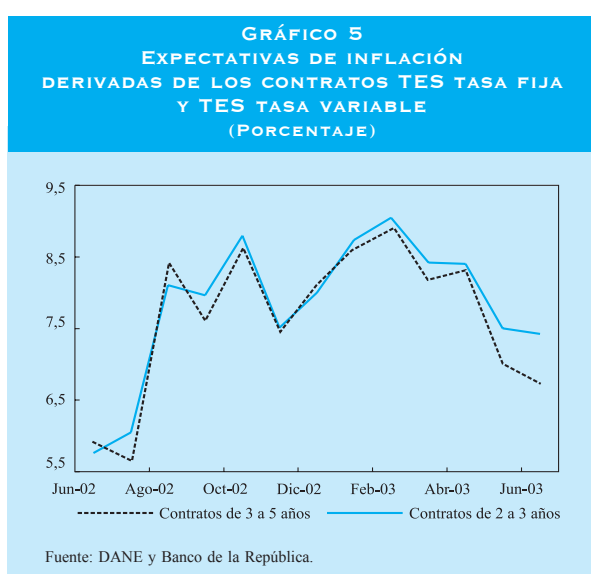
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 4
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN
(PORCENTAJE)



Fuente: DANE y Banco de la República.

Otro indicador que confirma las altas expectativas inflacionarias es la diferencia entre las tasas de los títulos TES tasa fija y TES tasa variable, la cual, desde junio de 2002 se ha situado sistemáticamente por encima del 5,5% (Gráfico 5). Finalmente, los anteriores resultados están en línea con los pronósticos de los demás analistas económicos. En promedio, los analistas locales incrementaron sus pronósticos de inflación a diciembre de 2003 de 6,6% en marzo a 7,2% en junio, mientras que los analistas internacionales lo hicieron de 5,9% a 6,3% (Cuadro 2).



CUADRO 2
PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN PARA 2003

	Mar-03	Jun-03
Nacionales		
Dinero	6,8	6,8
Su valor	6,0	6,8
ANIF	6,5	6,8
Fedesarrollo	7,5	7,5
Promedio	6,7	7,0
Internacionales		
Goldman Sachs	5,5	5,5
IDEA Global	6,5	6,4
J.P. Morgan	5,7	6,3
Deutsche Bank	6,0	7,0
Promedio	5,9	6,3

Fuente: Analistas e Informe ¿Cómo nos ven afuera?, SMT julio de 2003.

En cuanto a la transmisión de la devaluación a la inflación, algunos subíndices señalan que las presiones por la devaluación han empezado a moderarse. La inflación al consumidor de bienes transables pasó de 8,9% en marzo a 8,7% en junio, mientras que el IPP de importados disminuyó 3,4 puntos porcentuales en igual período y se ubicó en 18,3% (Gráfico 6). Adicionalmente, la rápida reducción del IPP tanto de importados como del resto de sus componentes es importante en el sentido que sugiere menores presiones de costos para los próximos meses.

El Gráfico 7 muestra la reclasificación de la inflación de transables entre bienes durables (con rotación lenta de inventarios) y perecederos (con una rotación alta de inventarios). Se observa que aunque ambas series empezaron a exhibir mayores tasas de inflación anual desde octubre de 2002, la inflación de transables “perecederos” ha empezado a caer, sugiriendo que los efectos de la devaluación ya se transfirieron a estos precios en su mayor parte. Por el contrario, la inflación de los bienes transables durables continúa recogiendo dicho efecto. Es posible, entonces, esperar por algunos meses más una inflación de transables relativamente alta con respecto a la meta (Gráfico 7).

Los indicadores directamente asociados con la inflación de demanda, y que no se han visto afectados por

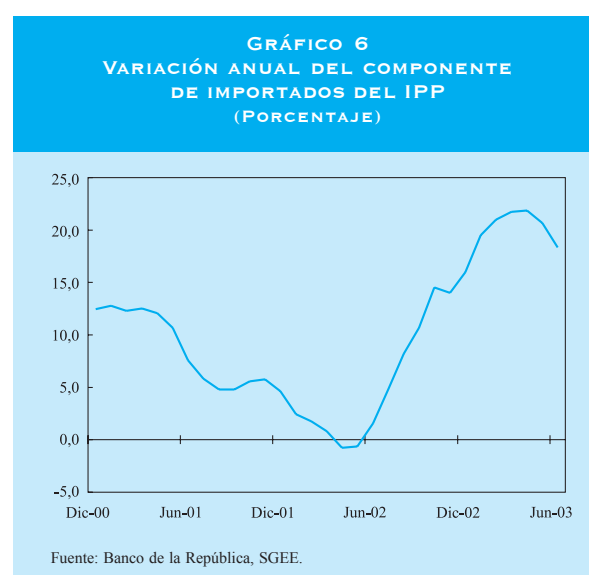
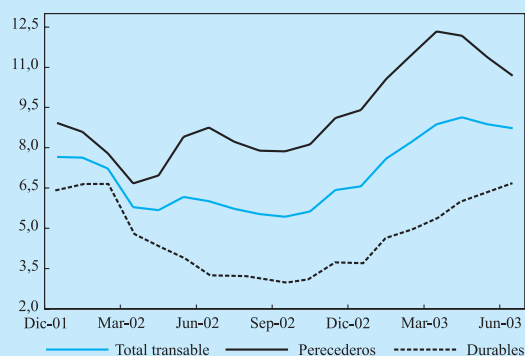


GRÁFICO 7
INFLACIÓN ANUAL DE BIENES TRANSABLES,
POR TIPO DE BIENES (IPC)
(PORCENTAJE)



Fuente: DANE y Banco de la República.

choques enteramente transitorios ni por la devaluación muestran niveles de inflación muy por debajo de la meta. Este es el caso de la inflación anual del rubro de diversión, cultura y esparcimiento (4,8%), de educación (5,0%), de vestuario, (1,4%), de arriendos (3,3%) y de los servicios no públicos

(4,2%). Dichos resultados son consistentes con el valor negativo que aún registra la brecha del producto en Colombia (según las estimaciones del Banco de la República) y con el nivel de utilización de capacidad instalada de la industria, el cual se encuentra por debajo de su promedio histórico. Todo lo anterior sugiere que la inflación en Colombia no está sometida a presiones de demanda y que probablemente no lo estará en el resto del año. Con todo, es posible que surjan algunas presiones puntuales sobre precios en sectores que actualmente podrían estar utilizando su capacidad productiva en niveles normales como es el caso del sector de papel y cartón y de sustancias químicas.

Finalmente, la SGEE considera que una reducción significativa en la inflación básica durante los próximos meses requeriría de condiciones de estabilidad del tipo de cambio. Sólo bajo estas circunstancias cabe esperar una desaparición gradual de los efectos de la devaluación acumulada sobre los costos, y una reducción importante de las expectativas inflacionarias.

II

DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN

A. SÍNTESIS DE LA POLÍTICA MONETARIA, VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS

En respuesta al repunte de la inflación básica y a los indicios sobre un aumento en las expectativas inflacionarias desde el último trimestre de 2002, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) decidió incrementar las tasas de intervención del banco en dos oportunidades durante el primer semestre. La primera de ellas por 100 puntos básicos (pb) a partir del 20 de enero y la segunda, en la misma magnitud, a partir del 29 de abril.

Desde entonces las tasas de intervención se situaron en los siguientes niveles: mínima de expansión, 7,25%; lombarda de expansión, 11%; máxima de contracción, 6,25% y lombarda de contracción, 5,25% (Gráfico 8). Como se esperaba, la tasa interbancaria se incrementó en una magnitud similar, y en junio se situaba en 7,4%, frente a 6,1% en marzo y 5,0% en diciembre de 2002.

Como se analiza en otras partes del informe, la aceleración de la inflación básica y al productor se explicaba principalmente por el efecto de las altas tasas de devaluación desde junio de 2002 sobre los precios de los bienes transables y los insumos importados.

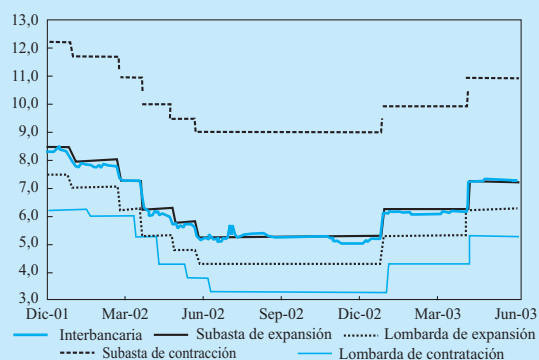
Por esta razón, además de ajustar las tasas, la JDBR también anunció, a mediados de febrero, su intención de desacumular reservas internacionales hasta por US\$ 1.000 millones (m) durante el año 2003, mediante

el mecanismo de subastas². Con base en este anuncio, en los meses de marzo, abril y mayo se subastaron reservas por un monto de US\$ 200 m cada mes, de los cuales se ejercieron US\$344,5 m.

Las intervenciones cambiarias del Banco de la República ayudaron a estabilizar el tipo de cambio, y desde comienzos del mes de abril la tasa de cambio empezó a disminuir. En junio se ubicó en promedio en \$2.827, con una devaluación promedio anual de 19,6%. Las subastas “call” de desacumulación no se ejercieron, debido a la apreciación de la tasa de cambio. Este comportamiento de la tasa de cambio fue también común a otras economías de la región como resultado de la disminución en los indicadores de riesgo y de

² Conforme a las reglas vigentes, la subasta de opciones “call” de desacumulación de reservas se habilita cuando la tasa representativa del mercado (TRM) sobrepasa en 4% el promedio móvil de orden 20 de dicha tasa.

GRÁFICO 8
TASAS INTERBANCARIA Y DE INTERVENCIÓN
DEL BANCO DE LA REPÚBLICA
(PORCENTAJES)



Fuente: Banco de la República.

las entradas de capitales externos. La apreciación del tipo de cambio permitió suspender la venta de reservas, y a finales de junio se convocó una subasta de opciones “*put*” de compra de reservas internacionales por US \$50 m, de los cuales sólo se ejercieron US\$ 6,2 m³.

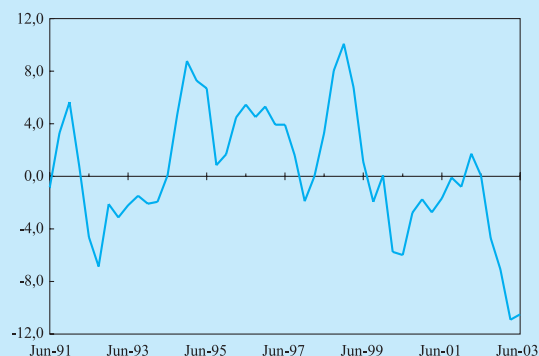
A pesar de esta evolución del tipo de cambio, el efecto de la gran depreciación acumulada desde mediados de 2002 siguió generando reajustes (con rezago) de los precios domésticos. El IPC de bienes transables cerró en junio con una inflación anual de 8,8%, muy por encima del valor observado en diciembre (6,6%). En los últimos dos meses se observó una ligera corrección a la baja de la inflación de estos bienes, que sugiere que las presiones por devaluación han comenzado a ceder (en tanto la tasa de cambio no se incrementa significativamente en lo que resta del año). También existen evidencias de una leve reducción en las expectativas de inflación de acuerdo a los resultados de la encuesta de expectativas del Banco del mes de junio.

El incremento en las tasas de intervención no impidió que la política monetaria continuara holgada, como lo muestra la estabilidad de las tasas de interés: al finalizar el segundo trimestre, la DTF mantuvo el nivel observado desde comienzos de año (7,8%), y algo similar sucedió con las tasas de colocación. La oferta monetaria ampliada (M3) exhibió un crecimiento (11,3%) compatible con el que se espera del producto interno bruto (PIB) nominal.

En cuanto a las tasas de interés de la deuda pública, su nivel tendió a reducirse durante el primer semestre del año, en especial a partir de mayo, favorecidas por la estabilidad cambiaria y por la mayor credibilidad de la política monetaria. Adicionalmente, el mercado de deuda pública también se vio fortalecido por la disminución del riesgo país sobre la deuda soberana en los últimos seis meses.

³ Las opciones “*put*” sólo se pueden hacer efectivas cuando la TRM se sitúa al menos 4% por debajo de su promedio móvil de orden 20.

GRÁFICO 9
INDICADOR DE CONDICIONES MONETARIAS (ICM)
(PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República, SGEE.

El indicador de condiciones monetarias (ICM)⁴ muestra que aunque en un menor grado que hace tres meses, la política monetaria continúa holgada, en relación con la demanda agregada al considerarse en conjunto los efectos relativos de tasa de cambio y de tasa de interés. La posición del indicador se explica por los niveles bajos de las tasas de interés y la depreciación de la tasa de cambio real observados a junio de 2003 (Gráfico 9).

1. Agregados monetarios y crediticios

a. Base monetaria

El segundo trimestre comenzó con una aceleración en el crecimiento de la base monetaria como resultado de la mayor demanda de liquidez asociada con la Semana Santa⁵. Sin embargo, a partir de mayo la tasa de crecimiento anual de este agregado retomó la tendencia decreciente que se viene observando desde

⁴ El ICM muestra el grado en el cual la provisión de liquidez es más restrictiva (si el indicador es positivo), o más amplia (si el indicador es negativo), frente a la liquidez que tenía la economía en un período de referencia (1998:01). Este indicador es una suma ponderada de cambios en la tasa de interés de corto plazo y la tasa de cambio, con respecto a los valores de un año base. Las ponderaciones reflejan los efectos relativos de las variaciones de la tasa de interés y de la tasa de cambio sobre la demanda agregada y la inflación, contribuyendo a caracterizar el estado actual de la política monetaria.

⁵ En 2002 la Semana Santa cayó en el primer trimestre.

septiembre del año pasado, terminando en junio en 16,0% (frente a 17,6% de marzo) (Gráfico 10).

b. M3

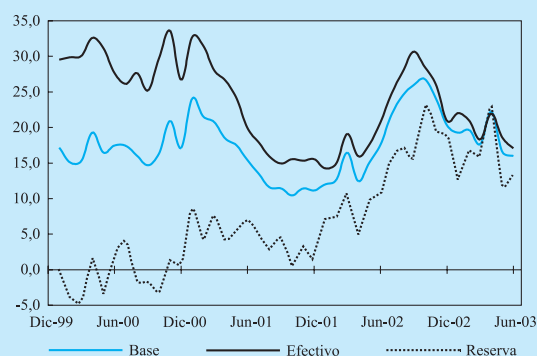
El agregado monetario más amplio de liquidez (M3) mantuvo en junio un crecimiento de 11,3%, similar al exhibido tres meses atrás, y compatible con el crecimiento del PIB nominal esperado para 2003⁶. Es importante señalar que la tendencia a lo largo del año ha sido creciente a excepción de abril, mes en el cual presentó una desaceleración en el crecimiento anual.

El principal componente de M3, los pasivos sujetos a encaje (PSE), al cierre del segundo trimestre del año, muestra un saldo con un crecimiento anual (10,6%) estable con respecto al nivel de marzo (Gráfico 11). Sin embargo, por tipo de pasivo, se identifica una recomposición de M3 hacia activos menos líquidos, en especial, hacia CDT (Gráfico 12). Además del efectivo, el crecimiento anual de las cuentas corrientes y de ahorros experimentaron una significativa desaceleración. El crecimiento de las cuentas corrientes pasó de 22,1% en marzo a 10,7% en junio, mientras que el del saldo promedio de las cuentas de ahorro pasó de 25,2% en marzo a 17,7% en junio.

El alto crecimiento del ahorro financiero (aproximado por M3) en lo corrido del año es la contrapartida de la consolidación de la recuperación del crédito otorgado por el sistema financiero. Es así como, durante el segundo semestre, el crecimiento anual del saldo de la cartera en moneda nacional (M/N) continuó acelerándose, salvo en el mes de junio que corrigió a la baja levemente (Gráfico 13). La cartera bruta pasó de crecer 4,1% al finalizar el cuarto trimestre de 2002, a 9,7% en junio de 2003.

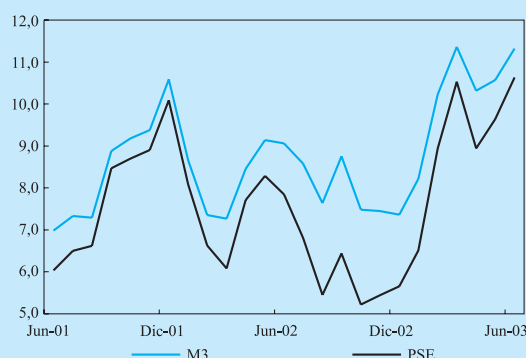
Este desempeño de la cartera es resultado de la evolución tanto de la cartera no hipotecaria como la de la banca hipotecaria. No obstante, la cartera de la banca no hipotecaria muestra una recuperación mayor

GRÁFICO 10
BASE MONETARIA Y SUS FORMAS DE USO
(VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL
DEL PROMEDIO MENSUAL)



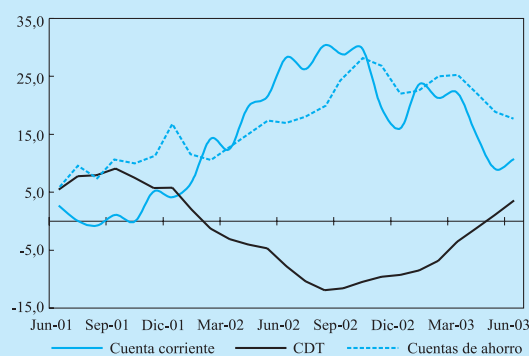
Fuente: Banco de la República, SGEE.

GRÁFICO 11
M3 Y PASIVOS SUJETOS A ENCAJE (PSE)
VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL
PROMEDIO MENSUAL



Fuente: Banco de la República, SGEE.

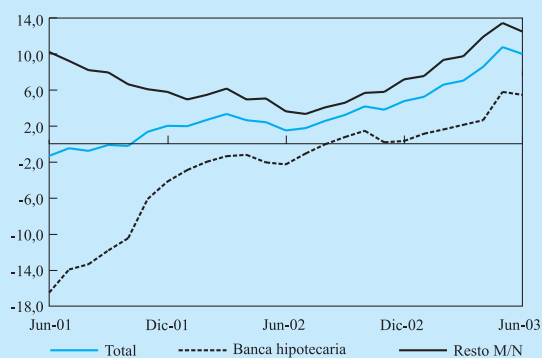
GRÁFICO 12
COMPONENTES DE LOS PSE
VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL
PROMEDIO MENSUAL



Fuente: Banco de la República, SGEE.

⁶ El crecimiento proyectado del PIB nominal es de 10%.

GRÁFICO 13
CARTERA BRUTA NOMINAL EN M/N
DEL SISTEMA FINANCIERO SIN FEN
(VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL, PROMEDIO MENSUAL)



Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

al repuntar su crecimiento anual de 6,6% en diciembre a 9,8% en marzo y a 12,1% en junio. La de la banca hipotecaria, por su parte, comenzó a mostrar tasas positivas de crecimiento anual desde enero de este año para cerrar el segundo trimestre en 5,1%, con un crecimiento superior en tres puntos porcentuales al dato de marzo.

Los diferentes analistas económicos concuerdan en afirmar que la buena dinámica del crédito en el primer semestre del año está asociada a varios factores, entre los que cabe señalar: las bajas tasas de interés prevalecientes en el mercado, la recuperación de la demanda interna, las nuevas oportunidades abiertas por la Ley de Promoción Comercial Andina y Erradicación de la Droga (Atpdea), la mayor confianza y mejores expectativas de los inversionistas en el manejo económico del país, y la menor percepción de riesgo por parte del mismo sistema financiero. Como se mencionó en el informe pasado, en el caso de la cartera hipotecaria su recuperación es reflejo de las mejores expectativas originadas por las medidas tendientes a reactivar la actividad de la construcción, como el seguro contra la inflación, el *leasing* habitacional y las cuentas de ahorro para el fomento de la construcción (AFC).

De acuerdo con la última encuesta de expectativas del Banco de la República realizada en abril de este año, el porcentaje de encuestados que percibe

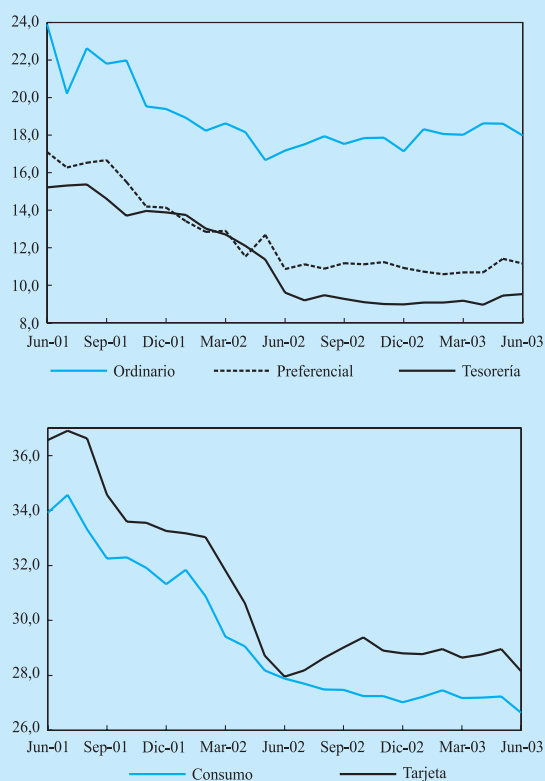
una mayor disponibilidad de crédito continuó incrementándose, al punto de alcanzar el máximo nivel desde que se aplica esta encuesta (73,7% en abril).

2. Tasas de interés

Como ya se mencionó, en los primeros seis meses del año la JDBR decidió corregir hacia arriba en dos oportunidades toda la estructura de las tasas de interés de intervención, sin que se hayan percibido claros efectos al alza sobre las tasas del mercado (Gráfico 14).

Es así como la DTF registró en junio un nivel muy cercano al de marzo pasado (7,8%) y al de diciembre de 2002 (7,7%). Algo similar sucedió con las tasas activas agregadas calculadas por el Banco de la República. La tasa total que incluye la tesorería de los bancos, pasó de 14,9% en diciembre del año pasado a 15,1% en marzo y 14,9% en junio. La misma

GRÁFICO 15
TASAS DE INTERÉS NOMINALES,
POR TIPO DE COLOCACIÓN
(PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República.

tasa sin tesorerías pasó de 16,0% en diciembre a 16,2% en marzo y a 16,3% en junio.

De igual manera, las tasas de interés por tipo de crédito mostraron niveles similares a los de hace tres y seis meses. La tasa de interés de consumo cayó de 27,0% en diciembre a 26,6% en junio, la de tarjeta de crédito de 28,8% a 28,2%, en tanto que repuntaron la de preferencia de 10,9% a 11,2%, la de tesorería de 9,0% a 9,5% y la ordinaria de 17,1% a 18,0%.

Por su parte, y como consecuencia del repunte de la inflación, las tasas de interés reales *ex post* pasivas y activas cayeron, en general, con respecto a los niveles observados en diciembre pasado. La DTF pasó de 0,7% en diciembre a 0,5% en junio, alcanzando un mínimo histórico en abril de este año (-0,1%). Las tasas reales *ex post* de interés de colocación, a excepción de la ordinaria y de tesorería, cayeron con respecto a los niveles observados en diciembre.

Finalmente, los resultados de la última encuesta de expectativas del Banco de la República disponible, correspondiente al mes de abril, muestran que los agentes encuestados esperan que la DTF cierre el año 2003 en 8,4%, nivel inferior en 20 pb al considerado en la encuesta anterior.

La razón de la baja o incluso nula transmisión de las tasas del Banco de la República a las del mercado reside fundamentalmente en la provisión holgada de liquidez con la que ha contado la economía. Otras explicaciones complementarias se refieren a la reducción del riesgo crediticio y a la sustitución entre las tasas TES y DTF. En el primer caso, el riesgo crediticio, como componente de las tasas de interés, se ha reducido en los últimos meses en conjunto en el sistema financiero, reflejo de la recuperación de utilidades y de la mayor solidez de las entidades de crédito, lo cual ha permitido una relativa estabilidad en las tasas de interés de mercado⁷. La segunda

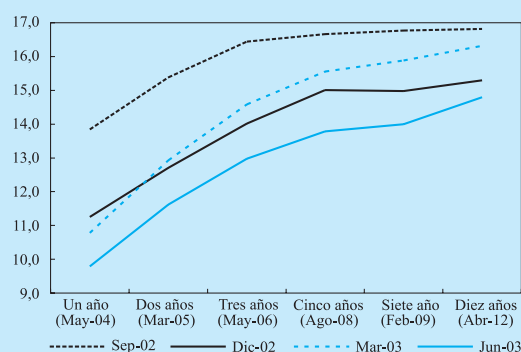
explicación hace referencia a que el mercado de TES B y el de CDT a corto plazo son sustitutos, por lo que los menores rendimientos de los TES en todos los plazos en junio con respecto a los de diciembre del año pasado facilitaron una tasa DTF estable⁸.

A lo largo del segundo trimestre del año en curso, las tasas de interés de negociación de los títulos de deuda pública en el mercado secundario cayeron en todos los tramos de la curva de rendimientos. La corrección de las tasas a la baja fue un poco más fuerte en los títulos de mayor vencimiento, con lo cual la curva de rendimiento tendió a aplanarse levemente al pasar de 5,54% en marzo a 5,01% en junio (Gráfico 15).

Noticias favorables en el ámbito fiscal (liquidación de Telecom y reestructuración del ISS y de Ecopetrol) permitieron una recuperación en los precios de los

⁸ En el informe pasado se explicó también que las tasas de mercado no reaccionaron a los cambios de postura de tasas de interés de la JDBR porque la apreciación del peso acumulada en lo corrido del año (a junio es de 2,26%), evitó un mayor ajuste en las tasas de intervención del Banco. De acuerdo con los resultados del ICM, una apreciación real de 5% en el peso evita un ajuste hacia arriba de 1% en las tasas de interés. Adicionalmente, existe un plazo de varios meses de acomodación de las tasas del mercado ante incrementos en las tasas de intervención de acuerdo con el estudio de Juan Manuel Julio (2001). "Relación entre las tasas de intervención del Banco de la República y las tasas del mercado: una exploración empírica", Borradores de Economía, Banco de la República, No. 188, septiembre.

GRÁFICO 15
CURVA DE RENDIMIENTOS DE LOS TES (*)
(PORCENTAJE)



(*) Información según sistema electrónico de negociación (SEN).
Fuente: Banco de la República.

⁷ Esta explicación se desprende del trabajo de Alejandro Reveiz, (2002). "Factores determinantes del aumento del margen entre la DTF y la TIB", Banco de la República, Subgerencia Monetaria y de Reservas, de circulación interna.

títulos de deuda pública interna. Estos ajustes enviaron señales positivas al mercado sobre el compromiso que tiene el actual gobierno en la reducción del gasto. A lo anterior se suman las buenas noticias en materia de crecimiento económico y empleo. Finalmente, los precios de los TES tendieron a mejorar en las últimas semanas, favorecidos por la caída en las tasas de interés en la Unión Europea y los Estados Unidos, que hicieron más atractivo invertir en los mercados de deuda de los países emergentes.

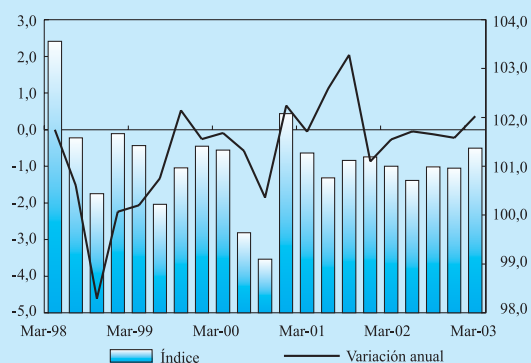
3. Precios de la vivienda e índice general de la Bolsa de Colombia

Los precios de la vivienda continuaron su senda de recuperación en el primer trimestre del año, al pasar de un crecimiento de -0,2% en el último trimestre de 2002, a 0,4% en el primer trimestre de 2003 (Gráfico 16). De acuerdo con el indicador del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), por tipo de vivienda el mayor crecimiento lo registró el precio de las casas. Por su parte, los precios de los apartamentos aún continúan con crecimiento negativo, pero menor que el registrado hace tres meses. Sin embargo, otro indicador muestra una recuperación más clara en los precios de la vivienda⁹.

El índice general de la Bolsa de Colombia (IGBC) continuó la senda ascendente iniciada desde finales del año 2001. Al cierre del segundo trimestre el IGBC registró un rendimiento anual de 67,6% y trimestral de 30,7%, siendo la inversión más atractiva del mercado (Gráfico 17). Por su parte, el retorno ofrecido por el mercado de acciones valoradas en dólares al cierre del segundo trimestre superó el 40% anual.

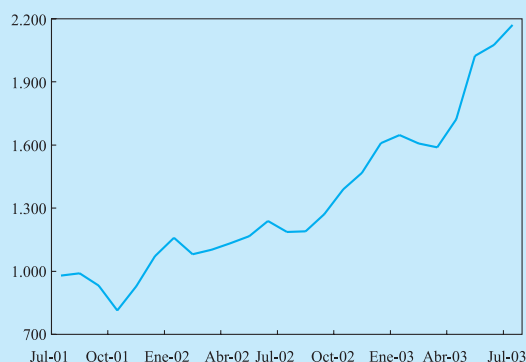
De acuerdo con los analistas del mercado, dicha valorización se debe en gran parte a las bajas tasas de interés y al menor atractivo que ofrecen los activos denominados en moneda extranjera. Además, la reducción en el ritmo de inflación, el avance del programa fiscal, y las expectativas positivas en materia

GRÁFICO 16
EVOLUCIÓN DEL PRECIO DE LA VIVIENDA NUEVA
(PORCENTAJE)



Fuente: DANE.

GRÁFICO 17
ÍNDICE GENERAL DE LA BOLSA DE COLOMBIA
(PESOS)



Fuente: Banco de la República, SGEE.

de comercio exterior y de crecimiento económico han favorecido los rendimientos en el mercado bursátil.

4. Tasa de cambio

El comportamiento de la tasa de cambio durante el segundo trimestre del año respondió a las acciones de política de la Junta Directiva del Banco de la República y la evolución de los mercados internacionales de capitales. Como se anotó en el *Informe sobre Inflación* del mes de marzo, a mediados de febrero la JDBR anunció su disposición a intervenir en el mercado cambiario por un monto de hasta US\$1.000 m de sus reservas internacionales y convocó para los meses de marzo, abril y mayo subasta de opciones para desacumulación

⁹ El indicador del precio de la vivienda construido por el Departamento Nacional de Planeación (DNP) muestra un crecimiento anual en Bogotá de 19,1% en mayo, mientras que el de Medellín fue de 7,5% en abril.

de reservas internacionales de US\$200 m mensuales. Estos anuncios junto con un entorno externo favorable permitieron que la tasa de cambio se apreciara durante el mes de abril y la primera mitad del mes de mayo. Los hechos anteriores hicieron posible que, a finales de mayo, el Banco de la República no anunciara subasta de desacumulación de reservas para el mes de junio, lo que no condujo a un cambio importante en la tendencia del tipo de cambio el resto del trimestre, a excepción de un repunte transitorio entre el 19 y el 23 de mayo. Así, durante el mes de junio la tasa representativa del mercado (TRM) fluctuó alrededor de \$2.825, en un ambiente poco volátil (Gráfico 18).

Pese a la mayor estabilidad del tipo de cambio en el segundo trimestre la depreciación acumulada siguió siendo alta. Al 30 de junio, el tipo de cambio nominal registraba una depreciación anual de 17,4%. Así mismo, en el primer semestre la depreciación nominal promedio era de -26,5%. En términos generales, el comportamiento del tipo de cambio siguió guardando alguna relación con la prima de riesgo país de la deuda externa colombiana (Gráfico 19) y con el comportamiento de otras divisas en la región.

Debido a la reducción en el ritmo de depreciación nominal, la tasa de cambio real se redujo entre marzo y junio permaneciendo, sin embargo, en uno de sus niveles históricos más altos. En efecto, el índice de la tasa de cambio real (ITCR1)¹⁰ calculado por el Banco de la República se ubicó en junio en 135,6 (Gráfico 20). Comparado con el valor del mismo índice un año atrás se observa una devaluación real de 19,7%.

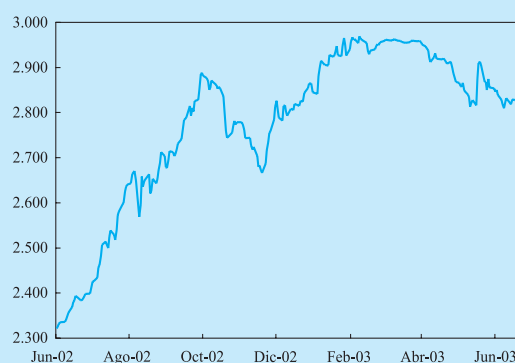
B. OFERTA Y DEMANDA

1. Síntesis

Aunque el crecimiento económico del primer trimestre fue mayor que el esperado, la economía continúa operando por debajo de su potencial y debe mantenerse

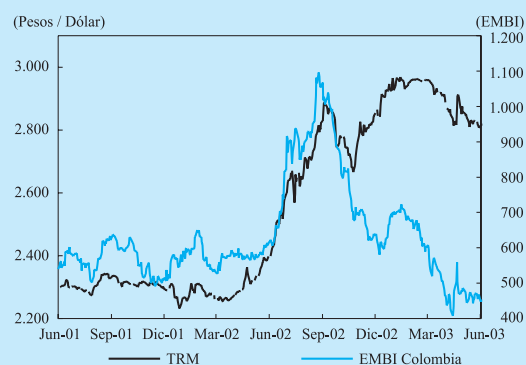
¹⁰ El ITCR1 emplea el índice de precios del productor del país y de sus 20 socios comerciales.

GRÁFICO 18
TASA DE CAMBIO NOMINAL
(TRM, PESOS POR DÓLAR)



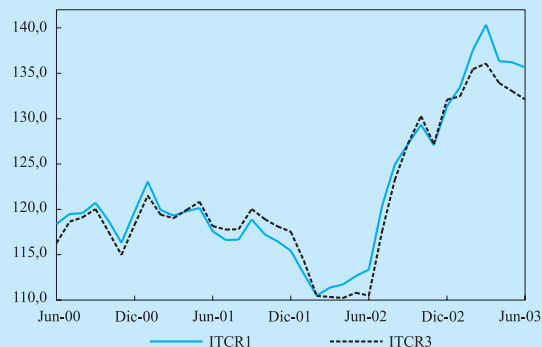
Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 19
PRIMA DE RIESGO (EMBI COLOMBIA) VS. TRM



Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 20
TASA DE CAMBIO REAL
ITCR1 E ITCR3, (1994 = 100)



Fuente: Banco de la República.

así en los próximos trimestres. De todas maneras, la brecha del producto se está cerrando más rápidamente de lo que se esperaba en el informe anterior.

En lo corrido del año, la actividad económica se ha venido desarrollando bajo un entorno más favorable. Por un lado, la confianza de los agentes tanto a nivel interno como externo ha mejorado. Por otro, la política monetaria holgada que ha venido implementando el Banco de la República se ha empezado a reflejar en la recuperación del crédito y del sistema financiero. Adicionalmente, el importante aumento que registraron las remesas externas en el primer trimestre pudo haber compensado, en parte, los efectos negativos que tuvo

la entrada en vigencia de la reforma tributaria sobre el ingreso disponible de los hogares.

La información disponible muestra que en el segundo trimestre la demanda externa continuó siendo débil, incluso peor de lo que se esperaba en el informe anterior. A mayo, las exportaciones no tradicionales siguieron contrayéndose a pesar del buen desempeño de las dirigidas a los Estados Unidos.

2. El primer trimestre de 2003

En el primer trimestre del año la economía aceleró su ritmo de crecimiento de manera importante

CUADRO 3
CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB REAL DESDE EL PUNTO DE VISTA DE LA DEMANDA
(VARIACIÓN PORCENTUAL)

	2002 (p)					2003 (p)
	I	II	III	IV	Anual	I
Producto interno bruto	(0,04)	2,33	2,02	2,41	1,68	3,82
Importaciones totales	(8,11)	(1,56)	4,27	9,04	0,88	6,61
Total oferta final	(1,32)	1,71	2,38	3,44	1,56	4,23
Consumo final	1,73	2,23	2,17	1,49	1,91	1,77
Hogares 1/	2,28	2,29	2,56	2,31	2,36	2,03
Consumo final interno hogares 2/	1,90	1,89	2,42	1,96	2,04	1,94
No durables	0,20	0,78	1,64	1,12	0,94	1,06
Semidurables	3,15	(1,65)	4,00	1,92	1,84	(0,23)
Servicios	1,93	1,90	1,89	2,18	1,98	2,61
Durables	13,05	17,17	9,87	6,33	11,41	6,67
Gobierno	0,22	2,05	1,07	(0,86)	0,62	1,04
Formación bruta de capital	(16,68)	4,70	16,52	26,42	7,44	33,16
Formación bruta de capital fijo	1,02	7,01	8,04	11,42	7,04	16,82
Agropecuaria, silvicultura, caza y pesca	10,60	14,53	17,56	11,26	13,43	(0,08)
Maquinaria y equipo	(2,35)	(4,90)	6,21	6,40	1,47	11,63
Equipo de transporte	(18,76)	8,62	16,58	24,06	8,15	68,23
Edificaciones	29,39	33,74	24,15	33,02	30,06	7,84
Obras civiles	(16,00)	(3,87)	(6,80)	(5,43)	(7,86)	25,58
Subtotal: demanda final interna	(1,10)	2,61	4,32	5,12	2,74	5,85
Exportaciones totales	(2,40)	(2,89)	(7,38)	(5,17)	(4,47)	(4,11)
Total demanda final	(1,32)	1,71	2,38	3,44	1,56	4,23

(p) Provisional.

1/ Incluye las compras de bienes por residentes efectuadas en el exterior, y excluye la de los no residentes efectuadas en el territorio nacional.

2/ Corresponde al consumo final de los hogares residentes efectuado dentro del territorio nacional.

Fuente: DANE.

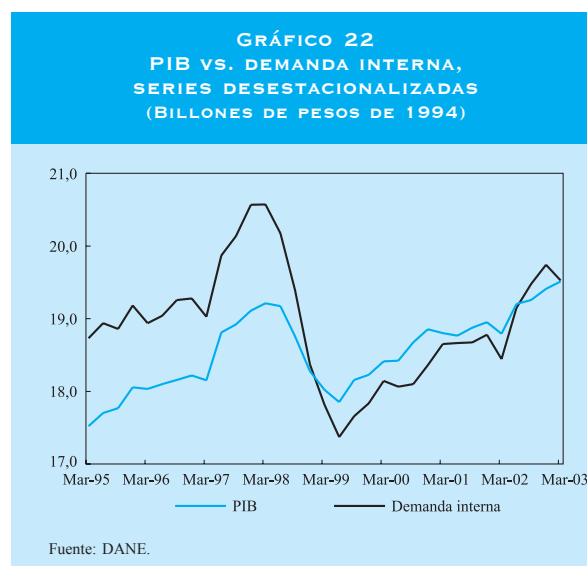
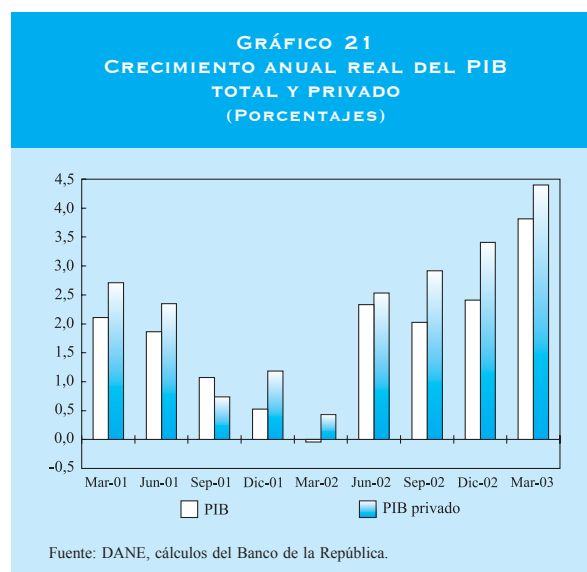
(Cuadro 3). Dicho crecimiento observado (3,8%) fue mayor que el esperado y hace prever que este año el crecimiento del PIB pueda estar por encima de la meta del Gobierno (2,0%).

El resultado del PIB en el primer trimestre se explica por el buen desempeño del sector privado (Gráfico 21). Aunque el DANE no desagrega entre sector privado y público, el desempeño del primero se puede aproximar excluyendo del PIB los rubros de explotación de petróleo crudo, trabajos y obras de ingeniería civil, y servicios del Gobierno. De acuerdo con esta medida, para los tres primeros meses del presente año, su tasa anual de crecimiento fue 4,4%. La actividad privada ha venido recuperándose desde el primer trimestre de 2002.

Con relación al gasto, la demanda interna fue el componente más dinámico, en línea con lo esperado en el informe anterior (Gráfico 22). Por su parte, la demanda externa neta tuvo un aporte nulo al crecimiento económico, como consecuencia de las menores exportaciones de petróleo y la caída de las ventas a Venezuela.

a. Gasto privado

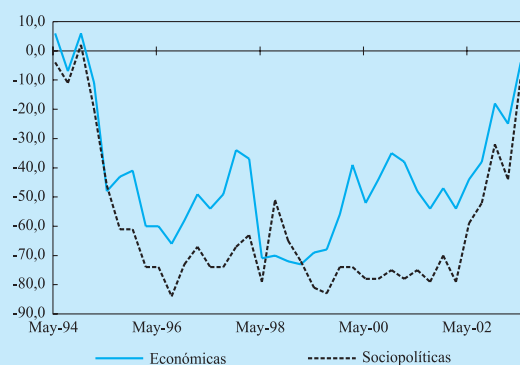
El mayor crecimiento del gasto privado se presentó en los rubros de inversión en equipo de transporte y en maquinaria y equipo (Cuadro 3). En el primer caso, durante el primer trimestre algunas empresas de transporte aéreo hicieron compras importantes para modernizar su flota y aprovechar la coyuntura de la industria aeronáutica en Colombia accediendo a nuevas rutas. En cuanto a la inversión en maquinaria y equipo, la industria manufacturera ha iniciado proyectos de inversión haciendo uso de las exenciones impositivas a las importaciones de bienes de capital que entraron en vigencia en octubre de 2002 y aprovechando los factores positivos que se han visto en lo corrido del año, como la recuperación de la producción industrial, la entrada en vigencia de la Atpdea y la mejora en las condiciones económicas y sociopolíticas para la inversión, la cual se encuentra en su punto más alto desde 1994, según el indicador



de Fedesarrollo (Gráfico 23). Además del gasto en bienes de capital, la inversión creció por una importante acumulación de inventarios. Esta situación, que tuvo lugar al tiempo que las ventas industriales registraron la tasa de crecimiento más alta (8,6%) desde el segundo trimestre de 2000, se puede interpretar como una acumulación deseada de inventarios que refleja el mayor optimismo de los industriales sobre el desempeño económico en el presente año.

En el primer trimestre de 2003, el consumo de los hogares creció a una tasa menor que la observada en periodos anteriores (Cuadro 3). Este resultado contrasta

GRÁFICO 23
CONDICIONES PARA LA INVERSIÓN
DE LA INDUSTRIA (MAY/94-MAY-03)
(BALANCES)



Fuente: Fedesarrollo.

con el mejor desempeño que otros indicadores de consumo presentaron para el mismo período como las ventas con tarjetas de crédito, las encuestas al comercio de Fedesarrollo y Fenalco, las ventas de vehículos nuevos y los indicadores de ocupación hotelera. No se descarta que el lento crecimiento del consumo de los hogares pueda obedecer a factores irregulares que afectan la medición del DANE, como la Semana Santa¹¹, a la pérdida de representatividad de la muestra por el desplazamiento de los consumidores hacia otros establecimientos comerciales, como las plazas de mercado, y a problemas relacionados con los deflatores empleados.

b. Gasto del Gobierno

Como se anticipó en el informe anterior, en el primer trimestre del año se presentó un crecimiento importante del gasto en inversión en obras civiles (25,6%), debido al represamiento de pagos que se presentó en los primeros meses del año 2002, -16%, con respecto al primer trimestre de 2001 (Cuadro 3). Por el contrario el consumo del Gobierno tan sólo creció 1,0%.

¹¹ De acuerdo con la muestra mensual del comercio al por menor del DANE, en marzo de este año las ventas sin combustibles cayeron 2,9% anual, mientras que en abril mostraron un crecimiento de 3,9%. En 2002 cuando la Semana Santa se celebró en el mes de marzo se presentó el fenómeno inverso, las ventas aumentaron en marzo y disminuyeron en abril.

c. Exportaciones

En el primer trimestre del año, el comportamiento desfavorable de las exportaciones (Cuadro 3) se explicó principalmente por la menor producción de petróleo y también por la caída de las ventas a Venezuela. Estos factores no pudieron ser compensados por la recuperación de las ventas a los Estados Unidos (gracias a la entrada en vigencia de la Atpdea), ni por el mejor desempeño que hasta marzo mostraron las exportaciones dirigidas a otros socios comerciales¹².

d. Perspectivas

Teniendo en cuenta las señales sobre recuperación del crédito y los indicadores disponibles en el momento de escribir el informe (julio), el crecimiento del PIB para 2003 podría ser mayor que el previsto en la meta establecida por el Gobierno (2,0%). Por sectores económicos, se espera que el crecimiento siga impulsado por la construcción, servicios financieros, industria manufacturera, comercio y transporte.

Para el segundo trimestre en particular, se espera un menor crecimiento del PIB frente al observado en el primer trimestre, debido al efecto de la Semana Santa¹³. Para descontar este efecto y poder evaluar el desempeño de la economía, lo más adecuado es tomar el crecimiento del PIB en todo el semestre (Gráfico 24). En este informe se prevé que el crecimiento en los primeros seis meses sea mayor que el observado en el segundo semestre del año anterior, conservando la tendencia de recuperación económica que se viene observado desde el segundo semestre de 2001.

A juzgar por la evolución de diferentes indicadores, en el segundo trimestre la demanda interna, en particular la privada, continuará siendo el componente más dinámico del gasto. En el caso del consumo de los

¹² Países distintos de los Estados Unidos, Ecuador y Venezuela.

¹³ Debido a que en 2003 la Semana Santa se celebró en el mes de abril mientras que en 2002 fue en el mes de marzo, el segundo trimestre del presente año tiene dos días hábiles menos que el segundo trimestre del año anterior.

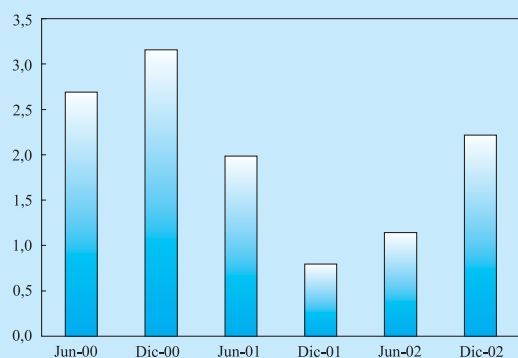
hogares, su crecimiento puede mejorar frente al observado en el primer trimestre, dada la evolución en abril y mayo de las ventas con tarjetas de crédito, la

cartera de consumo, la ocupación hotelera y las encuestas de opinión a los comerciantes. En el caso del gasto en inversión, se espera que éste siga siendo el componente más dinámico de la demanda interna, reflejando el mayor optimismo de los agentes.

En cuanto a las exportaciones, éstas pueden registrar un repunte en el segundo trimestre del año debido al buen desempeño que han tenido las ventas de carbón en los meses de abril y mayo¹⁴. Debido al deterioro que a ese mes presentaban las ventas dirigidas a Ecuador, Venezuela y otros destinos, se espera una contracción de las exportaciones no tradicionales industriales, a pesar del buen desempeño de las ventas dirigidas a los Estados Unidos (Gráfico 25).

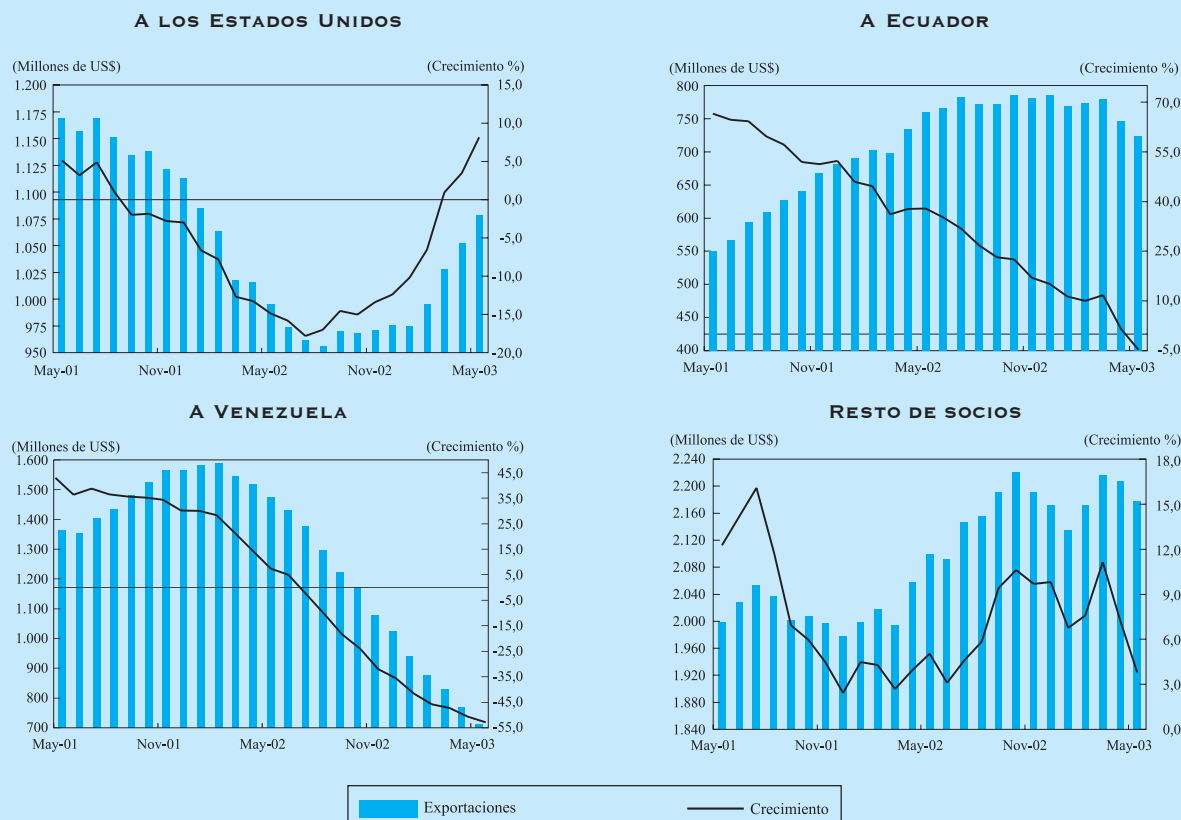
¹⁴ Entre abril y mayo las exportaciones de carbón han crecido 107,7% anual en valor y 141,8% en volumen.

GRÁFICO 24
CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB REAL SEMESTRAL
(PORCENTAJES)



Fuente: DANE.

GRÁFICO 25
EXPORTACIONES NO TRADICIONALES INDUSTRIALES
ÚLTIMOS 12 MESES



Fuente: DANE.

C. EMPLEO, SALARIOS Y PRODUCTIVIDAD

Las variables del mercado laboral no muestran ninguna presión importante sobre la inflación. Aunque los salarios nominales industriales se han ajustado por encima de la meta de inflación, el incremento en la productividad-hora parece estar indicando una reducción en los costos laborales. La ocupación continúa consolidando su recuperación sostenida principalmente en el buen desempeño de la actividad económica.

1. Empleo

El empleo continúa recuperándose, como consecuencia del repunte en la actividad económica. En el mes de junio el número de ocupados en las trece principales ciudades aumentó 4,2% respecto al mismo período del año anterior. En el primer semestre el crecimiento promedio fue de 4,1% (Gráfico 26).

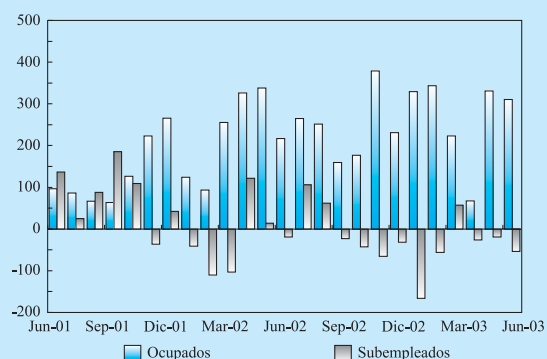
El mejor desempeño del empleo ha permitido disminuir la tasa de desempleo urbana en 1,07 puntos porcentuales frente a la observada un año atrás (Gráfico 27). A nivel nacional la tasa de desempleo ha disminuido de 16% en junio de 2002, a 14,2% en el mismo mes de 2003.

El aumento del número de ocupados es mayor que el incremento en el número de personas que se declaran subempleadas. Mientras que en lo corrido del año (enero-junio) el número de ocupados urbanos ha aumentado, en promedio en 267.356 personas, el número de personas que se declaran subempleadas lo ha hecho en 43.856 personas, y el número de los que se declaran subempleados por horas ha disminuido en cerca de 105.042 personas con respecto al mismo período del año anterior. En tasas esto ha significado que el porcentaje de subempleados por horas se redujo de 14,3% en mayo de 2002 a 12,9% en mayo de este año (Gráfico 28).

2. Salarios

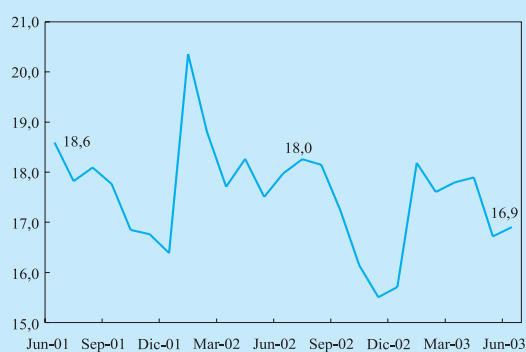
En los primeros cinco meses del año, el crecimiento promedio anual de los salarios nominales fue de 7,3%,

GRÁFICO 26
CRECIMIENTO ANUAL DEL NÚMERO
DE OCUPADOS Y DESOCUPADOS PARA
LAS 13 PRINCIPALES CIUDADES
(MILES DE PERSONAS)



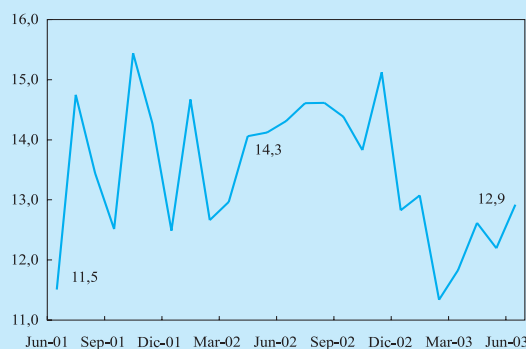
Fuente: DANE.

GRÁFICO 27
TASA DE DESEMPLEO EN 13 CIUDADES
NUEVA METODOLOGÍA
(PORCENTAJES)



Fuente: DANE, encuesta continua de hogares (ECH).

GRÁFICO 28
SUBEMPLEO POR INSUFICIENCIA EN HORAS
NUEVA METODOLOGÍA
(PORCENTAJES)



Fuente: DANE, encuesta continua de hogares (ECH).

frente a 9,5% en el mismo período del año anterior. En el caso de los obreros el ajuste fue de 6,2% frente a 11,1% del año anterior. En el de los empleados fue 8,6% frente a 7,9% observado en 2002.

El crecimiento anual de los salarios nominales ha implicado un crecimiento promedio de -0,4% en términos reales en los primeros cinco meses de 2003, inferior al observado en igual período de 2002 (2,7%). En el presente año (enero-mayo), los salarios reales de los obreros y los empleados crecieron -1,9% y 1,0%, respectivamente (gráficos 29 y 30).

3. Productividad industrial

La productividad laboral por hora se ha incrementado desde principios de 2002, y los primeros cinco meses de 2003 superaba en 4,7%, en promedio la cifra observada un año atrás (Gráfico 31).

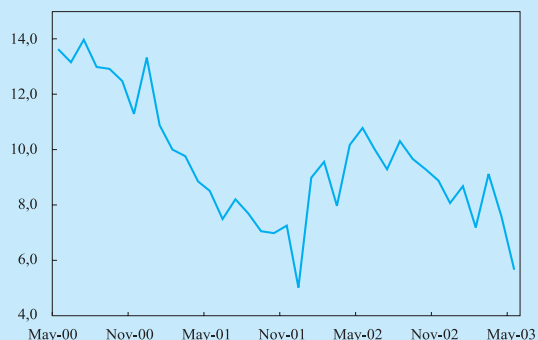
El componente de largo plazo de la productividad industrial viene presentando crecimientos anuales por encima del 1% desde finales de 2000. Su crecimiento en los 12 últimos meses alcanzó 2,23 puntos porcentuales, mientras que su crecimiento promedio desde enero de 1991 hasta abril de 2003 ha sido 1,3% (Gráfico y 32).

Lo anterior significa que los incrementos de los salarios reales industriales han podido ser acomodados gracias al comportamiento de la productividad, de tal manera que no se han generado presiones adicionales de costos que pudieran afectar el movimiento de los precios industriales.

D. BRECHA DEL PRODUCTO Y UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA

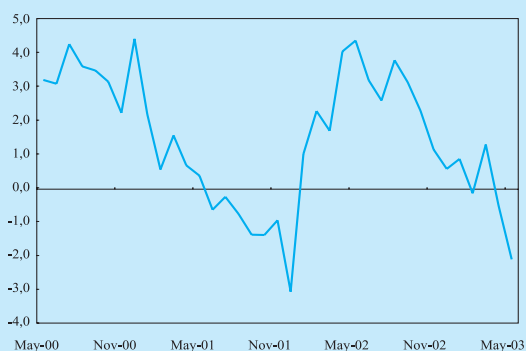
El análisis respecto a la brecha del producto ha variado un poco frente al presentado en el informe anterior. Aunque los diferentes indicadores estimados por el Banco de la República, siguen confirmando que la

GRÁFICO 29
SALARIO TOTAL NOMINAL
(VARIACIONES ANUALES)
(PORCENTAJES)



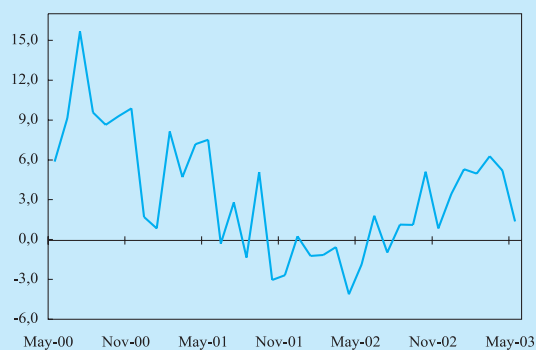
Fuente: DANE.

GRÁFICO 30
SALARIO TOTAL REAL INDUSTRIAL
(VARIACIONES ANUALES)
(PORCENTAJES)



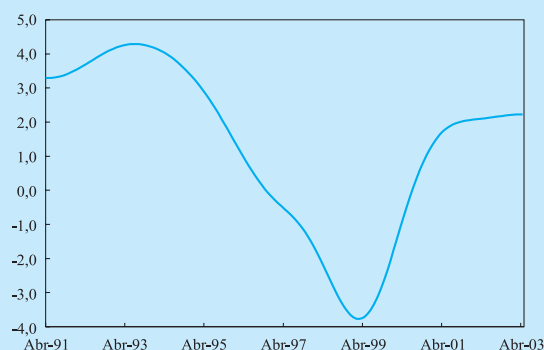
Fuente: DANE.

GRÁFICO 31
PRODUCTIVIDAD HORA - OBREROS
(VARIACIONES ANUALES)
(PORCENTAJE)



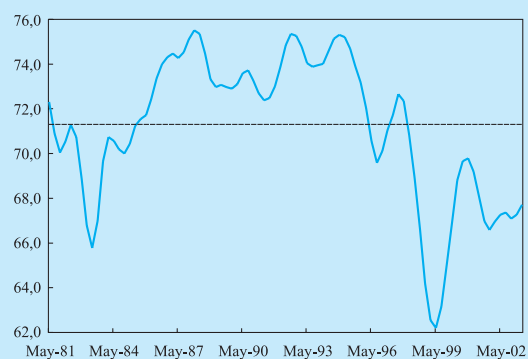
Fuente: DANE.

GRÁFICO 32
PRODUCTIVIDAD LABORAL,
COMPONENTE ESTRUCTURAL
(VARIACIONES ANUALES)
(PORCENTAJE)



Fuente: DANE.

GRÁFICO 33
UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA
DE LA INDUSTRIA, SEGÚN FEDESARROLLO
(COMPONENTE TENDENCIAL)



Fuente: Fedesarrollo, cálculos del Banco de la República, SGEE.

economía está operando por debajo de su potencial, es probable que la brecha del producto se esté cerrando más rápido que lo previsto debido a que el desempeño de la economía ha sido mejor que el esperado.

En todo caso, la utilización de la capacidad instalada de la industria se mantiene en niveles históricamente bajos. Al descomponer la serie de utilización de capacidad instalada de Fedesarrollo entre su componente irregular, estacional y tendencial, y tomando como referencia este último (Gráfico 33) se aprecia que en mayo el indicador alcanzó un nivel de 67,7%. Este porcentaje es levemente superior al observado en febrero del presente año (67,3%), y 4,9% menor que el promedio histórico entre 1981

y 2003. Al hacer el mismo ejercicio para el indicador de utilización de la capacidad instalada de la Asociación Nacional de Industriales (ANDI) se encuentra un resultado similar: el dato de mayo es 3,0% menor que el promedio para el período 1990 a 2002.

Teniendo en cuenta que el mayor crecimiento del producto ha estado acompañado por un aumento de la inversión, el producto potencial podría ver incrementada su tasa de crecimiento en los próximos trimestres. Por todo lo anterior, la economía aún tiene margen para crecer a mayores tasas en el presente año sin que se registren presiones inflacionarias en relación con la demanda agregada.

III

CONTEXTO INTERNACIONAL

Durante el segundo trimestre del año las condiciones de la economía mundial no cambiaron sustancialmente con relación a lo presentado en el *Informe sobre Inflación* del mes de marzo. Para los países desarrollados se mantiene el pronóstico de débil crecimiento económico en 2003, en especial en la zona del euro en donde la apreciación de su moneda ha afectado la competitividad, las exportaciones y la inversión. Por su parte, en los Estados Unidos, el gasto en consumo no exhibió mayor dinamismo durante el segundo trimestre del año, mientras que el sector corporativo continúa enfrentando problemas de exceso de capacidad instalada y bajas ganancias. El desempleo continúa aumentando, los hogares mantienen un alto nivel de endeudamiento y el alto déficit en cuenta corriente sigue siendo un factor de incertidumbre. Aún así, los analistas esperan un mejor desempeño en el segundo semestre y en 2004. En cuanto a Japón, no se observan signos de recuperación: el empleo continúa deteriorado, en tanto que las exportaciones se han desacelerado y la inversión se mantiene débil.

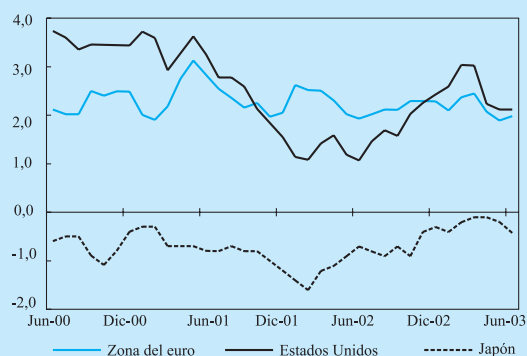
Coherente con el débil dinamismo de la actividad productiva y el empleo, la inflación, tanto en los Estados Unidos como en la zona del euro, se redujo en el segundo trimestre (Gráfico 34). Lo anterior permitió que el Fed y el Banco Central Europeo redujeran sus tasas en 25 pb y 50 pb, respectivamente. Debido a la debilidad de las economías y los bajos niveles de inflación no se espera, por ahora, un cambio en la postura de la política monetaria para lo que resta del año.

El comportamiento poco dinámico de las economías desarrolladas puede tener un doble efecto para las

economías de América Latina. Por una parte, tiende a reducir la demanda de productos de exportación, pudiendo debilitar sus balances en cuenta corriente. Por otra, puede generar excesos de liquidez en los inversionistas internacionales, atrayendo recursos hacia la región. Esto último, se ve reflejado en la reducción de los *spreads* de la deuda y en una tendencia hacia la apreciación de sus tipos de cambio. Estos dos últimos fenómenos se han observado con alguna intensidad en los últimos meses.

Se espera que el entorno internacional favorable de los países latinoamericanos se mantenga, por lo menos para lo que resta del año. Sin embargo, existen factores que pueden cambiar esta situación. Aunque las condiciones actuales indican que una recuperación más rápida de las economías desarrolladas es poco probable, en caso de darse presionaría al alza las tasas de interés y podría revertir en alguna proporción el flujo de capitales a

GRÁFICO 34
TASA DE INFLACIÓN
ECONOMÍAS INDUSTRIALIZADAS
(PORCENTAJE)



Fuente: Datastream.

los mercados emergentes. Así mismo, los bajos niveles de tasas de interés que actualmente se observan en estas economías limitan la posibilidad de que las tasas sigan reduciéndose. De otro lado, de mantenerse la reciente recuperación de los índices accionarios en esas economías, podría aumentar la preferencia de los agentes hacia esas inversiones, con efectos negativos sobre los flujos de financiamiento hacia la región.

El bajo crecimiento mundial no debe generar presiones sobre los precios internacionales de los productos básicos en general. En el caso de petróleo, aunque sus precios internacionales se han incrementado desde mayo, éstos se mantienen dentro de la banda definida por la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP). Un nivel alto y sostenido en los precios del crudo podría afectar el proceso de recuperación de las economías desarrolladas y, por lo tanto, de la economía mundial.

A. ECONOMÍAS DESARROLLADAS

En los Estados Unidos, el pronóstico de crecimiento económico para este año (2,3%) es levemente inferior al presentado tres meses atrás, y los últimos indicadores económicos confirman los temores sobre una lenta recuperación económica (Cuadro 4). Aunque el índice de confianza del consumidor mejoró levemente luego de la guerra con Iraq, éste aún se encuentra en niveles bajos (Gráfico 35). Las bajas tasas de interés han permitido incrementar el empleo en el sector de la construcción, pero no se observa mejoría en los otros sectores, por lo cual el desempleo continúa aumentando (Gráfico 36).

Durante el segundo trimestre del año el dólar continuó debilitándose, tal y como viene sucediendo desde abril de 2002 (Gráfico 37). Al parecer, la depreciación del

CUADRO 4
PRONÓSTICOS DE CRECIMIENTO
(PORCENTAJES)

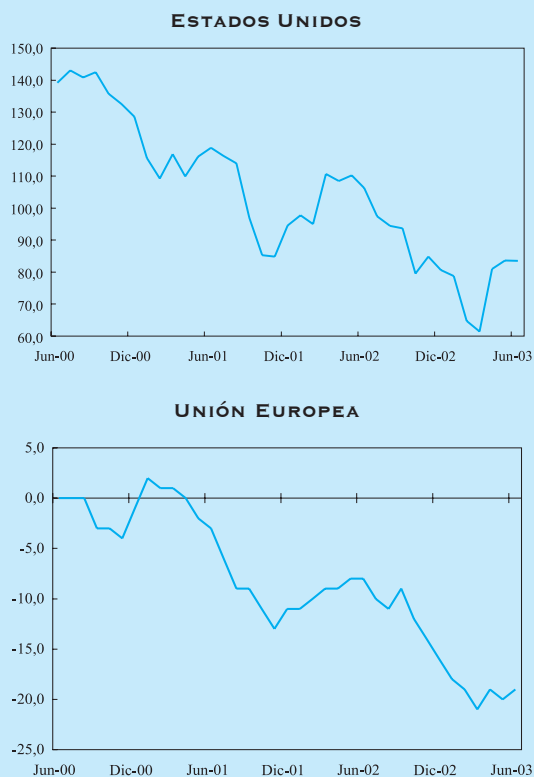
	Observada	Pronóstico para			
	2002	2003	2004	2003	2004
		1/	1/	2/	2/
Países desarrollados					
Estados Unidos	2,4	2,3	3,6	2,4	3,7
Zona del euro	0,8	1,0	2,4	1,8	2,7
Japón	0,3	0,9	0,6	0,6	0,7
América Latina					
Argentina	(11,0)	4,9	3,8	3,4	4,0
Brasil	1,5	1,7	2,9	1,7	2,8
Chile	2,0	3,4	4,2	3,2	4,0
México	0,9	2,1	3,9	2,6	4,2
Perú	5,2	3,9	3,9	3,9	4,0
Ecuador	3,0	2,9	3,4	2,7	3,6
Venezuela	(8,9)	(13,3)	5,7	(15,3)	6,0

1/ Realizado el 16 de julio de 2003.

2/ Realizado el 4 de abril de 2003.

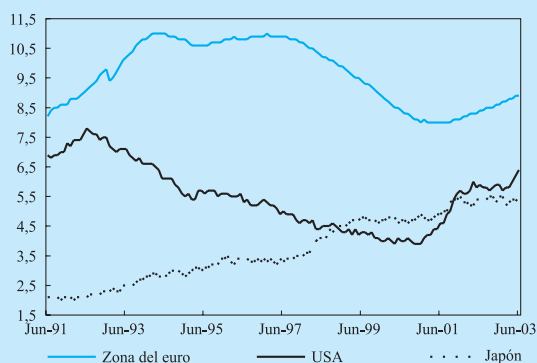
Fuentes: Observado FMI y pronósticos Datastream.

GRÁFICO 35
INDICADOR DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR



Fuente: Datastream.

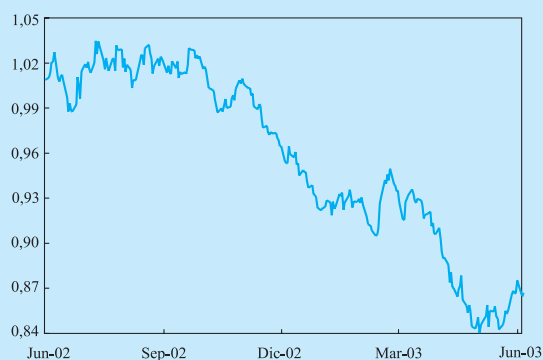
GRÁFICO 36
TASA DE DESEMPLEO
ECONOMÍAS INDUSTRIALIZADAS
(PORCENTAJE)



Fuente: Datastream

dólar ha sido consecuencia de la debilidad de la economía, los altos déficit fiscales y de cuenta corriente y las bajas tasas de interés, lo cual hace que

GRÁFICO 37
TASA DE CAMBIO ZONA DEL EURO
(EUROS POR DÓLAR)



Fuente: Datastream.

los inversionistas prefieran invertir en alternativas más rentables, como los bonos emitidos por las economías emergentes.

Dada la debilidad de la economía y los niveles de inflación, el Fed decidió, en junio, reducir sus tasas de interés en 25 pb, ubicándolas así en 1%. Puesto que estas tasas se encuentran en niveles históricamente bajos, no se esperan nuevas reducciones aunque tampoco se espera incrementos en lo que resta del año, más aún cuando el presidente del Fed ha manifestado públicamente la intención de mantener las tasas de interés bajas por un buen tiempo hasta lograr encaminar la economía en una senda de crecimiento sostenido. Según diferentes analistas, sólo a partir del siguiente año se empezaría a aplicar una política monetaria contraccionista.

En Europa, el pronóstico de crecimiento actual (1,0%) es muy inferior al presentado hace tres meses (1,8%) (Cuadro 4). La principal preocupación en la zona del euro se centra en Alemania¹⁵, cuyo PIB en el primer trimestre del año creció tan solo 0,2% en términos anuales. En la región, la apreciación del euro ha afectado las exportaciones. Durante el primer trimestre del año, el crecimiento anual del PIB total y

¹⁵ La producción de Alemania equivale, aproximadamente, a un tercio de la producción de la zona del euro.

de la inversión se desaceleró. El índice de confianza de los hogares continuó en niveles bajos, sugiriendo que pese a que la incertidumbre política generada con la guerra en Iraq ha desaparecido, las condiciones económicas estructurales siguen influyendo en la confianza de los hogares (Gráfico 35). La tasa de desempleo continúa aumentando, y las expectativas sobre creación de empleo siguen descendiendo en los sectores de la industria y el comercio al por menor.

Dado que los problemas fiscales se mantienen, existe muy poco espacio para la implementación de políticas que estimulen la economía desde este frente. Así mismo, el bajo crecimiento de la economía podría generar en el futuro un déficit fiscal mayor que el límite definido por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (3% del PIB).

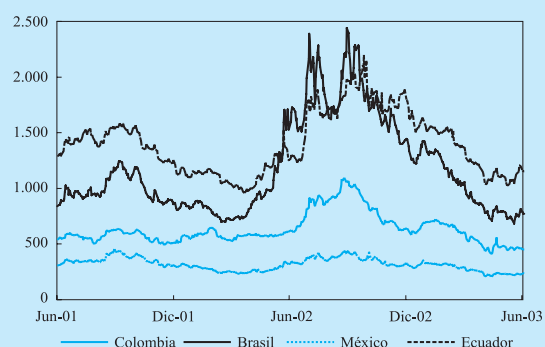
Dentro de un contexto de moderada recuperación económica y de apreciación del euro, la inflación anual en la región se redujo en el segundo trimestre del año, y se espera que durante lo que resta del año ésta se mantenga alrededor del 2%, en línea con el nivel definido como estabilidad de precios por el pacto de estabilidad y crecimiento.

B. AMÉRICA LATINA

En América Latina, las condiciones de financiamiento externo siguieron siendo favorables durante el segundo trimestre del año. Como se señaló en el informe anterior, la debilidad de las economías desarrolladas, las bajas tasas de interés de estos países y las caídas en los índices accionarios, pueden haber generado mayor atractivo de inversión hacia las economías emergentes. De esta forma, entre abril y junio los *spreads* de la deuda de los países de la región siguieron reduciéndose, al igual que las tasas de cambio (Gráfico 38 y Cuadro 5).

Para lo que resta del año, se espera que el entorno internacional se mantenga favorable para el financiamiento de los países latinoamericanos. Sin embargo, como se mencionó anteriormente, una

GRÁFICO 38
PRIMAS DE RIESGO-PAÍS (*)
PAÍSES LATINOAMERICANOS
(PORCENTAJE)



(*) EMBI plus.
Fuente: Datastream.

CUADRO 5
DEVALUACIÓN DE LAS MONEDAS
LATINOAMERICANAS
FRENTE AL DÓLAR ESTADOUNIDENSE

	Trimestral (*)	Anual a fin de junio
Argentina	(4,8)	(25,7)
Brasil	(15,3)	0,8
Chile	(4,7)	1,9
México	(2,9)	4,8
Perú	(0,2)	(1,2)
Uruguay	(7,1)	43,2

(*) Corresponde a la devaluación de junio vs. marzo (fin de período).
Fuente: Datastream.

recuperación más rápida que la prevista de los países desarrollados y la recuperación de los índices accionarios, podrían hacer nuevamente atractivas las inversiones en estas economías en detrimento de Latinoamérica.

La apreciación de las monedas latinoamericanas contribuyó a que la inflación se mantuviera controlada durante el segundo trimestre del año, facilitando que la política monetaria estuviera dirigida a impulsar el crecimiento económico. En Brasil la inflación tendió a reducirse, lo cual dio posibilidad a las autoridades monetarias para tomar acciones en favor de la

actividad productiva del país, la cuál siguió mostrando cifras desfavorables. En junio el Banco Central de Brasil decidió reducir su tasa de intervención, Selic, en 50 pb, y para los próximos meses se esperan nuevas reducciones.

En Venezuela, durante el segundo trimestre se confirmó el fuerte deterioro de la actividad económica. En efecto, en el primer trimestre el PIB cayó 29% en términos anuales, completando cuatro trimestres consecutivos de contracción. Para el año se sigue esperando una contracción (-13%), aunque levemente menor que la esperada tres meses atrás (-15,3%). Aunque la producción y las exportaciones de petróleo se han restablecido más rápido que lo previsto, los problemas estructurales se mantienen, haciendo difícil una recuperación a niveles previos a la crisis. Esta circunstancia, unida a las barreras impuestas al comercio a través del estatuto cambiario, seguirán siendo un obstáculo para una eventual recuperación plena de las exportaciones colombianas hacia ese mercado.

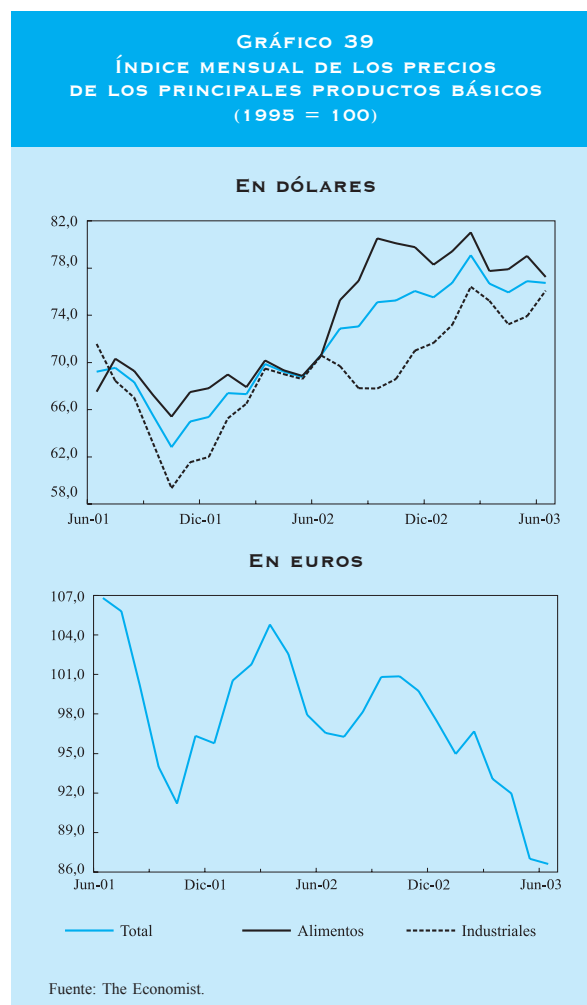
Por último, el crecimiento económico en Ecuador se mantiene poco dinámico, mientras la tasa de desempleo continúa en niveles altos. La inflación mantuvo durante el segundo trimestre una tendencia descendente. En el corto plazo hay importantes factores de incertidumbre, provenientes, principalmente, de la posibilidad de aprobar las reformas fiscales propuestas por el gobierno y de las revisiones del acuerdo con el FMI.

C. PRECIOS DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS

Los precios internacionales de los productos básicos permanecieron estables durante el segundo trimestre del año. De acuerdo con el índice de precios de la revista *The Economist*, en junio los precios registraron un crecimiento de 0,1% con relación al observado en marzo pasado, y de 8,6% respecto a junio de 2002. Por subgrupos de bienes, durante el segundo trimestre del año se observó una leve reducción en los precios

de los alimentos. Así, en junio el índice de precios de este grupo fue inferior en 0,7% al registrado tres meses atrás, aunque se ubicó 9,4% por encima del nivel observado en junio del año anterior. Por su parte, el índice de precios de los bienes industriales registró un leve incremento (1,1%) respecto a marzo, y un crecimiento de 7,8% con relación a junio de 2002 (Gráfico 39). El índice de precios medido en euros siguió reduciéndose durante el segundo trimestre, registrando una contracción anual de 10,3% en junio.

Para los próximos meses no se anticipan presiones sobre los precios internacionales. Como se señaló en el informe de marzo, se espera una mayor oferta de los bienes agrícolas con relación a la observada en el año 2002, mientras que la aún débil economía mundial permite que no se generen presiones originados en la demanda, especialmente sobre los productos industriales.



Petróleo y café

Aunque durante el mes de abril, el precio internacional del petróleo descendió de manera importante siguiendo la tendencia observada desde finales del trimestre anterior, en mayo y junio se registró un incremento, hecho inesperado luego de la finalización de la guerra entre los Estados Unidos e Iraq. En efecto, dada la desaparición de la incertidumbre generada por el conflicto, la debilidad de la economía mundial y la finalización de la temporada de invierno, se esperaban menores presiones sobre el precio del crudo, motivo por el cual la OPEP decidió, al finalizar el mes de abril, reducir la producción diaria en dos millones de barriles a partir el primero de junio para mantener el precio dentro de los niveles definidos en la banda¹⁶.

Según los analistas, el incremento en el precio en mayo y junio no solamente fue consecuencia de la reducción de la producción por parte de la OPEP, sino también, de la incertidumbre del mercado con relación a la velocidad con la que se debe restablecer la producción de Iraq a los niveles previos al conflicto. El incremento también coincidió con la divulgación de cifras sobre un nivel bajo de inventarios en los países importadores de petróleo, especialmente los Estados Unidos. El precio del petróleo West Texas Intermediate (WTI) se ubicó durante el segundo trimestre, en promedio, en US\$28,5 por barril, siendo 8,5% superior al observado un año atrás, aunque -16,1% inferior al del primer trimestre del año (Gráfico 40).

El comportamiento del precio internacional del crudo para lo que resta del año es altamente incierto y dependerá, principalmente, del nivel de inventarios. Para que estos se recuperen se requiere que la producción de Iraq se restablezca rápidamente y que la demanda de crudo reduzca su crecimiento. Las últimas noticias indican que el restablecimiento de la

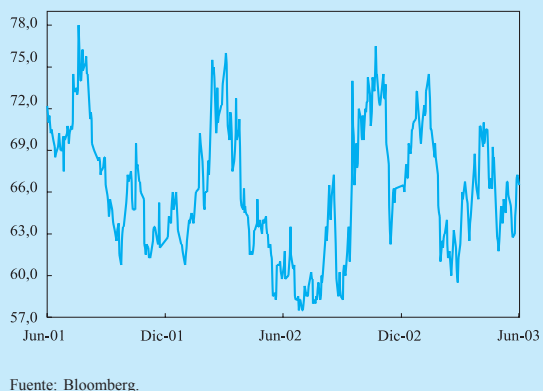
producción de Iraq se dará con menor rapidez que la esperada al finalizar el conflicto. Teniendo en cuenta todo lo anterior, los expertos pronostican que el precio del petróleo para este año será levemente superior al presentado hace tres meses, con lo cual se espera que se ubique entre US\$28 y US\$30 por barril.

En cuanto al café, el precio internacional continuó en niveles bajos en el segundo trimestre del año, US\$66,1 centavos / libra en promedio, registrando crecimientos de -1,1% y 1,8% con relación a los niveles registrados tres meses y un año atrás, respectivamente (Gráfico 41). La producción del año de cosecha 2002/2003 ha sido la más importante desde 1965/1966, según el

GRÁFICO 40
PRECIO DEL PETRÓLEO WTI
BOLSA DE NUEVA YORK
(DÓLARES POR BARRIL)



GRÁFICO 41
PRECIOS DEL CAFÉ ARÁBIGO-COLOMBIA
BOLSA DE NUEVA YORK
(US\$CTVOS. POR LIBRA)



¹⁶ Según el mecanismo de bandas establecido por la OPEP, el precio del crudo debe permanecer entre US\$22 y US\$28 por barril para la canasta de crudos de la OPEP. Estos precios, en el indicador estadounidense WTI, son equivalentes aproximadamente a US\$25 y US\$30 por barril.

reporte de mayo de la Organización Internacional del Café (OIC). Así mismo, el consumo tanto de los países importadores como de los exportadores no ha recobrado el dinamismo a pesar de los precios bajos

de los últimos años. Se espera que, para el año cafetero 2003/2004, la producción de Brasil disminuya, lo cual posibilitaría un aumento en los precios del grano.

IV

PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN

A. INTRODUCCIÓN

En este capítulo se presentan los pronósticos de inflación para 2003 y 2004 obtenidos a partir del MMT del Banco de la República y de otros modelos satélites de corto plazo (Recuadro Anexo).

El presente capítulo consta de cuatro secciones. En la introducción se examina brevemente la situación inflacionaria durante el tercer trimestre, y se describen las decisiones adoptadas por la política monetaria. La segunda sección analiza la evolución reciente del entorno macroeconómico externo e interno, así como las tendencias esperadas de mediano plazo que sirven de base para las proyecciones de inflación. La tercera parte presenta los pronósticos de inflación luego de discutir los principales canales de transmisión de la política monetaria. La última sección menciona los riesgos de la proyección y de los supuestos en los cuales se basa.

Al finalizar el primer trimestre del año los resultados de la inflación mostraban la necesidad de una acción del banco central (adicional al incremento en 100 pb en las tasas de intervención que había tenido lugar en enero), con el fin de controlar el aumento de la inflación y de las expectativas de la misma.

En efecto, a pesar de que la economía seguía operando por debajo de su capacidad productiva, la inflación básica había aumentado 120 pb desde principios de año (luego de un incremento de 50 pb en el último trimestre de 2002) como consecuencia de la devaluación acumulada desde junio de 2002.

Aunque desde febrero de 2003 la tasa de cambio se había estabilizado, lo hizo a un nivel que, dado el grado de traslado a los precios, comprometía el logro de las metas de inflación (en marzo se situó en \$2.959 en promedio). Al mismo tiempo, las expectativas de inflación aumentaron significativamente. Por ejemplo, en la encuesta del Banco de la República recogida en el mes de abril, las expectativas de inflación para diciembre de 2003 estaban en 7,9%, muy por encima de los resultados de la encuesta de enero (6,6%). Así mismo, el porcentaje de encuestados que creía en el cumplimiento de la meta de 5,5% para 2003 se redujo sustancialmente (16% frente a 42% de los encuestados en enero). Un fenómeno similar se observó con la información extraída del mercado de deuda pública.

En esas circunstancias la JDBR convocó una subasta de desacumulación de reservas internacionales por US\$200 m para abril, y aumentó todas las tasas de intervención en 100 pb el 29 de dicho mes.

Desde comienzos del mes de abril la tasa de cambio comenzó a disminuir y, en junio, se ubicó, en promedio, en \$2.827, con una devaluación promedio anual de 19,8%. Las subastas *call* de desacumulación no se ejercieron, debido a la apreciación de la tasa de cambio nominal. La reducción en el tipo de cambio fue también común a otras economías de la región y se dio al tiempo con una disminución de los indicadores de riesgo y con condiciones más favorables en los mercados de capitales externos.

La depreciación acumulada desde mediados de 2002 continuó transmitiéndose (con rezago) a los precios domésticos, en especial a los bienes de consumo

durables y de alta rotación de inventarios. Así, la inflación básica se incrementó durante el segundo trimestre, aunque a ritmos inferiores a los registrados desde octubre de 2002. En junio el promedio de los tres indicadores de inflación básica del Banco se situó en 7,2%, 20 pb por encima, tanto del nivel observado en marzo, como de la meta de inflación. En contraste, la inflación total anual al consumidor, que había alcanzado 7,8% en abril, presentó una importante corrección a la baja, y en junio se situó en 7,2% por una importante disminución de la inflación de alimentos.

La inflación sin alimentos también se afectó por choques de oferta como los reajustes en los precios regulados de energía, combustibles y transporte. De otro lado, es improbable que el mayor crecimiento del primer semestre haya generado presiones inflacionarias, ya que la brecha del producto siguió siendo negativa, y los indicadores de utilización de capacidad continuaron por debajo de sus promedios históricos.

La leve reducción de la inflación del IPP de importados y del IPC de bienes transables (especialmente no durables) a finales del segundo trimestre, sugieren que las presiones inflacionarias por devaluación podrían reducirse en el futuro. Por lo tanto, se puede esperar que este efecto disminuya gradualmente a partir del segundo semestre, siempre y cuando el tipo de cambio no se incremente significativamente en lo que resta del año.

B. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS

1. En el frente externo

Durante el segundo trimestre, las condiciones externas siguieron favoreciendo la apertura del mercado de capitales hacia los países emergentes, y en particular hacia América Latina. Los *spreads* bajaron aún más y se registraron colocaciones de deuda por parte de algunos países.

Para lo que resta del año, no se vislumbran cambios sustanciales en esta situación y se espera que los

mercados mantengan su exposición en la región. En primer lugar, a pesar de algunas inquietudes sobre la capacidad política del gobierno de Brasil para impulsar algunas reformas estructurales, la situación de ese país es manejable, y no pareciera haber en ciernes otra crisis con la magnitud suficiente para desestabilizar la región y generar un problema de contagio hacia Colombia.

En segundo lugar, aunque desde marzo se ha incrementado la rentabilidad de las inversiones en acciones en los Estados Unidos y otros mercados desarrollados, no es claro que esta tendencia esté consolidada. Esto ha permitido que la inversión en bonos de deuda emergente continúen siendo atractivos. Adicionalmente, en los últimos años se ha observado una correlación positiva entre las inversiones en acciones en los Estados Unidos y en la deuda.

Finalmente, las tasas de interés en los Estados Unidos y otras economías desarrolladas permanecen bajas o inclusive han disminuido, lo que reduce el atractivo de inversiones de renta fija en esos países. Sin embargo, los recientes incrementos en las tasas de largo plazo en los Estados Unidos (pese a la reducción de las tasas del Fed), sugieren que es improbable esperar mayores caídas hacia el futuro, e incluso, no se pueden descartar algunos incrementos en el mediano plazo. En efecto, la mayoría de analistas internacionales prevén incrementos para 2004 como resultado de la ampliación de los déficit en cuenta corriente y fiscal de la economía norteamericana, y de la posible aceleración del crecimiento en este país.

En este informe se espera que la apertura de capitales hacia la región se manifieste en mayores flujos de deuda tanto pública como privada. La inversión extranjera directa (IED), que ha sufrido una fuerte reducción en los últimos dos años, difícilmente será una fuente importante de recursos para lo que resta de 2003 y no es claro que vaya a serlo en 2004. Más aún, no hay ninguna evidencia de que se esté dando lugar una recuperación significativa de la IED en América Latina.

En materia de crecimiento mundial para 2003 y 2004, los analistas han reducido sus pronósticos de manera importante sobre todo por el pobre desempeño de la

economía de la Unión Europea. Sin embargo, para Colombia este menor crecimiento tiene efectos menores, toda vez que el grueso de su comercio se dirige hacia los Estados Unidos y a la subregión andina.

En el caso de los Estados Unidos se sigue previendo la consolidación de la recuperación económica en los próximos trimestres. Aunque este proceso sería gradual, es suficiente para garantizar la expansión de las exportaciones colombianas, dada su baja participación en el mercado americano, las preferencias otorgadas por la Aptdea y el nivel altamente competitivo del tipo de cambio en la actualidad.

En cuanto a la subregión, Venezuela seguirá siendo el principal escollo para la recuperación de las exportaciones no tradicionales. Aunque es posible que no se presenten mayores caídas frente a los niveles observados en marzo y abril, no parece probable una recuperación rápida de este mercado. Además, las barreras cambiarias impuestas por Venezuela desde febrero han tenido un efecto negativo sobre las exportaciones colombianas y esta situación no ha podido ser corregida.

2. En el frente interno

Diversos indicadores han confirmado un crecimiento económico para el primer semestre del año mayor que el previsto en anteriores informes y al que parecería compatible con la meta de 2% del Gobierno. El mayor dinamismo de la economía ha estado basado en el crecimiento de la demanda interna privada, y en particular de la inversión. Los indicadores sectoriales disponibles sugieren que para el segundo trimestre el ritmo de crecimiento debió mantenerse (una vez se ajusta por la variación en días hábiles debido a la Semana Santa), y que nuevamente estuvo liderado por la demanda interna privada.

El mayor crecimiento es el resultado de la recuperación de la confianza del sector privado, asociada a los resultados iniciales de la estrategia de seguridad, y al avance de las políticas que se han aplicado en los últimos años para el logro de la estabilidad macroeconómica. La política monetaria, en particular, ha contribuido al

crecimiento económico, tal como lo muestran las bajas tasas de interés real y el crecimiento holgado de los agregados monetarios.

En los últimos años la economía ha seguido una senda de bajo crecimiento por la debilidad del gasto privado, debido a varios factores. En primer lugar, el sector privado no financiero, que estaba fuertemente endeudado, con dificultades para pagar sus deudas, y con temores sobre el crecimiento futuro de la economía, restringió sus decisiones de inversión y de gasto. En segundo lugar, los altos niveles de déficit del sector público generaban enormes demandas de recursos para su financiación, tanto internos como externos. Y, finalmente, el sistema financiero, con una cartera vencida creciente, bajos niveles de capital, y alta vulnerabilidad, asignaba sus recursos principalmente al sector público en detrimento del sector privado. En consecuencia, el aumento del gasto privado fue débil, y, por ende, el crecimiento del producto y del empleo, en el contexto de un bajo nivel de capacidad productiva utilizada.

Varios de estos factores se han modificado o tienden a corregirse de manera importante: por un lado, el sector financiero se ha fortalecido, el sector privado ha reducido su nivel de deuda, y las bajas tasas de interés han hecho posible la recapitalización rápida del sistema financiero, de las empresas y de las familias. Adicionalmente, ha aumentado la confianza en el desempeño futuro de la economía, como se manifiesta en los aumentos en los precios de algunos activos como la propiedad raíz y las acciones. Así, la disponibilidad y la capacidad de prestar del sistema financiero han aumentado, al igual que el deseo de gasto y la demanda de crédito del sector privado.

En este informe se supone que la mayoría de los factores que han permitido el mayor crecimiento se mantendrán en la segunda mitad del año. En particular, se espera que el crédito siga expandiéndose sostenido por la mayor disposición y capacidad del sistema financiero a ofrecer préstamos para consumo e inversión. Así mismo, la recuperación observada en la calidad y magnitud del empleo sostendrá la

recuperación del consumo de los hogares, aunque de una manera gradual. Las mejores condiciones de seguridad interna y la mejor percepción sobre la situación política y económica en el mediano plazo también seguirán favoreciendo la recuperación de la inversión privada.

En síntesis, se considera que la meta de crecimiento del Gobierno para 2003 puede alcanzarse con facilidad, siendo muy probable un crecimiento mayor y ligeramente por encima del previsto en el informe de marzo.

C. CANALES DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA Y PRONÓSTICOS

1. Los canales

En un régimen de inflación objetivo como el adoptado por el Banco de la República, el pronóstico de inflación y la evaluación de los riesgos inflacionarios deben tener en cuenta el funcionamiento de los canales de transmisión de la política monetaria en cada momento del tiempo.

En el estado actual de la economía colombiana existen cuatro canales principales a través de los cuales la política monetaria tiene algún impacto sobre los precios futuros: el canal de demanda o brecha del producto, el canal de tipo de cambio, el canal de costos salariales, y el canal de expectativas. Adicionalmente, el ejercicio de proyección de la inflación exige estimar el efecto de choques de oferta transitorios y de su posible impacto sobre las expectativas de inflación.

Igual que en los anteriores informes, en el presente no se esperan, en el corto y mediano plazo, presiones inflacionarias significativas provenientes de la brecha del producto, a pesar del mayor crecimiento económico del primer semestre. La aceleración del crecimiento por encima de las previsiones efectuadas en marzo ha conllevado un cierre de la brecha más rápido que el previsto. Sin embargo, de acuerdo con las estimaciones del Banco, la brecha sigue siendo negativa y amplia (entre

-2% y -3% del PIB), lo que brinda un margen para el crecimiento de la demanda sin que se generen fuertes presiones inflacionarias. Esta apreciación se ve respaldada por el todavía bajo nivel de utilización de capacidad instalada que se observa en la actualidad para la industria en su conjunto y para la mayoría de las ramas individualmente consideradas.

Así mismo, el hecho que el crecimiento en lo corrido del año haya estado sustentado en la inversión y en la acumulación de inventarios podría implicar un mayor crecimiento del producto potencial, que compensaría en parte el mayor ritmo de actividad económica y reduciría las presiones sobre los precios en el futuro.

Dado lo anterior, los pronósticos del Banco siguen suponiendo que para lo que resta del año y para 2004, el producto seguirá por debajo de su nivel potencial pese a un cierre más rápido de la brecha. Así, se espera que para el cuarto trimestre del presente año la brecha del producto sea -1,8% y para el mismo período de 2004 sea de -1,0%. Por esta razón, no se espera que la demanda sea una fuente importante de presiones inflacionarias en el mediano plazo.

En el mercado laboral, los actuales niveles de desempleo, aunque menores que los del año anterior, siguen siendo altos y no deberían estimular reajustes salariales muy por encima de las metas de inflación. En sectores como el industrial, donde aparentemente los salarios están incrementándose a ritmos relativamente altos (del orden de 7,5% anual en abril), este efecto es en buena parte compensado por el crecimiento de la productividad del trabajo. En lo corrido del año a mayo, la productividad por hora en este sector superaba en 4,7% el nivel que tenía esta variable en el mismo período del año anterior. Por esta razón, el costo laboral unitario (medido por la relación entre el salario y la productividad), probablemente ha disminuido. Incluso si la productividad industrial creciera a su tasa histórica (1,5%), los reajustes salariales en cuestión incrementarían los costos laborales en 6%, un porcentaje muy similar al de la meta de inflación para

este año. Además, el incremento en el costo laboral es menor cuando se tienen en cuenta otras remuneraciones además de los salarios (6,5%).

Teniendo en cuenta que la reducción del desempleo es un proceso lento que suele demandar más tiempo que la misma recuperación de la producción, la aceleración reciente del crecimiento y el mantenimiento de esta tendencia hacia el futuro no deben generar presiones de origen salarial sobre costos y precios, distintos de los efectos asociados a las expectativas.

Las principales presiones sobre la inflación en lo que resta de este año y en 2004 estarían asociadas a la devaluación de la tasa de cambio, y a las expectativas inflacionarias.

Respecto a las presiones cambiarias, se espera que en el segundo semestre continúe la reducción en la transmisión de la devaluación a los costos y a los precios, siempre y cuando no haya un incremento sustancial de la tasa de cambio con respecto a sus niveles actuales. En el presente informe se supone que las condiciones externas seguirán favoreciendo la estabilidad cambiaria para lo que resta del año. A ello contribuiría el entorno externo analizado anteriormente, y el nivel relativamente alto del precio del petróleo en el segundo semestre, por encima del previsto en informes anteriores.

Para 2004 pueden tener lugar presiones devaluacionistas significativas por la caída prevista en los ingresos petroleros, debido a precios más bajos. Sin embargo, estas presiones podrían ser mitigadas por mayores entradas netas de capitales y/o por un buen desempeño de las exportaciones no tradicionales.

Finalmente, en materia de expectativas de inflación, el incumplimiento de la meta en 2002 y su nivel alto en la actualidad frente a la meta del presente año puede mantenerlas en niveles cercanos a 7% por varios meses más, generando presiones sobre la inflación. Para el próximo año estas podrían ser menores siempre y cuando la inflación se reduzca durante el segundo semestre del presente año. Sin embargo, no se descarta

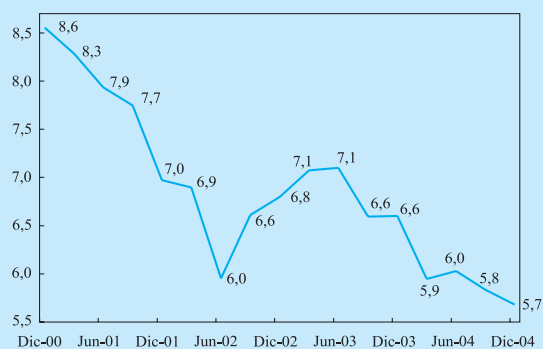
que las expectativas de inflación comiencen en 2004 en niveles superiores a la meta haciendo más gradual la reducción de la inflación, puesto que afectaría la determinación de precios y salarios en un momento en el cual se determinan muchos de los incrementos y de los contratos (Gráfico 43).

Además de los anteriores canales de transmisión, la inflación en el próximo año y medio dependerá del comportamiento de varios de los factores de oferta mencionados al comienzo de este capítulo.

El más importante es el de precios de los alimentos. Para lo que resta del año se prevé una reducción adicional significativa en la cotización de este grupo de bienes, gracias a mejores condiciones de oferta, entre otras razones por la finalización del ciclo de retención ganadera y por un régimen de lluvias más favorable como resultado del fin del fenómeno de El Niño. Adicionalmente, los precios internacionales de varias materias primas importadas (cereales, oleaginosas) podrían descender ayudando a corregir los precios de este grupo de bienes (véase capítulo III, Contexto Internacional).

Para el próximo año no se prevén choques significativos de oferta agrícola, por lo que la inflación debería converger hacia la inflación básica, salvo los movimientos normales asociados a la estacionalidad de las cosechas.

GRÁFICO 43
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A TRES MESES
SEGÚN EL MODELO DE MECANISMOS
DE TRANSMISIÓN
(PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República.

En cuanto a las presiones originadas en energía, estas deberán continuar si se verifican los anuncios efectuados por la Comisión Reguladora de Energía (CREG) de autorizar reajustes de hasta 8% por encima de la inflación durante los dos años contados a partir del segundo semestre de 2003.

Por último, para lo que resta del año deberán presentarse nuevos reajustes en el precio de los combustibles, lo que hará que la inflación de este subgrupo se sitúe por encima de la meta a finales de año. Para el próximo año la intensidad de los incrementos continuará dependiendo de la evolución del precio internacional, de la devaluación y del rezago que exista entre el precio externo y el precio interno. En el presente informe se espera una reducción gradual del precio internacional a partir del segundo semestre de 2003 y en especial durante 2004, lo que permitiría moderar los incrementos del precio doméstico.

2. Los pronósticos

Con base en los supuestos anteriores el sistema de pronóstico del Banco de la República estima que la inflación total al consumidor será de 6% en diciembre de 2003 y de 4,8% en igual mes de 2004. Para 2003, el pronóstico se redujo frente al presentado en marzo como consecuencia de una menor proyección de los precios de los alimentos. Debe advertirse, sin embargo, que los pronósticos no son plenamente comparables entre sí, ya que el modelo central utilizado en este informe presenta resultados a fin de trimestre, mientras que el utilizado en el informe de marzo lo hacía para el promedio de cada trimestre (Cuadro 6).

Teniendo en cuenta la reducción que se presentó a junio en los precios de alimentos, los modelos satélite del Banco indican que la inflación, a diciembre de 2003, para este grupo de bienes podría estar entre 3% y 6% frente al rango de 6% a 7% que se había presentado en el informe de marzo. El mayor optimismo está respaldado por la información de los gremios sobre el área cultivada y por el crédito al sector agropecuario que sugieren que durante el

segundo semestre del año puede presentarse una recuperación importante de la oferta.

Hay que señalar que la reducción de la inflación a este nivel supone una relativa estabilidad cambiaria el resto del año, que evitaría que se presenten reajustes en los precios de los alimentos transables en los próximos seis meses, como sucedió en la segunda mitad del año anterior. Así, por efectos de la base de comparación, la inflación anual del subgrupo en cuestión podría descender rápidamente.

La reducción de los pronósticos para diciembre de 2003 también depende, en alguna medida, de una menor proyección para la inflación sin alimentos. En el informe actual se estima que la inflación sin alimentos se ubicará en un rango entre 6,2% y 7,2% frente al previsto en el informe anterior de entre 6,5% y 7,5%.

La menor inflación prevista para los no alimentos obedece a dos razones principales. En primer lugar, se redujo el pronóstico de devaluación para este año, dado el comportamiento observado del tipo de cambio en el segundo trimestre y los mayores ingresos de divisas previstos en la balanza de pagos por cuenta de mayores remesas del exterior y de mayores exportaciones. Las acciones de política del Banco también pudieron contribuir a reducir las expectativas de devaluación.

CUADRO 6
PROYECCIÓN DE LA INFLACIÓN TOTAL
AL CONSUMIDOR, PARA 2003 Y 2004
(PORCENTAJE)

Período	Informe	
	Actual (Cifras a fin de)	Anterior (Cifras promedio de trimestre)
Jun-03	7,2	7,2
Sep-03	6,9	7,9
Dic-03	6,0	7,2
Mar-04	5,8	6,1
Jun-04	5,3	5,2
Sep-04	5,1	4,7
Dic-04	4,8	4,4

Fuente: Banco de la República.

En segundo lugar, se redujo la senda de expectativas de inflación utilizada en el modelo central del Banco, teniendo en cuenta su disminución a junio según lo muestran algunos indicadores, y la acogida favorable que tuvo en los mercados la subida de tasas de interés en abril. Esto último permitió que la política monetaria recuperara parte de la credibilidad perdida en los últimos meses.

De todas maneras, los pronósticos indican que durante el tercer trimestre podría presentarse un repunte adicional de la inflación sin alimentos anual como resultado de reajustes en precios de los combustibles y la energía y porque la devaluación acumulada aún continuará transfiriéndose a los precios.

Para 2004, y al igual que lo presentado en el informe de marzo, el modelo muestra una reducción gradual de la inflación al consumidor, impulsada sobre todo por la reducción de la inflación sin alimentos. En el presente informe se prevé una inflación sin alimentos entre 4% y 5%. Estas cifras son similares a las presentadas en el pasado informe.

La reducción de la inflación al consumidor en el mediano y largo plazo sigue siendo explicada por la existencia de una brecha negativa del producto en 2004 que permitiría minimizar las presiones inflacionarias de demanda. Este resultado dependerá también de una devaluación nominal moderada en los siguientes seis trimestres que haga posible la reducción de la inflación de transables a finales de este año y a comienzos del próximo. Finalmente, supone un desempeño de la inflación de alimentos cercano al rango anunciado para la meta de 2004.

D. RIESGOS

La apreciación efectuada en el informe anterior sobre la poca probabilidad que se presenten presiones inflacionarias por una excesiva expansión de la demanda en el mediano plazo sigue vigente en este

informe. A junio los riesgos que enfrenta el cumplimiento de las metas de inflación este año y su reducción en los próximos dos años seguían concentrados en tres factores principales:

1. La devaluación. Los pronósticos presentados anteriormente dependen de manera crucial de una devaluación moderada para el próximo año. Dada la evolución esperada de los ingresos petroleros, esto requeriría un buen desempeño de las exportaciones no tradicionales, incluida una recuperación parcial del comercio con Venezuela, entradas de capitales mayores que las observadas en 2004, y el mantenimiento de un clima de confianza hacia el país por parte de los mercados externos y los inversionistas locales. Este clima de confianza dependerá de los resultados de la estrategia de seguridad, y de la percepción acerca del cumplimiento del programa de ajuste fiscal acordado con el FMI, de tal forma que la senda de la deuda pública futura sea percibida como consistente con la estabilidad macroeconómica del país en el largo plazo.
2. Las expectativas son otra fuente de riesgo, en particular por el efecto que sobre ellas pueden tener las relaciones con los choques de oferta, y un desempeño de los alimentos menos optimista que el previsto en este informe. Si las expectativas no disminuyen a finales de año y comienzos de 2004, podrían estimular reajustes en precios mayores que los efectuados en 2003 e incompatibles con el rango donde se fijaría la meta (3,5% a 5,5%).
3. Al igual que en informes anteriores, hay un riesgo asociado con la evolución del precio de los alimentos perecederos. Buena parte de la disminución de inflación de este subgrupo descansa en una corrección adicional importante en el precio de productos como la papa. Los modelos que sustentan estos pronósticos suelen acertar en la identificación de tendencias pero pueden errar en la magnitud de ajustes en los precios, aún en horizontes de seis meses.

EL MODELO DE MECANISMOS DE TRANSMISIÓN

Para el presente informe, el Banco de la República introdujo un nuevo modelo central de pronóstico de inflación a mediano y largo plazos, el cual forma parte del conjunto amplio de herramientas de pronóstico y análisis de política que sirven de soporte para el esquema de inflación objetivo. Al igual que su versión anterior, dicho modelo pretende capturar los principales canales de transmisión de la política monetaria así como el efecto de los principales choques que afectan la economía y la inflación, tales como choques de oferta en la agricultura, cambios en la meta de inflación, choques a los términos de intercambio y cambios en el riesgo país.

El rol del modelo es proporcionar el pronóstico de inflación a mediano y largo plazos (más de dos trimestres), así como escenarios alternativos que permitan hacer análisis y seguimiento a los factores que ejercen presiones sobre la inflación. Algunos de sus insumos son los pronósticos de corto plazo (uno y dos trimestres) de la inflación sin alimentos, la inflación de alimentos y el producto, obtenidos a partir diversos modelos satélites.

El modelo actual presenta algunos avances respecto de la versión anterior¹, entre los cuales se destacan: 1) es un modelo de inflación trimestral y no anual como era el caso del modelo anterior; 2) la tasa de cambio es endógena, a diferencia del anterior donde era una variable exógena; y 3) la calibración de los parámetros, obtenida a partir de distintos tipos de análisis con soporte econométrico, genera una respuesta mayor de la inflación y la brecha ante cambios en la tasa de interés interbancaria (o de intervención) que la exhibida por el modelo anterior. 4) Finalmente, en la nueva versión del modelo, los resultados son a fin de trimestre y no en promedio como sucedía con el modelo anterior.

I. EL NUEVO MODELO²

Los canales de transmisión contemplados por el nuevo modelo de mecanismos de transmisión (MMT) son: 1) el canal de demanda agregada; 2) el canal directo de la tasa de cambio; 3) el canal indirecto de la tasa de cambio, y 4) el canal de expectativas.

En su versión actual, el modelo consta de ocho ecuaciones de comportamiento y varias identidades que relacionan las variables entre sí. Las principales ecuaciones de comportamiento son: la curva de Phillips (1), la ecuación de demanda agregada (2), la relación de paridad descubierta de intereses (3) y la regla de política (4).

La inflación sin alimentos se modela con una curva de Phillips aumentada por expectativas, como se muestra en la ecuación (1):

$$(1) \quad \pi_t^{sa} = a_0 \pi_{t-1}^{sa} + a_1 \pi_t^e + (1 - a_0 - a_1) (\pi_{t-1}^m - \overline{\delta_t^z}) + a_3 \hat{y}_{t-1} + \varepsilon_t^\pi$$

donde π_t^{sa} es la inflación sin alimentos, π_t^e son las expectativas de inflación, π_t^m es la inflación de importados, $\overline{\delta_t^z}$ es la tasa de depreciación real de equilibrio y $\hat{y}_t$ es la brecha del producto. Dicha ecuación condensa los cuatro canales de transmisión de la política monetaria señalados arriba.

La curva de Phillips es aumentada por expectativas debido a la inclusión de la variable de expectativas de inflación, la cual sigue un proceso parcialmente *forward-looking* así:

¹ Presentada en el *Informe sobre Inflación* de marzo de 2001.

² Para una descripción del funcionamiento de los canales de transmisión de la política monetaria ver el *Informe sobre Inflación* de marzo de 2001, p. 64.

$$(2) \quad \pi_t^e = a_4 \pi_{4,t-1} + a_5 E_t \pi_{4,t+1}$$

donde $\pi_{4,t}$ es la inflación total anual.

Los coeficientes de las variables nominales del lado derecho de la curva de Phillips han sido restringidos para que su suma sea igual a uno. Esta propiedad garantiza que los cambios en las variables nominales no tengan efectos reales en el largo plazo. En otras palabras, el modelo permite pasar de una tasa de inflación a otra con la misma solución de largo plazo para las variables reales y, por lo tanto, en el largo plazo la política monetaria no tiene efectos reales.

Por su parte, la brecha del producto, se determina a través de la ecuación de demanda agregada. Esta ecuación se modela a partir de una curva tipo IS:

$$(3) \quad \hat{y}_t = d_0 \hat{y}_{t-1} - d_1 \hat{r}_{t-1} + d_2 \hat{z}_{t-1} + \varepsilon_t^y$$

De acuerdo con ella, la desviación del producto respecto a su valor potencial se explica por la brecha del producto rezagada un trimestre y por desviaciones de la tasa de interés real y de la tasa de cambio real respecto a sus valores de largo plazo, $\hat{r}_{t-1}$ y $\hat{z}_{t-1}$ respectivamente.

La tasa de cambio se modela a partir de la paridad descubierta de intereses:

$$(4) \quad E_t \delta_{t+1} + \rho_t = i_t - i_t^* + \varepsilon_t^\delta$$

Según esta relación, la depreciación esperada, $E_t \delta_{t+1}$ es igual al diferencial entre la tasa de interés doméstica y externa, $i_t - i_t^*$, ajustado por la prima de riesgo, ρ_t .

La trayectoria de la tasa de interés interna se determina a partir de la regla de política así:

$$(5) \quad i_t = f_0 i_{t-1} + (1 - f_0)(\bar{i}_t + f_1(\pi_{4,t+k}^{sa} - \bar{\pi}_{t+k}) + f_2 \hat{y}_t) + \varepsilon_t^i$$

donde

$$(6) \quad \bar{i}_t = \bar{r}_t + \pi_{4,t}$$

En la regla de política del modelo actual (ecuación 5) se introduce un componente de persistencia, i_{t-1} . Adicionalmente, en la regla actual la tasa de interés reacciona no solo a las desviaciones de la inflación anual sin alimentos respecto a la meta, $\pi_{4,t+k}^{sa} - \bar{\pi}_{t+k}$, sino también a las desviaciones del producto respecto al potencial, $\hat{y}_t$. La introducción del componente de persistencia y de la brecha del producto permite suavizar la trayectoria de la tasa de interés requerida para cumplir las metas de inflación.

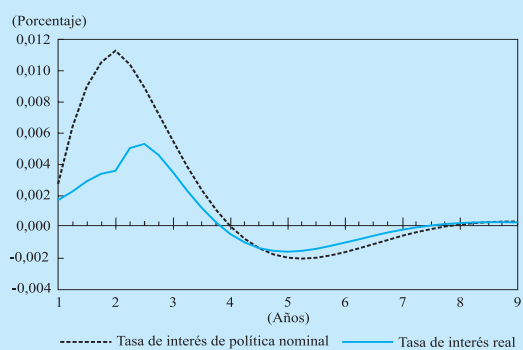
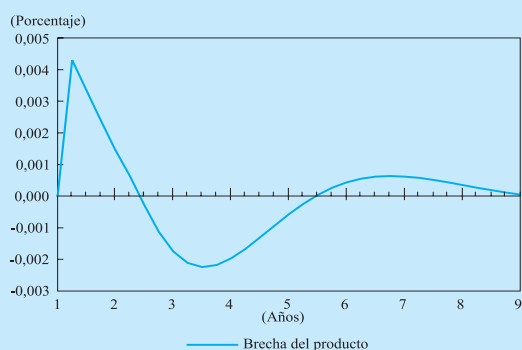
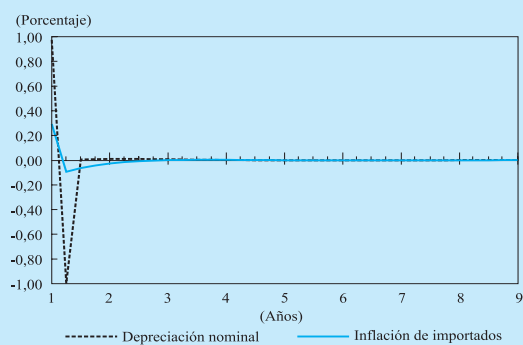
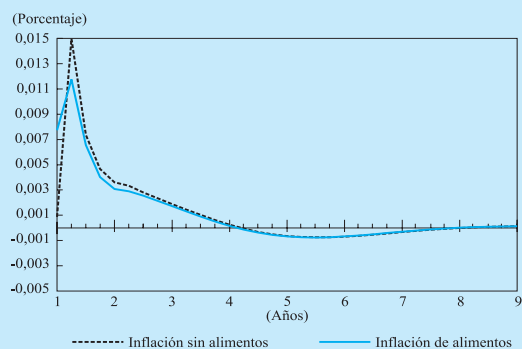
II. EFECTO DE UN CHOQUE AL TIPO DE CAMBIO

Para ilustrar el funcionamiento del actual modelo, a continuación se presentan los resultados de un ejercicio de simulación de política que supone un choque al tipo de cambio. En los últimos años, la economía colombiana ha estado sometida a choques en este frente que han tenido su origen en cambios en la prima de riesgo país asociados a eventos externos principalmente (crisis en Argentina y Brasil, entre otros).

Los gráficos ilustran el impacto macroeconómico de un choque inesperado a la (expectativa de) depreciación nominal en el MMT. El ejercicio se efectuó con la calibración (de parámetros) empleada en la estimación de los

pronósticos que se presentan en el capítulo IV de este informe. Se supone que la economía se encuentra en equilibrio de largo plazo. En equilibrio, los valores de todas las desviaciones de las variables con respecto a su nivel de largo plazo son cero y la inflación se encuentra en la meta.

CHOQUE A LA TASA DE DEPRECIACIÓN NOMINAL



Una depreciación nominal del 1%, dadas las inflaciones externa y doméstica, causa un aumento de 0,25% en la brecha de tipo de cambio real y de 0,3% en la inflación de importados. La depreciación real tiene un impacto positivo y rezagado (un trimestre) sobre la brecha del producto (a través de la ecuación 3). Por otro lado, un aumento en la inflación de importados causa un incremento de 0,007% en la inflación sin alimentos un trimestre después (a través de la ecuación 1). Este incremento, a su vez, afecta las expectativas de inflación (ecuación 2) repercutiendo nuevamente en la inflación sin alimentos a través de la curva de Phillips (ecuación 1).

Los incrementos en la inflación sin alimentos generan, seis trimestres adelante, una desviación de la inflación anual sin alimentos de 0,0047% por encima de la meta (ecuación 5). Ante dicha desviación, el Banco Central reacciona aumentando la tasa de intervención actual en 0,003%, causando un trimestre después un efecto negativo sobre la brecha del producto (ecuación 3). La brecha del producto aumenta (un período adelante) porque el efecto positivo de la depreciación real domina el efecto negativo del aumento de las tasas. Este aumento de tasas es la respuesta ante el eventual *pass-through* del aumento en la tasa de cambio nominal a los precios.

Ahora bien, el aumento en la tasa de interés ocasiona una menor depreciación, a través de la paridad descubierta de intereses (ecuación 4). Esto a su vez genera una corrección directa en la inflación.

En balance, las presiones de demanda ocasionan un aumento en la inflación sin alimentos, obligando al Banco Central a responder con mayores aumentos en la tasa de interés de política. Estos aumentos continuarán hasta el punto en el cual la inflación sin alimentos pronosticada retorne al nivel de la meta.

PROYECCIONES DE ANALISTAS LOCALES Y EXTERNOS SOBRE LAS PRINCIPALES VARIABLES MACROECONÓMICAS

A continuación, se hace una revisión de las proyecciones más recientes realizadas por analistas locales y extranjeros sobre las principales variables de la economía colombiana para 2003 y 2004.

A. PROYECCIONES PARA 2003

Como se observa en el Cuadro 1 el promedio de los pronósticos de inflación para 2003, realizados por los analistas locales consultados fue de 6,9%. El promedio de dichos pronósticos para el presente año ha venido aumentando trimestre a trimestre desde junio de 2002. Sin embargo, en esta oportunidad la corrección del pronóstico frente al efectuado el trimestre anterior, fue baja (0,2 puntos porcentuales (pp) y menor que la observada en informes anteriores.

Por su parte, en promedio, los analistas extranjeros también aumentaron, su pronóstico para la inflación colombiana a diciembre de 2003, situándola en. 6,3%. La corrección hacia arriba fue de sólo 0,1 pp y responde al cambio efectuado por una entidad (Deutsche Bank) esencialmente, la cual elevó su pronóstico de 6,3% a 7,0%¹.

CUADRO 1
PROYECCIÓN DE LAS PRINCIPALES VARIABLES MACROECONÓMICAS PARA 2003

	Fecha de la proyección	Crecimiento del PIB real %	Inflación IPC %	Tasa de cambio nominal (Fin de)	DTF nominal % (*)	Déficit (% del PIB)		Tasa de desempleo %
						Fiscal	Cta. Cte.	
Analistas locales	Jul-2003							
Revista Dinero		2,4	6,8	3.080	8,3	(2,8)	(2,1)	15,2
Suvalor-Corfinansura		2,5	6,8	2.950	8,1	(2,3)	n.d.	n.d.
Corfivalle		2,4	6,7	3.015	8,1	(3,0)	(2,1)	15,0
ANIF		2,5	6,8	2.930	8,0	(2,5)	(2,2)	16,2
Fedesarrollo 1/		2,4	7,5	3.114	8,0	(2,6)	(2,0)	15,4
Promedio		2,4	6,9	3.018	8,1	(2,6)	(2,1)	15,5
Analistas externos 2/	Jul-2003							
Goldman Sachs		1,6	5,5	2.612	7,7	(2,4)	(1,6)	15,5
IDEA global		3,3	6,4	2.775	8,0	(2,4)	(2,8)	14,8
J. P. Morgan		2,2	6,3	n.d.	8,8	(2,6)	(1,7)	17,0
Deutsche Bank		2,2	7,0	2.875	8,5	(3,0)	(2,2)	14,0
Promedio		2,3	6,3	2.754	8,3	(2,6)	(2,1)	15,3

n.d. No disponible.

(*) Promedio del año.

Fuente: Analistas e Informe ¿Cómo nos ven afuera?, SMT julio de 2003.

¹ Informe ¿Cómo nos ven afuera?, SMT, a julio 17 de 2003.

Tanto los analistas externos como los locales se reafirman en sus pronósticos de crecimiento para 2003. Los dos grupos consideran que la economía colombiana crecerá este año por encima de la meta del 2% real fijada por el Gobierno de Uribe al comienzo de su administración: Los analistas colombianos son los más optimistas y mantienen el promedio de sus pronósticos en 2,4% igual que el trimestre anterior; los analistas extranjeros corrigieron hacia el alza en 0,1 pp el promedio de sus pronósticos y lo situaron en 2,3% real.

En materia fiscal, los analistas nacionales subieron en promedio su pronóstico del déficit fiscal del sector público consolidado (SPC) a 2,6%, igualando el pronóstico de los analistas extranjeros.

En cuanto a otras variables, conviene resaltar la importante corrección a la baja en el pronóstico de la DTF por parte de los analistas locales de 9,8% hace tres meses a 8,1% en la actualidad. Estos mismos analistas también disminuyeron el pronóstico del nivel de la TRM a finales de 2003 a \$3.018 por dólar de \$3.073 en el informe anterior.

B. PROYECCIONES PARA 2004

El Cuadro 2 presenta en detalle las proyecciones de las principales variables macroeconómicas de los analistas locales y extranjeros para 2004. Ambos tipos de analistas esperan una caída en la inflación para el año entrante que en promedio está entre 0,5 pp y 0,9 pp.

En materia de crecimiento, todos los analistas esperan una aceleración el próximo año, siendo los extranjeros los más optimistas. Finalmente, en cuanto a déficit fiscal, los pronósticos no variaron significativamente frente a los presentados en el informe anterior y en promedio, se prevé una reducción de la brecha fiscal en 2004, frente al dato esperado para 2003.

CUADRO 2
PROYECCIÓN DE LAS PRINCIPALES VARIABLES MACROECONÓMICAS PARA 2004

	Fecha de la proyección	Crecimiento del PIB real %	Inflación IPC %	Tasa de cambio nominal (Fin de)	DTF nominal %	Déficit (% del PIB)		Tasa de desempleo %
					1/ %	Fiscal 2/ %	Cta. Cte.	
Analistas locales	Jul-2003							
Revista Dinero		2,7	6,0	3.295	9,0	(2,5)	(1,9)	14,5
Suvalor-Corfinansura		3,0	6,0	3.098	9,3	(2,5)	n.d.	n.d.
Corfivalle		3,0	6,0	3.160	9,1	(2,5)	n.d.	14,0
ANIF		3,3	6,5	3.061	n.d.	(2,5)	n.d.	n.d.
Fedesarrollo 1/		2,5	7,5	3.363	9,8	(2,5)	(1,7)	13,7
Promedio		2,9	6,4	3.195	9,3	(2,5)	(1,8)	14,1
Analistas externos	2/Jul-2003							
Goldman Sachs		3,5	5,5	2.950	8,0	(2,1)	n.d.	14,5
IDEA global		3,8	5,5	2.875	8,5	(2,2)	(2,6)	13,0
J. P. Morgan		3,3	5,4	3.100	11,3	(2,3)	(1,7)	17,0
Deutsche Bank		3,0	5,0	3.019	9,0	(2,9)	(2,5)	12,0
Promedio		3,4	5,4	2.986	9,2	(2,2)	(2,3)	14,1

n.d. No disponible.

1/ Promedio del año.

2/ El dato del Deutsche Bank hace referencia al déficit del GNC por lo tanto no se incluye en el cálculo del promedio.

Fuente: Analistas e Informe ¿Cómo nos ven afuera?, SMT julio de 2003.

Este Informe fue preparado
por la Subgerencia de Estudios Económicos
del Banco de la República.
Editado y diagramado por la Sección de Publicaciones
Económicas del Departamento de Comunicación Institucional
e impreso por G&M Editores e Impresores Ltda.
en agosto de 2003.