

## LA SITUACIÓN INFLACIONARIA A JUNIO Y SUS PERSPECTIVAS

- ✧ El contexto externo sigue impulsando el crecimiento en Colombia a través de una mayor demanda externa y de términos de intercambio favorables. La actividad económica mundial continuó fortaleciéndose liderada por la economía de los Estados Unidos y, en menor grado, la de Japón y China. En el caso de Venezuela y Ecuador, los principales socios comerciales de Colombia en la región, el crecimiento siguió acelerándose gracias a los elevados precios del petróleo. Para los próximos meses, y en el mediano plazo, se espera que la economía mundial siga expandiéndose a un buen ritmo.
- ✧ En algunos países esta situación ha venido acompañada del resurgimiento de presiones inflacionarias, que aumentan la probabilidad de que los bancos centrales incrementen sus tasas de interés. Hasta el momento, todo hace prever que el alza de las tasas de interés se realizará de manera gradual en el caso de los Estados Unidos, sin afectar significativamente su dinámica de crecimiento, y sin elevar considerablemente los costos de financiamiento de los países emergentes.
- ✧ El dinamismo de la economía mundial y las tendencias favorables de los términos de intercambio han tenido efectos favorables para Colombia, especialmente en materia de exportaciones. El crecimiento de las exportaciones tradicionales se ha acelerado, especialmente por el repunte de las de café, ferroníquel y carbón. Las exportaciones no tradicionales también han registrado un aumento importante gracias a la recuperación de la demanda venezolana, y al buen comportamiento de las de origen industrial dirigidas a los Estados Unidos, no obstante la tendencia de la tasa de cambio real en el primer semestre de 2004. Esta evolución de las exportaciones y las condiciones externas favorables en general han contribuido a un buen dinamismo de los sectores transables, que crecieron 4% en el primer trimestre del año.
- ✧ A nivel interno, tienden a consolidarse la mayor confianza de consumidores e inversionistas y las mejores condiciones de empleo, estimulando la recuperación de la demanda privada, en particular la del consumo. El crecimiento de esta variable en el primer trimestre de este año (4,6%) ha sido el mayor desde 1995. A ello se suman las bajas tasas de interés real y el aumento del ingreso disponible a ritmos aún mayores que los del PIB. En estas condiciones, la demanda interna en los últimos tres trimestres creció en promedio a una tasa anual de 4,8%, por encima del promedio de los últimos 10 años y del que ha tenido la economía desde 1990 (cerca al 3,5%).
- ✧ En este contexto, la inflación al consumidor ha fluctuado alrededor de 6,0%, con algunos sobresaltos transitorios generados por choques de oferta y precios de bienes y servicios regulados. Una vez se excluyen estos choques de oferta, la inflación resultante no presenta modificaciones importantes, lo cual confirma los pronósticos del informe anterior. La inflación básica se mantuvo en niveles ligeramente inferiores al 6,0% durante el segundo trimestre del año, ello sigue obedeciendo a dos tendencias opuestas: por una lado, la reducción de la inflación de transables

gracias a la apreciación acumulada del tipo de cambio y, por otro, el lento incremento de la inflación de no transables, explicado principalmente por el aumento de la inflación de arriendos.

- ✘ Los indicadores disponibles muestran que la economía aún presenta excesos de capacidad productiva y que esta situación probablemente se mantendrá el resto del año. En este sentido, puede afirmarse que las presiones inflacionarias de demanda han permanecido contenidas en el primer semestre de 2004. Sin embargo, dado que la brecha de producto continuará cerrándose, la probabilidad de que surjan dichas presiones deberá ir en aumento. Debe tenerse en cuenta que las estimaciones de la brecha del producto suelen estar acompañadas de un alto grado de incertidumbre. Lo cual obliga a su reestimación periódica en la medida que se incorpora información más reciente.
- ✘ Aunque a nivel global no se observan presiones de costos, éstas sí pueden estar presentes en algunos sectores como la construcción, donde se aceleraron en los últimos meses. Respecto a los salarios, el indicador de costo laboral unitario para la industria no parece indicar presiones sobre los precios.
- ✘ En términos generales no hay indicios fuertes que muestren un repunte de las expectativas inflacionarias durante el primer semestre de 2004. Aún así, la tendencia decreciente que venían registrando después del importante aumento que tuvieron en 2002 y 2003, parece haberse moderado o incluso detenido.
- ✘ De otro lado, la apreciación de la moneda en lo corrido del año, se explica por la mejora en los términos de intercambio, el dinamismo de la demanda externa y por mayores flujos de capital públicos y privados. Estos factores probablemente estarían presentes en los próximos trimestres y, eventualmente, harían posible una depreciación moderada en 2005. En este contexto, la Junta Directiva del Banco de la República consideró conveniente reforzar la posición de liquidez externa del país a través de la intervención en el mercado cambiario, efectuando subastas de acumulación de divisas por US\$850 millones (m) entre abril y julio del presente año, de las cuales se ejercieron US\$600 m. Dicha intervención ha sido coherente con la postura de la política monetaria, en la medida que no se ha traducido en cambios indeseados de las tasas de interés del Banco.
- ✘ Como se desprende de las anteriores consideraciones, la situación actual y las perspectivas de la macroeconomía no distan sustancialmente del diagnóstico presentado en el pasado informe trimestral. Las principales diferencias tienen relación con la existencia de choques de oferta mayores que lo esperado en 2004, y con la proyección de un menor tipo de cambio en 2004 y 2005. El pronóstico de inflación no varía significativamente respecto al del informe anterior debido a que los efectos de estas dos innovaciones se compensan en 2005. Para 2004, sin embargo, la inflación este año terminaría muy cerca del techo del rango-meta.
- ✘ En el informe anterior se afirmaba que las perspectivas de la inflación para el mediano y largo plazos dependían de dos factores fundamentales: la evolución de la tasa de cambio y la velocidad de cierre de la brecha del producto. Aunque el informe actual sugiere que estos dos factores siguen siendo importantes, la presencia de choques de precios regulados y de alimentos mayores que lo esperado sugiere prestar especial atención a la evolución futura de las expectativas de inflación.
- ✘ El aumento en el pronóstico de inflación para diciembre de este año, debido a los mayores ajustes de precios de alimentos y regulados, podría hacer que las expectativas de inflación permanecieran en niveles cercanos a 6,0% incluso durante una parte de 2005. A ello se suma una reducción prevista en los excesos de capacidad productiva en los próximos trimestres y posibles

incrementos en los costos de producción por los mayores precios de las materias primas importadas.

- ✦ En este contexto, el modelo central de pronóstico mantiene los requerimientos de aumento en las tasas de interés hacia el futuro, para evitar que la inflación supere el 6,0% y para facilitar su convergencia a las metas de largo plazo. El quiebre en las tendencias de las tasas domésticas estaría acorde con el nuevo escenario internacional y con el proceso de normalización de la actividad productiva. Dada esta senda de tasas de interés, el modelo central del Banco proyecta una inflación decreciente para 2005 y 2006. Estos pronósticos de largo plazo suponen que la inflación de alimentos converge a la inflación sin alimentos a finales del próximo año, y no contemplan el efecto de una posible modificación al régimen del IVA en 2005.
- ✦ Como es usual, hay considerables riesgos que afectan los anteriores pronósticos: en 2004 la apreciación podría exceder la prevista en el escenario central contribuyendo al logro de una inflación más baja en este año, mientras que en 2005 el sesgo podría ser hacia una mayor depreciación, dados los riesgos que pesan sobre la inflación mundial y las tasas externas. La brecha podría cerrarse más rápido de lo previsto como lo sugieren los datos más recientes sobre la actividad real. Se debe señalar que aunque la estimación del nivel actual de la brecha de producto es incierta, en el informe actual se le asigna la misma probabilidad a que puede estar subestimada o sobre-estimada. Además, algunos aumentos de precios en lo que resta de 2004 pueden ser mayores que los esperados, especialmente de alimentos y combustibles. Finalmente, los costos de producción podrían aumentar más de lo previsto, tanto por mayores precios internacionales como la posible aparición de cuellos de botella en algunos sectores.
- ✦ Con base en este balance de riesgos, puede afirmarse que la inflación para finales 2004 tiene una menor posibilidad de situarse por debajo de 6,0% que hace un trimestre. Sin embargo, la probabilidad de que la inflación se sitúe por debajo de 5,5% para 2005 aumentó ligeramente con respecto a los resultados anteriores.
- ✦ Tomando en cuenta las anteriores consideraciones, la Junta Directiva del Banco de la República mantuvo inalteradas sus tasas de interés de intervención durante el segundo trimestre de 2004. Si bien la Junta confía en el cumplimiento de la meta de inflación de este y el próximo año, seguirá atenta a la evolución de los precios en los meses siguientes para adoptar las medidas que sean necesarias. De la misma manera, buscará que la postura de su política monetaria esté acorde con el nuevo escenario internacional y el proceso de normalización de la actividad productiva.

Junta Directiva del Banco de la República