

LA SITUACIÓN INFLACIONARIA EN DICIEMBRE Y SUS PERSPECTIVAS

- ✦ En 2004 se cumplió la meta de inflación de 5,5% y la inflación sin alimentos se redujo sustancialmente. La disminución de ésta última estuvo relacionada con los siguientes factores:
 - ✦ La apreciación del tipo de cambio y su efecto sobre la reducción de la inflación de bienes transables.
 - ✦ La ausencia de presiones importantes de demanda, lo cual frenó la aceleración de la inflación de bienes y servicios no transables durante el segundo semestre de 2004
 - ✦ La reducción de las expectativas de inflación.
 - ✦ La ausencia de presiones de costos importantes.
- ✦ Los anteriores factores neutralizaron el efecto alcista de los precios de los combustibles y de los precios de bienes y servicios regulados sobre la inflación sin alimentos. La reducción de la inflación y el logro de la meta han contribuido a la baja de las expectativas de inflación.
- ✦ Desde septiembre de 2004 han habido dos cambios importantes en la situación macroeconómica frente a lo previsto inicialmente: una mayor apreciación cambiaria y una brecha de producto posiblemente más amplia.
- ✦ La intensificación de la apreciación nominal del peso llevó a su apreciación real, no sólo contra el dólar sino también frente a las distintas canastas de monedas relevantes. Esta aceleración de la apreciación en el cuarto trimestre se explica fundamentalmente por entradas de capital distintas de la inversión extranjera directa (IED). Este fenómeno hace parte de un debilitamiento global del dólar y de movimientos de capitales privados hacia las economías emergentes.
- ✦ Desde el cuarto trimestre de 2004 y para 2005, el contexto externo se ha vuelto mucho más incierto. Si se supone un escenario sin correcciones abruptas en el déficit externo de los Estados Unidos, es posible que se presenten aumentos graduales en las tasas de interés de corto plazo de dicho país, salidas de capital privado de esa economía (acompañadas de un debilitamiento continuado del dólar), y reducciones moderadas en el crecimiento mundial y en los precios de los productos básicos.
- ✦ Es posible que el peso registre una depreciación en 2005 respecto a los valores observados a finales de 2004. No obstante, el comportamiento del tipo de cambio en 2005 es, en particular incierto debido a la volatilidad del contexto internacional.

- ✦ El escenario de tasa de cambio para 2006 y para el mediano plazo es más difícil de prever. Por una parte, es factible una depreciación nominal y real del peso por el deterioro en la cuenta corriente que resultaría de la caída de los precios y las cantidades exportadas de petróleo. Por otra parte, existe una gran incertidumbre acerca del comportamiento de los flujos de capital. En un escenario donde se mantenga la entrada de flujos de capital a ritmos mayores o iguales a los registrados en 2004, es posible que se observen déficits en cuenta corriente mayores que los presentados en los últimos años.
- ✦ En el tercer trimestre la economía creció 2,4%, muy por debajo de lo esperado y del crecimiento observado desde mediados de 2003 (superior a 4%). El menor crecimiento pudo obedecer, en parte, a fenómenos transitorios como el paro de transporte del mes de septiembre (que se prolongó hasta octubre), la reducción de la oferta cafetera y de la producción de oro y níquel, y un menor número de días hábiles (que suele reducir la producción industrial). Así mismo, se presentó una baja inversión en obras civiles. Sin embargo, el menor crecimiento económico también estuvo acompañado de una desaceleración del consumo que no permite descartar un debilitamiento de la demanda de carácter más prolongado.
- ✦ La rápida expansión de la inversión en los últimos años sugiere una expansión del producto interno bruto (PIB) potencial de la economía. El debilitamiento observado de la demanda y la probable expansión del “PIB potencial”, sugieren que la “brecha del producto” pudo haberse ampliado a finales de 2004, reduciendo las presiones inflacionarias.
- ✦ La estabilización de la inflación de no transables en el segundo semestre de 2004 (luego de haber venido creciendo en el primer semestre del año) es coherente con la hipótesis de una ampliación de la brecha de producto, aunque también puede ser el resultado de una reducción en las expectativas de inflación.
- ✦ El comportamiento de la tasa de cambio en 2004 y su evolución esperada en 2005, la posible ampliación de la brecha del producto y la baja en las expectativas de inflación serían coherentes con el logro de la meta de inflación de 2005 (entre 4,5% y 5,5%), y con el rango anunciado para 2006 (entre 3,5% y 5,5%), en presencia de una senda de tasas de interés inferior a la contemplada en informes anteriores.
- ✦ Así lo confirman los pronósticos de inflación, incluso teniendo en cuenta varios choques de precios que pueden tener lugar en 2005, como el ajuste del impuesto al valor agregado (IVA) de 7% a 10% sobre algunos productos de la canasta familiar, los incrementos posiblemente superiores a la inflación en los precios de los combustibles y de los bienes y servicios regulados, como también la probable ocurrencia de un fenómeno de El Niño moderado.
- ✦ La Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) ha expresado su preocupación con la tendencia a la apreciación real de la moneda por su posible efecto negativo sobre la producción de algunos sectores transables y sobre la evolución de la cuenta corriente de la balanza de pagos. El deterioro en esta última podría conllevar en el futuro la necesidad de ajustes abruptos de la tasa de cambio ante una reversión en los flujos de capitales que llegan a las economías emergentes, con efectos perversos sobre la inflación y la actividad productiva.
- ✦ Con base en estas consideraciones, en el último trimestre del año la JDBR continuó implementando políticas que contribuyeran a mitigar el grado de apreciación del tipo de cambio:

- ✘ En el cuarto trimestre de 2004 el Banco de la República acumuló reservas internacionales por US\$1.503 millones (m), a través de compras discrecionales. Este monto corresponde al 52% del total de reservas internacionales acumuladas durante el año.
- ✘ El 17 de diciembre de 2004 la JDBR redujo en 25 puntos básicos (pb) sus tasas de interés de intervención, las cuales quedaron en 6,5% para las subastas de expansión, y 5,5% para las subastas de contracción.
- ✘ El 21 de diciembre la JDBR cerró sus ventanillas de contracción (subasta y lombarda) y ratificó su decisión de intervenir discrecionalmente en el mercado cambiario.
- ✘ A pesar de la mayor compra de dólares, la expansión monetaria ha sido coherente con el programa monetario, contribuyendo a ello la disminución del saldo de repos netos y el aumento en los depósitos del Gobierno en el Banco de la República.
- ✘ Las anteriores medidas han inducido una caída de cerca de 50 pb en la tasa de interés interbancaria (TIB) desde finales del año, de los cuales 25 pb se explican por la reducción de las tasas de intervención del Banco de la República.
- ✘ La posibilidad de mantener la actual postura de la política monetaria en los próximos trimestres dependerá, fundamentalmente, del comportamiento observado y el esperado de la tasa de cambio y la demanda agregada.
- ✘ Si se previera que en 2006 continuará la entrada de capitales sin un cierre acelerado de la brecha del producto, sería factible mantener la actual postura de la política monetaria y cumplir las metas de inflación. Por otra parte, si se espera una depreciación alta en 2006 (por menores flujos de capitales), se dificultaría mantener los niveles actuales de las tasas de interés de corto plazo y alcanzar el objetivo de inflación en 2006.
- ✘ Por el momento, se espera un escenario internacional caracterizado por un ajuste gradual del déficit externo de los Estados Unidos que no implique cambios abruptos en el crecimiento mundial, los precios de los productos básicos, o los flujos de capitales hacia los mercados emergentes. En este contexto, si se mantiene una política fiscal conducente hacia una reducción de la relación deuda a PIB, cabría esperar que no se presenten reversiones fuertes de capitales externos hacia Colombia.
- ✘ Los datos y consideraciones anteriores sugieren la posibilidad de mantener inalteradas las tasas de interés en los próximos meses. No obstante, como se ha señalado repetidamente, existe gran incertidumbre en varios aspectos relevantes como la brecha del producto y el contexto internacional, por lo cual es necesaria una revisión macroeconómica frecuente de la situación y también del pronóstico macroeconómico.
- ✘ Cambios sustanciales en el pronóstico o la situación de la macroeconomía pueden conducir a modificaciones importantes en la postura de la política monetaria.