



Banco de la República
Colombia

**SITUACION ACTUAL
Y PERSPECTIVAS
DE LA ECONOMIA
COLOMBIANA**

JOSÉ DARÍO URIBE
GERENTE TÉCNICO – BANCO DE LA REPÚBLICA
AGOSTO DE 2004

CONTENIDO

- I. Estrategia monetaria
- II. ¿Dónde estamos con relación a los objetivos?
- III. ¿Qué hacer? Consideraciones conceptuales.
- IV. Inflación básica, precios regulados y expectativas de inflación.

CONTENIDO

- V. Tasa de cambio e inflación de transables.
- VI. Perspectivas de crecimiento, brecha del PIB y la "tasa neutral de interés".
- VII. Conclusiones

I. ESTRATEGIA MONETARIA

A. OBJETIVOS

1. Inflación

2004: 5% - 6%

2005: 3.5% - 5.5%

L.P.: 2% - 4%

2. Brecha de producto

⇒ Estabilidad de precios con el fin de lograr el máximo crecimiento económico sostenible.

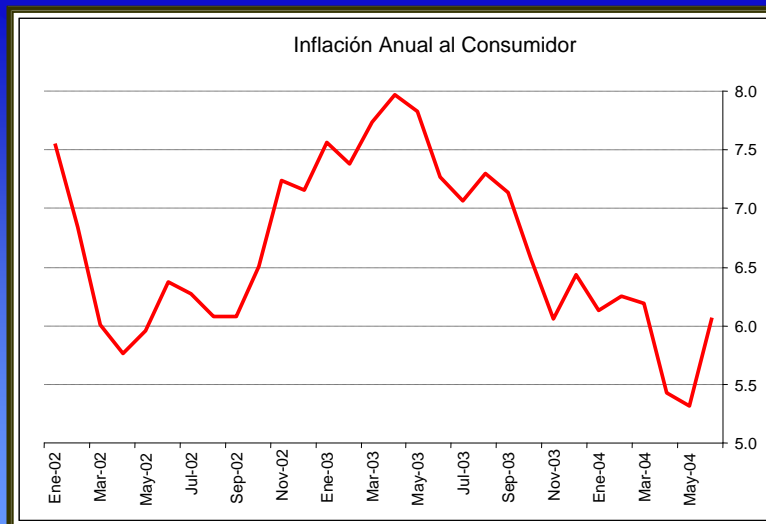
B. INSTRUMENTO

La tasa de interés de intervención del BR.

⇒ El nivel y cambio de estas tasas afecta la producción y los precios con rezagos "largos y variables". La política monetaria debe siempre tener en cuenta que estos rezagos existen.

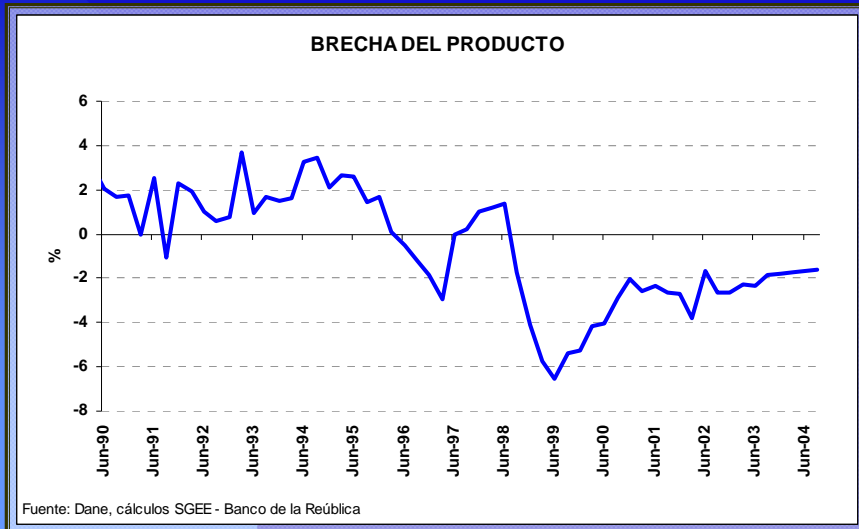
II. ¿DONDE ESTAMOS CON RELACION A LOS OBJETIVOS?

La inflación supera levemente la meta de
2004

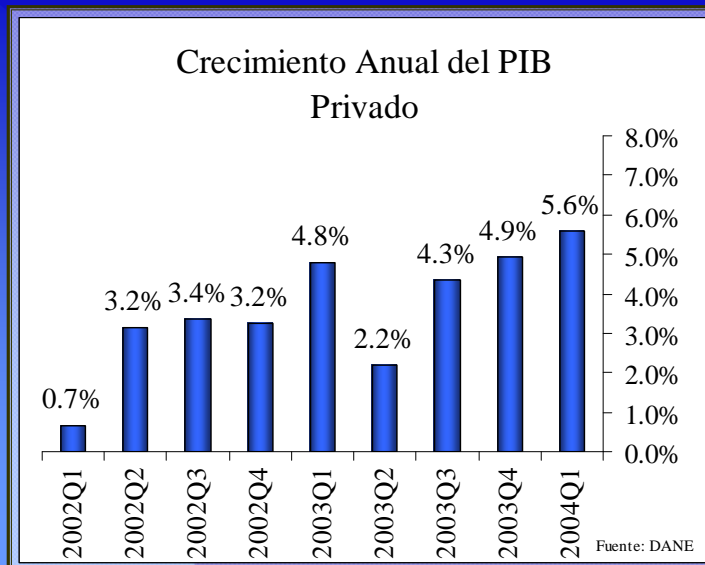


Y parece estar subiendo, alejándose del rango 3.5 - 5.5%
del 2005

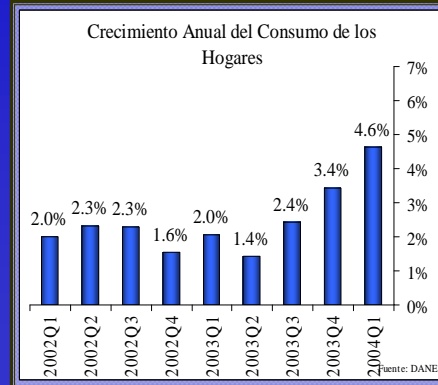
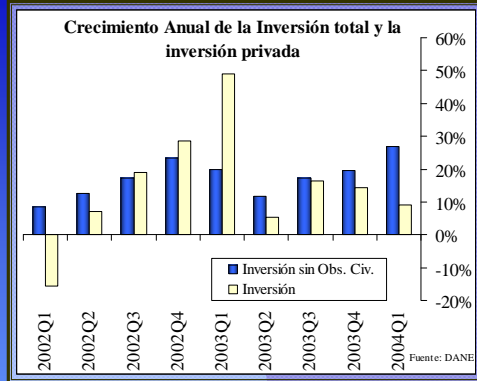
...Y la brecha del PIB parece estar cerrándose lentamente



En la medida que el crecimiento del PIB privado se acelera

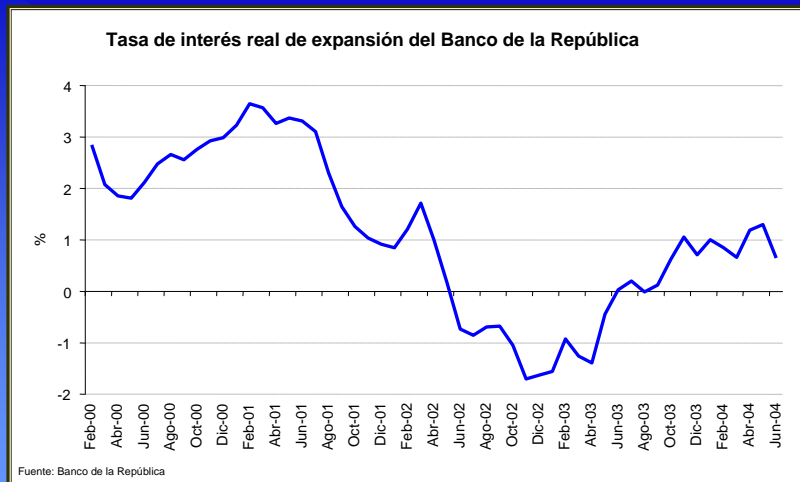


Impulsado inicialmente por la inversión privada



Y ahora también por el consumo de las familias

Todo lo anterior, al tiempo que la tasa de interés real del BR está en un nivel históricamente bajo



...siendo, entonces, especialmente expansiva la postura de la política monetaria

III. ¿QUE HACER? CONSIDERACIONES CONCEPTUALES

El comportamiento de la inflación pareciera sugerir que la inflación se está desviando de las metas y que la JDBR debería subir las tasas. La decisión, sin embargo, es mucho más compleja.

Veamos

PRIMERO

El incremento de la inflación total puede indicar:

- Una tasa más alta de incrementos sostenidos en el nivel de precios.
- Variaciones no sistemáticas (ruidos) del nivel de precios.

Por lo tanto, es necesario analizar con cuidado el comportamiento y perspectivas de los indicadores de inflación básica.

SEGUNDO

Existe un alto grado de incertidumbre (imprecisión) en las medidas de brecha del PIB.

- El PIB potencial es una variable no observada.
- No siempre todas las metodologías de cálculo ofrecen señales en la misma dirección.

Por lo tanto, la forma de enfrentar este tema es analizar los datos disponibles y luego formar un "escenario básico" de la economía en los próximos dos años. Si se concluye que en este periodo la economía se mueve hacia su senda de crecimiento sostenido, se debe comenzar a cambiar la postura de la política monetaria hacia una posición neutral.

MAS ESPECIFICAMENTE

En la medida que la economía se mueve hacia su senda de crecimiento sostenido, el estímulo monetario debe tender a reducirse a cero (posición neutral), dándose de esa forma una reducción progresiva del grado de estímulo de la política monetaria a la economía (no una posición contractiva).

Por lo tanto, una posición neutral de la política monetaria se refleja en tasas de interés reales coherentes con que el producto y el empleo se sitúen en sus niveles potenciales. Estas tasas cambian en el tiempo (fluctúan) y tienden a mantener la inflación estable, por lo cual un país que tenga una inflación unos pocos puntos superiores a su meta de largo plazo necesita una política monetaria altamente creíble.

TERCERO

No solo la brecha del PIB importa, sino también las expectativas de inflación y el comportamiento de los costos.

- Las expectativas de inflación se "auto-actualizan". Cuando la gente espera una determinada tasa de inflación tiende a comportarse de forma tal que valida esa misma tasa.

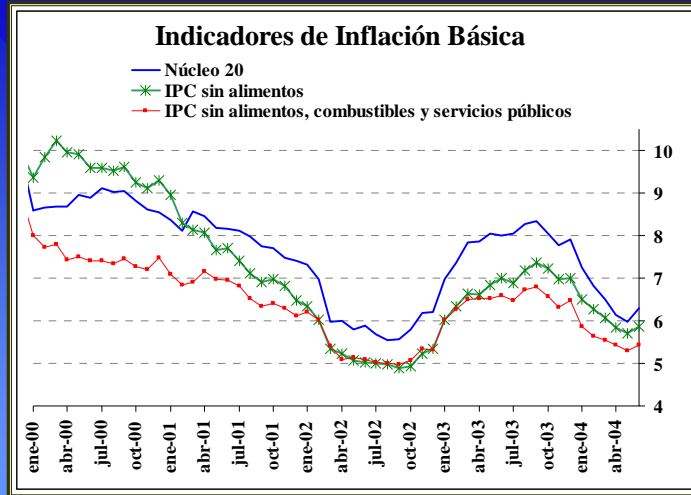
- Los incrementos en los precios de materias primas pueden anticipar aumentos de la inflación en una cadena inflacionaria con origen de oferta.
- La tasa de cambio se "transfiere" a los precios al consumidor, traslado que usualmente no es total y tiene rezagos.

PLAN

1. Medidas de inflación básica, precios regulados y expectativas de inflación.
2. Tasa de cambio e inflación de transables.
3. Brecha y comportamiento futuro del PIB.

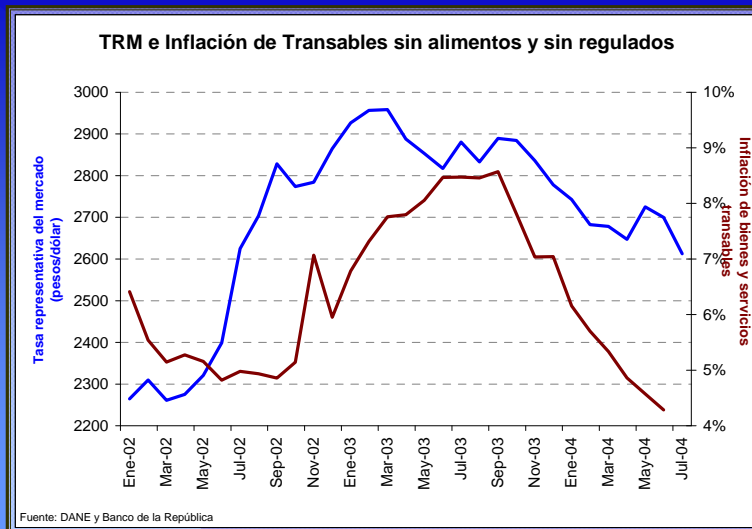
IV. MEDIDAS DE INFLACION BASICA, PRECIOS REGULADOS Y EXPECTATIVAS DE INFLACION

Las medidas de inflación básica subieron el último mes y se sitúan en niveles de 5.5%, o más



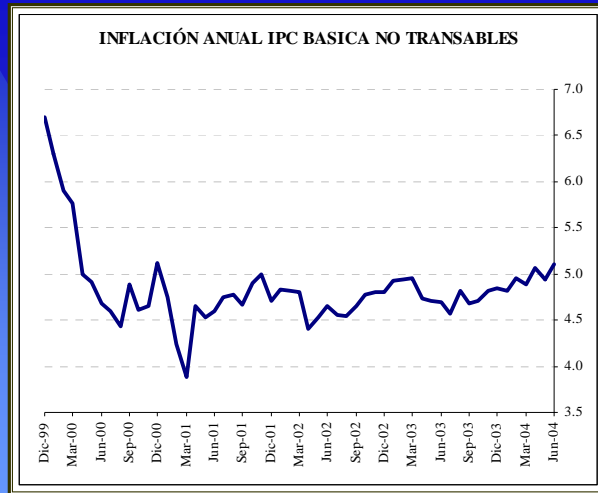
En parte, porque los indicadores no "filtran" la totalidad de los efectos directos de los precios regulados

...Es así como la inflación básica de transables sigue cayendo y se sitúa ahora alrededor de 5%

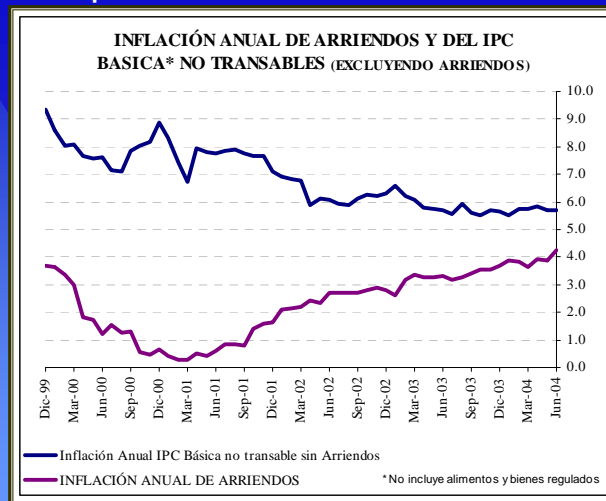


Reflejando el impacto de la apreciación del peso...

...y la básica no transable aumenta lentamente y supera el 5%.

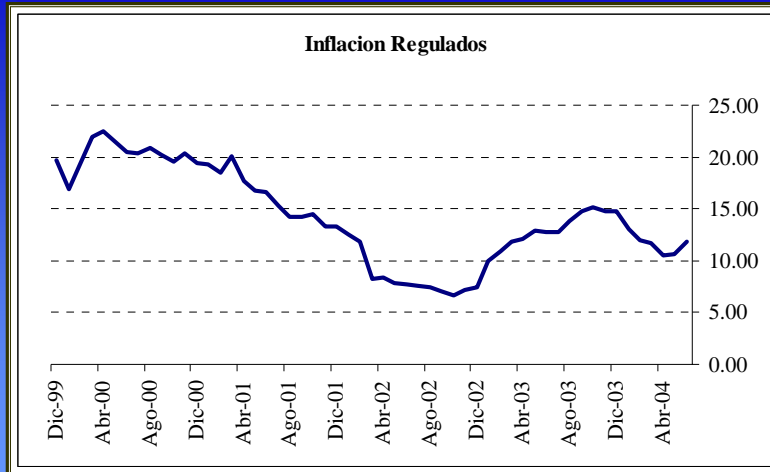


...como resultado del comportamiento del precio de los arrendamientos



...que aumentan gradualmente, pero de manera persistente, desde principios de 2001

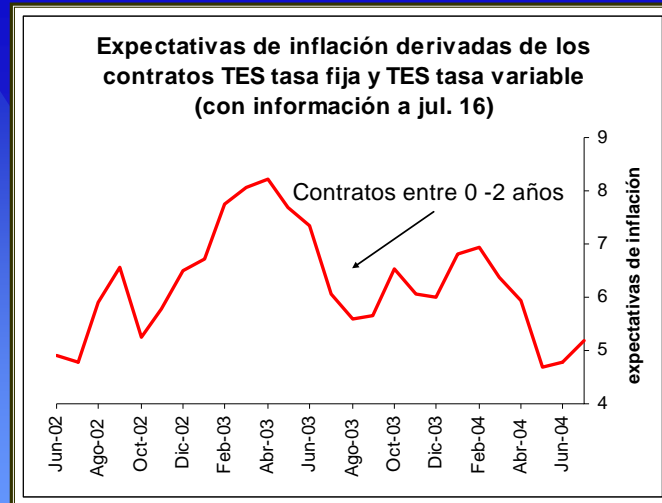
Por su parte, la inflación de precios regulados, en los dos últimos años, ha superado el 10%



...y por lo tanto no es claro que todos estos aumentos sean "variaciones no sistemáticas" de IPC

...y pueden volverse fuente de inflación si la autoridad monetaria "acomoda" esos incrementos, o si los aumentos en los precios regulados se transfieren a las expectativas de inflación.

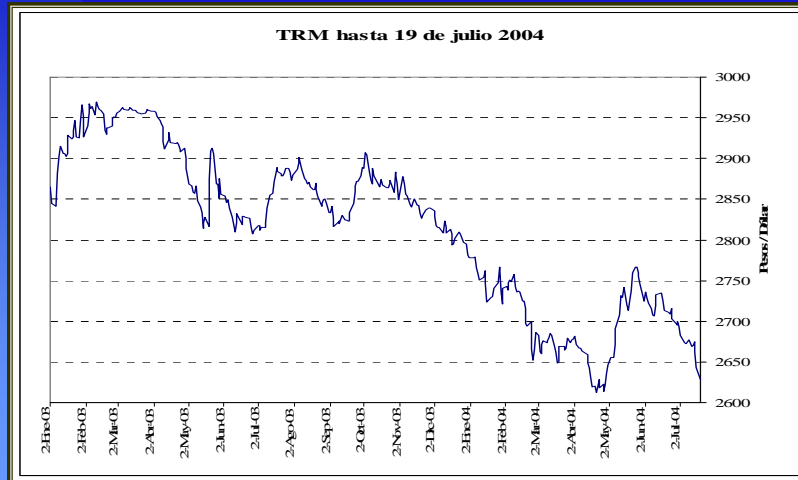
Del mercado de TES se derivan unas expectativas de inflación bajas, pero subiendo



...y las encuestas de expectativas sugieren inflaciones cercanas al 6% al finalizar este año y estabilidad a esos niveles en 2005

V. TASA DE CAMBIO E INFLACION DE BIENES TRANSABLES

La reducción de la inflación de bienes transables se explica por la apreciación del peso ...



...lo cual tiene que ver con un comportamiento favorable del sector externo: i) Mayor crecimiento de la economía mundial...

EVOLUCIÓN DE LOS PRONÓSTICOS DE CRECIMIENTO					
	Observado	6 de julio de 2004		5 de abril de 2004	
	2003	2004	2005	2004	2005
Países Desarrollados					
Estados Unidos	3,1	4,7	3,8	4,6	3,7
Zona del Euro	0,5	1,6	2,4	1,8	2,5
Japón	2,3	4,1	1,8	2,8	1,6
América Latina					
Argentina	8,7	7,5	4,0	6,7	4,1
Brasil	-0,2	3,4	3,4	3,4	3,6
Chile	3,3	5,0	5,0	4,7	5,1
México	1,3	3,8	3,6	3,2	3,6
Perú	4,0	4,2	4,1	3,9	3,8
Ecuador	2,8	4,9	3,9	4,7	3,8
Venezuela	-9,2	8,6	4,1	7,1	4,2
Colombia	3,7	4,0	4,0	3,7	3,8

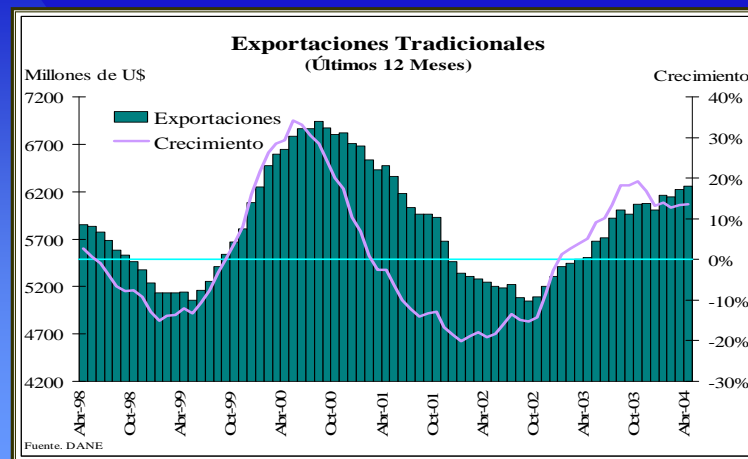
Fuente: DATASTREAM

...que se refleja en mejores términos de intercambio para el país, ...

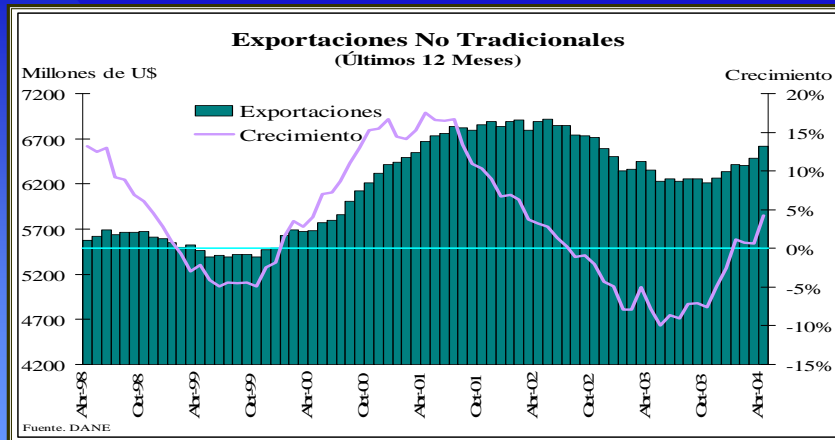
Precios de productos colombianos de exportación

	2002	2003	Proyección 2004 (anterior)	Proyección 2004 (actual)
Petróleo WTI (US\$/barril)	24,2	29	31,2	34,14
Carbón (US\$/tm)	30,8	28,1	31,6	38,28
Níquel (US\$/libra)	1,1	1,4	1,9	1,94
Café (centavos US\$/libra)	0,7	0,7	0,7	0,79
Oro (US\$/onza)	310,2	362,5	423,8	393,5

...mayores volúmenes y valores de las exportaciones tradicionales, ...

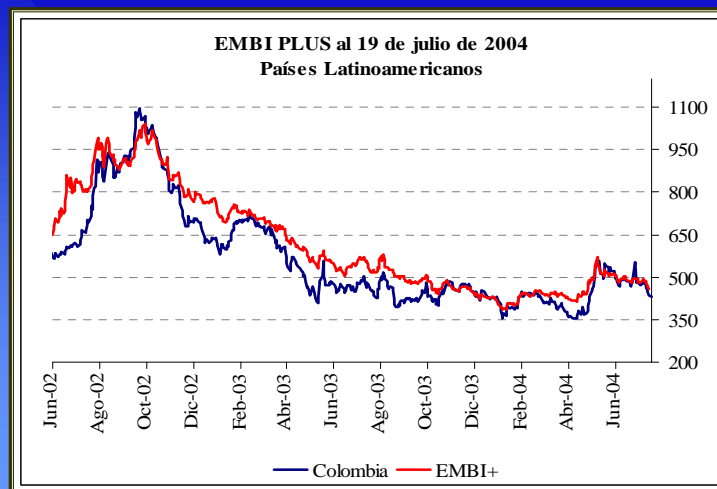


...y mejor desempeño de las exportaciones no tradicionales



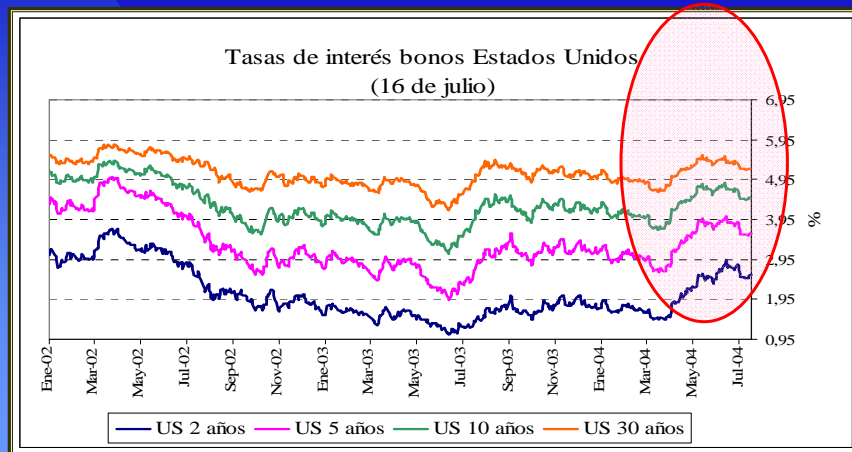
Tanto por el crecimiento de las exportaciones industriales a EEUU, como por la recuperación de la economía venezolana

ii) El costo del endeudamiento externo para Colombia y otras economías emergentes se ha reducido desde el año anterior...

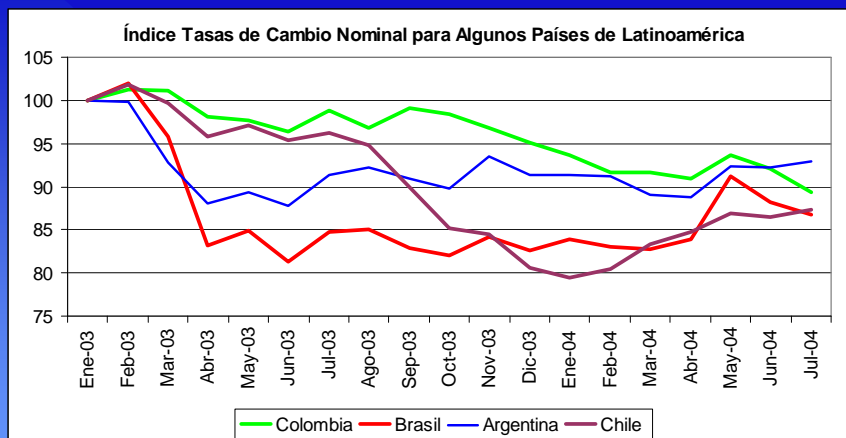


... aunque en los últimos meses las primas de riesgo soberano experimentaron un leve repunte debido al aumento de las tasas de interés del FED.

No obstante, las tasas de interés externas continúan siendo históricamente bajas y se espera un ajuste gradual hacia sus niveles de equilibrio de largo plazo...



En conclusión, factores externos explican en buena medida la apreciación de las monedas latinoamericanas



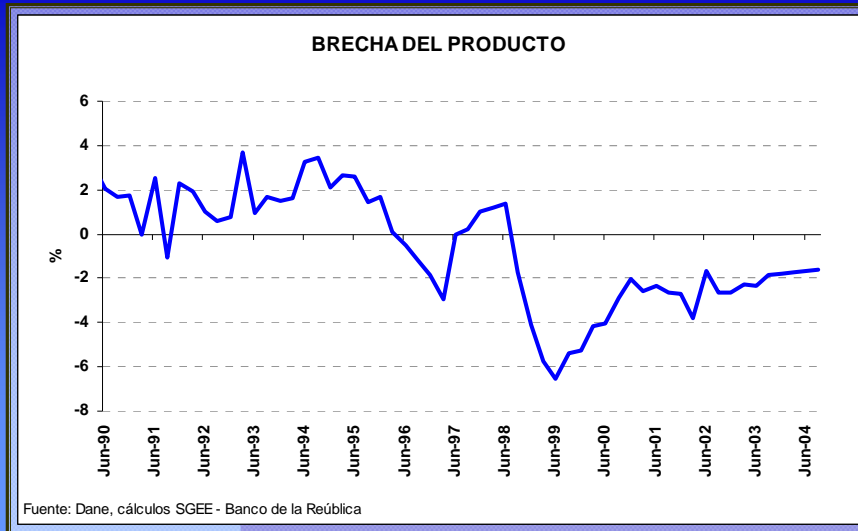
...y esta tendencia no parece que fuera a cambiar en el futuro cercano

La apreciación:

- Reduce las presiones inflacionarias al disminuir el incremento en los precios de los bienes transables.
- Afecta negativamente la rentabilidad de la producción de bienes transables, en especial la de los sectores menos competitivos.

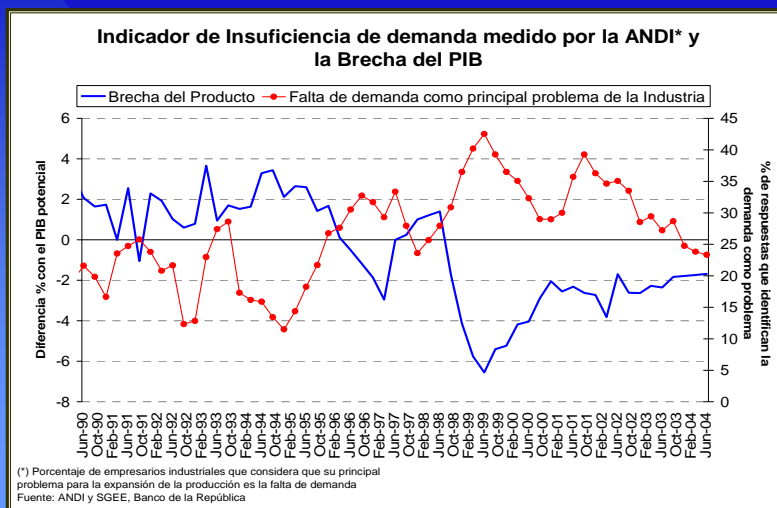
VI. PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO, BRECHA DEL PIB Y LA "TASA NEUTRAL DE INTERES"

Como decíamos al principio, la brecha del PIB parece estar cerrándose lentamente

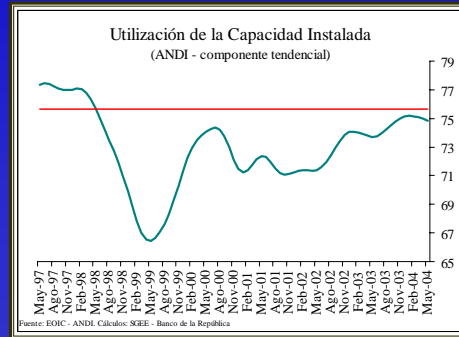
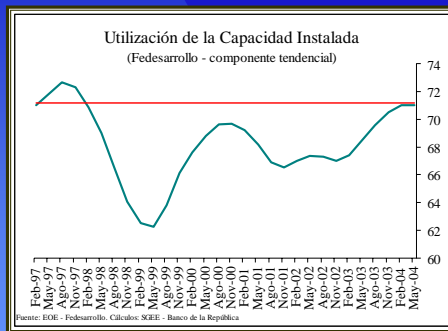


...aunque este cálculo es impreciso

Sin embargo, el indicador de brecha es coherente con la evolución del indicador de insuficiencia de demanda en la industria



...y, también, con unos indicadores de utilización de capacidad que están en niveles cercanos a su promedio histórico

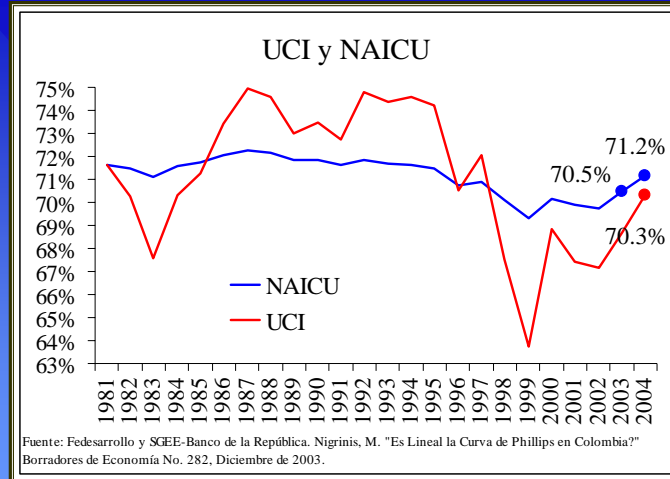


...más aún, cuando se desagrega por sectores, la utilización en algunas ramas de la industria está muy por encima del promedio histórico

Sectores	UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA (Porcentaje)					
	Noviembre		Febrero		Mayo	
	2003	Prom. 91-04	2004	Prom. 91-04	2004	Prom. 91-04
Bebidas	40.0	68.1	70.0	59.6	75.0	64.8
Metálicas básicas	75.0	71.5	64.5	69.4	79.3	70.8
Maq. exc. la eléctrica	63.3	64.9	66.9	64.2	69.4	63.5
Sustancias químicas industriales	79.6	75.2	76.8	71.9	79.7	74.2
Prod. metálicos exc maquinaria	71.1	64.9	70.8	63.8	66.4	62.1
Cueros y sus manuf, calzado	67.1	74.1	68.9	65.0	71.7	68.1
Vidrio,porcelana,loza,barro.	68.0	77.0	70.0	74.6	80.0	76.6
Equipo eléctrico y electrónico	61.7	65.3	67.3	64.7	67.5	64.8
Textiles	77.4	79.0	72.6	76.9	75.6	74.2
Papel y cartón	80.0	74.7	71.4	72.8	77.5	76.2
Otros productos químicos	71.4	74.2	68.7	71.4	72.1	71.2
Tabaco	65.0	51.7	60.0	53.7	55.0	55.1
Productos plástico	71.6	73.8	79.4	73.8	71.9	72.1
Cemento y otros no metálicos	58.9	67.2	62.5	66.7	65.4	66.3
Productos de caucho	65.0	68.5	67.1	69.9	62.9	64.0
Equipo y material de transporte	73.2	69.6	65.7	67.6	65.3	66.7
Madera y manuf, muebles	62.9	69.8	68.5	68.7	64.4	66.5
Otras manufacturas	60.0	70.2	58.3	62.9	66.0	69.1
Alimentos	73.2	75.7	73.8	73.2	71.0	74.5
Imprentas y editoriales	72.9	72.2	67.2	67.4	65.0	68.6
Petróleo y sus derivados	80.0	79.9	80.0	80.5	80.0	83.7
Confecciones	65.4	76.0	64.2	66.4	62.5	67.6
Total	71.2	72.5	70.4	69.6	70.3	69.8

Fonte: Fedesarrollo, cálculos Banco de la República

...no siendo extraño el resultado que se observa en el siguiente gráfico

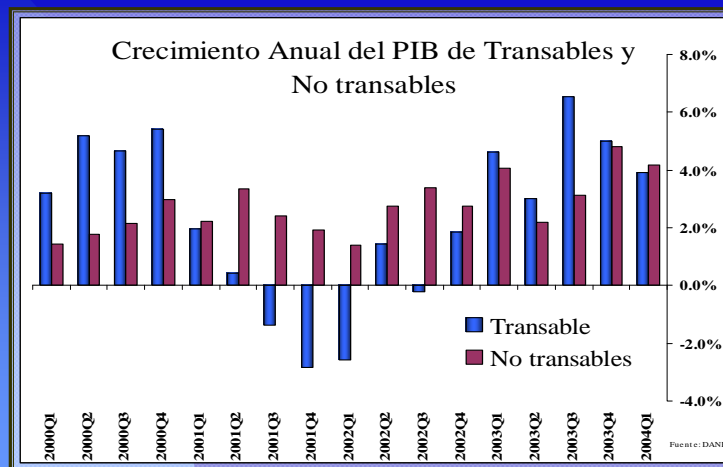


...donde el NAICU es una estimación de la tasa de utilización de capacidad por encima de la cual la inflación debe tender a aumentar

- Según lo anterior, no parece aventurado afirmar que algunos sectores de la economía colombiana pueden estar operando en niveles cercanos a su capacidad productiva.
- Más aún, no debemos olvidar que la inflación no es un proceso que de manera repentina cambia cuando la economía usa todo su potencial. Las presiones inflacionarias surgen en la medida que la economía se aproxima a su capacidad potencial.

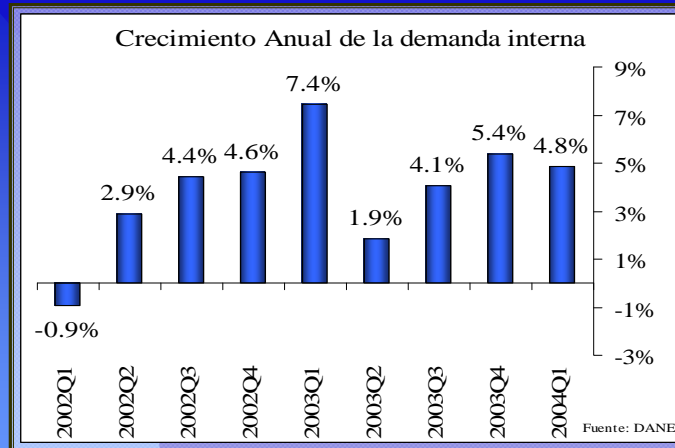
En otras palabras, a medida que la economía se expande, cuellos de botella se forman en algunos sectores y los precios de esos productos comienzan a aumentar a un mayor ritmo. Si estos incrementos pueden ser pasados al consumidor final, el proceso descrito se traduce en una mayor tasa de inflación.

Consideraciones que toman mayor relevancia si se tiene en cuenta que este año el crecimiento del PIB puede superar el 4%.



En el primer trimestre de 2004 creció 4%, y el PIB privado, más de 5%.

Impulsado por el crecimiento de la demanda interna

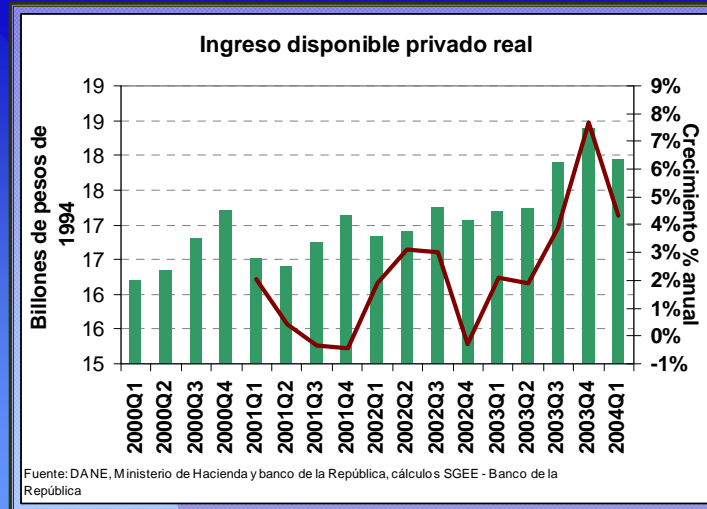


...que muy probablemente está creciendo por encima de la expansión de la capacidad productiva

Y a diferencia de lo que ocurrió a comienzos de 2003

- Las expectativas de los consumidores y empresarios son altamente positivas.
- El consumo de los hogares se ha acelerado y las condiciones de empleo mejoran.
- La situación externa es mucho más favorable.

Y el ingreso disponible real del sector privado aumenta a tasas altas ...



...en parte por el efecto positivo sobre el ingreso nacional de mejores términos de intercambio.

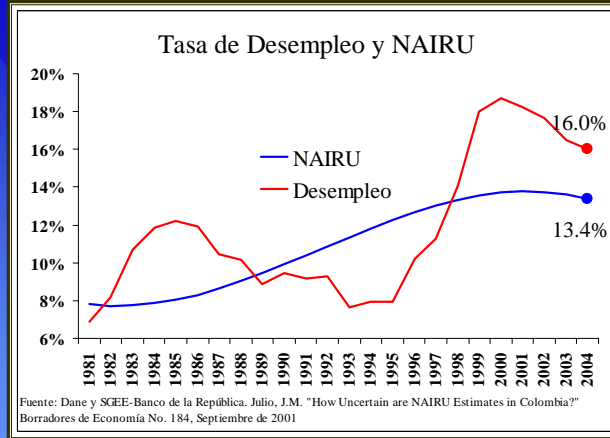
Con lo cual es de esperar para este año un fuerte dinamismo de la actividad productiva y, si no hay fuertes choques negativos en el futuro cercano, el dinamismo se mantendrá en el 2005. Todo esto hace razonable pensar en que las tasas de interés se muevan en el futuro hacia un nivel que refleje una posición "neutral" de la política monetaria (se haga menos expansiva).

Donde la velocidad de convergencia de las tasas de interés a niveles "neutrales" es función, entre otros, de los siguientes factores:

- El crecimiento del gasto agregado.
- El comportamiento de las expectativas de inflación.
- El efecto de la inversión sobre la capacidad productiva.

- El grado de obsolescencia del acervo de capital (en parte relacionado con el cambio técnico)...y por qué no, del trabajo.
- El tamaño de los rezagos de la política monetaria.
- La velocidad e intensidad del ajuste de las tasas externas.

Y por último, el comportamiento del mercado laboral



...donde el desempleo todavía supera cualquier medida razonable de tasa natural

VII. CONCLUSION

- Hasta el momento, todo parece indicar que es alcanzable una meta de reducción gradual en la inflación con crecimiento económico alto y sostenido.
- Parte de la tarea descrita en el numeral anterior se basa en que la JDBR realice un traslado exitoso de una situación de fuerte estímulo monetario a otra de neutralidad monetaria.

- Si la economía se comporta como se espera ahora, con crecimientos del PIB superiores al 4%, expectativas de inflación controladas y tasas externas sin grandes cambios, muy probablemente la JDBR podrá actuar de manera mesurada hacia la "normalización" de la postura monetaria.

- El movimiento específico de tasas de intervención dependerá de cómo se comporte la economía en el futuro. Esto es altamente impredecible. El Banco tendrá cautela de no golpear negativamente el proceso de recuperación ni permitir presiones inflacionarias indeseadas. Encontrar ese balance es el reto actual de la política monetaria.

- Pero nunca se debe olvidar que la política monetaria opera en un ambiente determinado por otros; por ejemplo,
 - Los mercados internacionales.
 - La política fiscal