



# INFORME SOBRE INFLACIÓN

---

SEPTIEMBRE DE 2004

BANCO DE LA REPÚBLICA

BOGOTÁ, D.C., COLOMBIA

ISSN - 1657 - 7973



# CONTENIDO

ÍNDICE DE GRÁFICOS Y CUADROS	4
RESUMEN: LA SITUACIÓN INFLACIONARIA EN SEPTIEMBRE Y SUS PERSPECTIVAS	7
I. SITUACIÓN ECONÓMICA ACTUAL	15
A. CONTEXTO EXTERNO, TIPO DE CAMBIO Y PRODUCCIÓN DE BIENES TRANSABLES	15
B. DEMANDA INTERNA Y PRODUCCIÓN DE NO TRANSABLES	24
C. FACTORES DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN	26
D. SITUACIÓN INFLACIONARIA EN EL TERCER TRIMESTRE	30
RECUADRO 1: DISTRIBUCIÓN DE LOS AJUSTES DE INFLACIÓN EN UN AÑO	33
II. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS	38
A. CONTEXTO EXTERNO	38
B. DEMANDA INTERNA Y CRECIMIENTO ECONÓMICO	43
C. PRONÓSTICO DE INFLACIÓN	45
RECUADRO 2: ¿QUÉ RELACIÓN EXISTE ENTRE LOS MOVIMIENTOS DE LOS EMBI Y LAS TASAS DE CAMBIO DE LAS ECONOMÍAS LATINOAMERICANAS?	51
ANEXO: PROYECCIONES DE ANALISTAS LOCALES Y EXTERNOS PARA ALGUNAS VARIABLES MACROECONÓMICAS	54
DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS TRES MESES	57

# ÍNDICE DE GRÁFICOS Y CUADROS

## I. SITUACIÓN ECONÓMICA ACTUAL

---

Gráfico 1	Crecimiento trimestral anualizado del PIB Estados Unidos, zona del euro y Japón	16
Gráfico 2	Prima de riesgo-país, EMBI + países latinoamericanos	16
Gráfico 3	Índice de la tasa de cambio nominal Argentina, Brasil, Chile y Colombia	17
Gráfico 4	Inflación anual de los Estados Unidos	17
Gráfico 5	Tasa de interés de los bonos de los Estados Unidos	19
Gráfico 6	Precios internacionales del carbón <i>australiano</i>	19
Gráfico 7	Precios internacionales del café	19
Gráfico 8	Precios internacionales del níquel	19
Gráfico 9	Precios internacionales del oro	19
Gráfico 10	Precios internacionales del petróleo WTI	19
Gráfico 11	Exportaciones totales	20
Gráfico 12	Exportaciones tradicionales	20
Gráfico 13	Exportaciones vs. PIB de algunos <i>commodities</i>	20
Gráfico 14	Exportaciones no tradicionales industriales	22
Gráfico 15	Exportaciones de confecciones a los Estados Unidos	23
Gráfico 16	Exportaciones de banano a los Estados Unidos	23
Gráfico 17	Exportaciones de flores a los Estados Unidos	23
Gráfico 18	Crecimiento anual del PIB en diferentes sectores	23
Gráfico 19	Crecimiento anual del índice de producción industrial (IPI) y el IPI corregido, por días hábiles por estacionalidad y por ruidos	23
Gráfico 20	Pedidos	24
Gráfico 21	Crecimiento anual de la demanda interna	24
Gráfico 22	Indicadores de confianza de la industria	24

Gráfico 23	Crecimiento del ingreso disponible real privado	25
Gráfico 24	Tasa de desempleo	25
Gráfico 25	Descomposición de la creación de empleo urbano	25
Gráfico 26	Variación anual de la asistencia escolar en la población de “inactivos”	26
Gráfico 27	Variación anual del número de afiliados al régimen de ahorro individual con solidaridad	26
Gráfico 28	Crecimiento anual del PIB de sectores no transables	26
Gráfico 29	Utilización de la capacidad instalada	28
Gráfico 30	Porcentaje de empresas con capacidad instalada por encima del período histórico	28
Gráfico 31	La demanda como principal problema para los empresarios	28
Gráfico 32	Expectativa de inflación, encuesta trimestral	29
Gráfico 33	Expectativa de inflación, encuesta mensual	29
Gráfico 34	Crecimiento anual, costos totales	29
Gráfico 35	Costos de materia prima como el principal problema para los empresarios	35
Gráfico 36	Variación anual del costo laboral unitario nominal por hora trabajada de la industria	30
Gráfico 37	Inflación anual al consumidor	30
Gráfico 38	Indicadores de inflación básica	31
Gráfico 39	Inflación anual básica de no transables	31
Gráfico 40	Inflación anual básica de transables y devaluación	31
Gráfico 41	Inflación anual básica de regulados	32
Gráfico 42	Inflación anual de acueducto y alcantarillado y transporte regulado	32
Cuadro 1	Utilización de la capacidad instalada	27

## II. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS

---

Gráfico 43	Crecimiento real del PIB por el lado del gasto	43
Gráfico 44	Distribución de probabilidades en la inflación ( <i>Fan Chart</i> )	50
Cuadro 2	Pronósticos de crecimiento	39
Cuadros 3	Flujos de capital neto – América Latina	40
Cuadro 4	Precios de productos colombianos de exportación	41
Cuadro 5	Resultados del censo de la construcción, junio de 2004	44
Cuadro 6	Proyección del crecimiento anual del PIB por ramas de actividad económica	45
Cuadro 7	Pronósticos de inflación en el escenario básico	49



## LA SITUACIÓN INFLACIONARIA EN SEPTIEMBRE Y SUS PERSPECTIVAS

- ✦ En los últimos meses, la inflación sin alimentos, y otras medidas de inflación básica han presentado una tendencia decreciente, y a septiembre el promedio de los indicadores se encontraba en 5,4%. Al mismo tiempo, la inflación de alimentos aumentó de 6,6% a 7,2% en el último mes, en parte, afectada por el paro de transporte. Como resultado, la inflación total se mantuvo en 6,0%.
- ✦ La tendencia decreciente de la inflación sin alimentos, aunque afectada por algunos factores transitorios como la reducción de la inflación de algunos precios controlados, está fundamentalmente determinada por el comportamiento de los precios de los bienes transables. Esta evolución de la inflación de transables compensó el aumento de la inflación de no transables de 4,9% en junio a 5,4% en septiembre. La reducción en la inflación de transables completa ya cerca de un año y está estrechamente ligada a la apreciación del peso. Sin embargo, la disminución de esta inflación fue bastante más moderada en el último trimestre que en trimestres anteriores, pese a la mayor apreciación cambiaria. Esto puede obedecer al efecto de la inercia inflacionaria y de las expectativas sobre la inflación de los bienes transables.
- ✦ El aumento persistente de la inflación de no transables en el último año sugiere que la brecha del producto se ha seguido cerrando y que la demanda cada vez desempeña un papel más importante en la determinación de la inflación. Otros dos factores que afectan la inflación son las expectativas y los costos. Las expectativas inflacionarias no mostraron cambios importantes durante el trimestre. Respecto a los costos, existen indicios de presiones en sectores específicos productores de materias primas como el acero y algunos materiales de construcción. Adicionalmente, el aumento de los precios de los combustibles ha tenido un impacto de alguna importancia. Sin embargo, la apreciación ha tendido a neutralizar estas presiones, gracias a lo cual los costos totales no se han incrementado en forma generalizada en el último trimestre, ni en lo transcurrido del año.
- ✦ Durante el tercer trimestre continuaron presentándose condiciones externas e internas favorables para el crecimiento de la economía colombiana, cuyas fuentes principales de crecimiento fueron la demanda externa y la inversión privada.
- ✦ La recuperación de la economía mundial siguió consolidándose a pesar del incremento en los precios del petróleo, al tiempo que continuó el aumento gradual en las tasas de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed). Sin embargo, este ajuste aún no se ha traducido en

una restricción importante en la liquidez internacional y no ha afectado los flujos de capital hacia las economías emergentes que continúan aumentando. Las mayores entradas de capital se han reflejado en una tendencia decreciente de los *spreads* luego de los incrementos que tuvieron lugar en el segundo trimestre. También se mantienen los precios relativamente altos en los principales productos básicos de exportación. En el caso del petróleo, sus precios han superado ampliamente los pronósticos que se tenían hace tres meses.

- ✦ En este contexto, en la economía colombiana se mantuvieron dos tendencias que se han observado a lo largo del año: el buen crecimiento de las exportaciones y del producto interno bruto (PIB) de sectores transables, y la apreciación del tipo de cambio.
- ✦ La coyuntura externa favorable continuó impulsando el crecimiento de las exportaciones gracias a los altos precios internacionales (en algunos casos mayores que los previstos, como en el caso del petróleo), y a un crecimiento mundial sólido (siendo especialmente importante la recuperación de Venezuela). Estos factores se reflejaron en un buen comportamiento de las exportaciones tradicionales y las no tradicionales, sobresaliendo las dirigidas a los Estados Unidos y a Venezuela, mientras que las exportaciones no tradicionales a otros destinos también crecieron entre 10% y 15% (acumulado a 12 meses). El dinamismo de las exportaciones se ha reflejado en un buen comportamiento del PIB de sectores transables que creció 4,4% en el primer semestre del año.
- ✦ La apreciación del peso en los últimos meses estuvo relacionada con el buen desempeño de las exportaciones, con un mayor flujo neto de capitales externos (tanto en inversión extranjera directa (IED), especialmente en petróleo, como por movimientos de activos), y con la mayor confianza de inversionistas extranjeros y locales que se sustenta en las mejores condiciones de seguridad y en los buenos resultados económicos de los últimos trimestres. La apreciación del tipo de cambio se acentuó en julio y agosto, aunque a finales de septiembre y comienzos de octubre se reversó parcialmente como resultado de las medidas adoptadas por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR). Al finalizar septiembre la apreciación promedio anual en lo corrido del año era de 6,6%. En otros países de la región también continuó la propensión hacia la apreciación. En este sentido la apreciación del peso no es un caso aislado y debe entenderse en el contexto del crecimiento mundial, los altos precios internacionales de los productos básicos, y un debilitamiento generalizado del dólar frente a la mayoría de monedas incluidas las de América Latina.
- ✦ A nivel interno, la coyuntura seguía favoreciendo la expansión de la demanda doméstica. Vinculada a ello está la recuperación del ingreso disponible privado gracias a la mejoría en las condiciones de empleo. En agosto, la tasa de desempleo de las 13 principales ciudades era de 15,3%, frente a 17,3% que se observaba en el mismo mes del año anterior. Así mismo, a nivel nacional la tasa de desempleo pasó de 14,4% a 13,4%. La mejora en las condiciones de empleo continuaba reflejándose en un crecimiento del empleo “formal” o que no se reporta como subempleo, y en una contracción absoluta de éste último.
- ✦ Al descenso del desempleo en los dos últimos trimestres contribuyó una reducción de la tasa global de participación (TGP). Esto podría indicar que el aumento del empleo y de las condiciones

laborales se empieza a reflejar en un mejoramiento en los niveles y la estabilidad del ingreso familiar. Un indicador que confirmaría esta interpretación es el que, dentro de la población que se ha declarado inactiva en los últimos meses, ha aumentado el número de inscritos en el sistema educativo. Los factores anteriores siguieron permitiendo la expansión del PIB de sectores no transables que creció 4,1% durante el primer semestre del año.

- ✦ Las perspectivas de corto y mediano plazos de la economía global siguen siendo favorables, pese al aumento en los precios del petróleo y en las tasas de interés externas. Las expectativas sobre crecimiento económico mundial para 2004 son las más altas en varios años, aunque las proyecciones de crecimiento de los Estados Unidos se han corregido ligeramente a la baja. Para 2005 las perspectivas son menos optimistas, aunque la disminución en el ritmo de crecimiento sería moderada.
- ✦ En el caso de América Latina, las condiciones económicas son las más sólidas desde el período anterior a la crisis de finales de la década pasada. Para 2005 el crecimiento ponderado de los socios comerciales de Colombia pasaría de 4,3% a 3,3%. De esta manera, para 2005 diversos analistas esperan que la afluencia de capitales hacia los mercados emergentes se mantenga en magnitudes similares a las de 2003 y 2004. Estos pronósticos se refuerzan ante las expectativas de un dólar débil respecto a la mayoría de monedas como consecuencia de los desbalances externo y fiscal en la economía norteamericana. En este contexto, es posible que en el mediano plazo continúen los precios relativamente altos de los productos básicos, permitiendo términos de intercambio favorables para la mayoría de países emergentes de la subregión, incluido Colombia.
- ✦ Los principales riesgos asociados al escenario externo que se ha supuesto en este informe es el comportamiento del precio del petróleo y los mayores aumentos que los previstos en las tasas de interés externas. Sin embargo, diversos análisis señalan que gracias a los mejores fundamentos macroeconómicos los países emergentes probablemente son, hoy en día, menos vulnerables ante los aumentos en las tasas externas que en coyunturas anteriores.
- ✦ Para lo que resta del año y comienzos de 2005 hay varios elementos que siguen favoreciendo el crecimiento como las expectativas de empresarios y consumidores, las bajas tasas de interés y la amplia liquidez existente en la economía, la mayor disposición de empresarios y consumidores a recurrir al crédito, el aumento de las utilidades empresariales en lo transcurrido de 2004, y en general, la recuperación del ingreso disponible privado. En este contexto se espera que la economía continúe creciendo a una tasa similar a la observada en los últimos cuatro trimestres. Para 2005, los analistas externos e internos esperan un crecimiento de 4,0% en promedio. En ese año el consumo y la inversión privada serían los componentes más dinámicos de la demanda. El aporte de las exportaciones podría ser menor como resultado de la menor dinámica de las exportaciones no tradicionales tanto por un crecimiento menor de los socios comerciales, como por los posibles efectos de la apreciación real del peso.
- ✦ En los próximos trimestres la inflación seguirá siendo el resultado de dos influencias opuestas: a) la apreciación acumulada del tipo de cambio y su efecto sobre la inflación de transables, y b) el cierre gradual de la brecha y su efecto sobre la inflación de no transables. Se espera que la inflación

de transables continúe siendo inferior a la inflación total y a la meta, contribuyendo así, al logro de menores tasas de inflación básica. El alcance de dicha contribución dependería de las expectativas de inflación respecto a las metas futuras, y de la inercia propia de la inflación.

- ✘ La inflación de no transables debe seguir aumentando en tanto la brecha se siga cerrando, si no hay un cambio sustancial en las expectativas de inflación, como ha ocurrido en los últimos meses. A este respecto, las expectativas podrían contribuir a la reducción de la inflación en 2005 más que en otros años, dada la alta probabilidad de cumplir la meta de 2004 y la tendencia hacia la apreciación del tipo de cambio.
- ✘ En síntesis, el cumplimiento de las metas futuras dependerá de qué tanto más se reduzca la inflación de transables y del nivel en el cual se establezca la inflación de no transables. Los choques por combustibles y servicios públicos siguen siendo un riesgo importante en el próximo año, y se ha aumentado la probabilidad de observar un fenómeno de El Niño a finales de 2005. Esto podría representar una presión inflacionaria importante sobre la inflación total para 2005, aunque solo tenga un carácter transitorio.
- ✘ Los pronósticos de inflación indican que la inflación total al consumidor se situará muy cerca del punto medio del rango-meta para 2004. En el escenario básico del modelo de mecanismos de transmisión (MMT) se efectuaron dos cambios fundamentales: 1) se redujo la senda de tipo de cambio para 2004 y 2005, y 2) se redujo también el pronóstico de corto plazo de la inflación. Se debe tener en cuenta que el escenario básico no contempla eventuales choques por concepto de IVA, ni tampoco el impacto de un posible fenómeno de El Niño sobre la inflación de alimentos en 2005. En el escenario base el modelo señala menores incrementos en las tasas de interés para lo que resta de 2004 y en 2005 frente a lo que mostraba el informe de junio, aunque de todas maneras las tasas de interés se aumentan en el mediano y largo plazos para converger a su nivel de largo plazo.
- ✘ Se consideraron dos escenarios alternativos: el primero supone una brecha más cerrada en 2004, y el segundo, una mayor apreciación del tipo de cambio en 2005. La existencia de una brecha del producto más cerrada aumentaría sustancialmente los requerimientos de las tasas de interés a partir del cuarto trimestre de 2004, frente al escenario básico. De otro lado, dependiendo de la magnitud de la apreciación en 2005, las tasas no tendrían que subir este año y lo harían en una menor magnitud en el próximo año.
- ✘ En este contexto, la política monetaria debe propugnar porque el cierre de la actual brecha de producto se dé a una velocidad tal que no se produzcan aumentos muy rápidos en los precios de los no transables. En particular, se debe minimizar la probabilidad de una brecha positiva en el contexto de una apreciación real, puesto que, en este caso, todo el peso de la desinflación recaería en la tasa de cambio, con los consecuentes costos sobre la actividad económica de los sectores transables. Al mismo tiempo, la política monetaria ha de tratar de influir en las expectativas de inflación para alinearlas con las metas futuras. Como se observó, una reducción de las expectativas de inflación contribuiría a la disminución de la inflación tanto de transables como de no transables.

- ✦ En términos de los instrumentos de política, lo anterior implica que para moderar el cierre de la brecha de producto es indispensable que no se mantengan tasas de interés reales muy bajas por un período prolongado. En algún momento es necesario elevar las tasas de interés de intervención del Banco de la República, y la elección de ese momento debe tomar en cuenta los rezagos de la política monetaria. Si la política monetaria reacciona sólo cuando sea evidente un cierre acelerado de la brecha de producto, los efectos esperados sobre la estabilidad de precios no van a tener resultados, y/o se requerirían aumentos muy grandes de las tasas de interés. De forma similar, reducir las tasas de interés para lograr mayores tasas de depreciación sería inconveniente en términos de su impacto en la brecha de producto y las expectativas de inflación, y probablemente poco efectivo para alcanzar niveles más depreciados de la tasa de cambio en el corto plazo.
- ✦ Las anteriores consideraciones, sugieren que las tasas de interés tendrán que ajustarse en el futuro hacia sus niveles de largo plazo. Sin embargo, no parece indispensable que este ajuste deba comenzar hoy, especialmente si se tiene en cuenta el comportamiento del tipo de cambio nominal previsto en 2005 (capítulo II de este informe).
- ✦ Con base en las anteriores consideraciones, la JDBR decidió mantener inalteradas las tasas de interés de intervención del Banco de la República, durante el tercer trimestre de 2004. La Junta también manifiesta su compromiso con el logro de metas de inflación decrecientes, y convergentes a niveles consistentes con la estabilidad de precios en el largo plazo.

Junta Directiva del Banco de la República





# INFORME SOBRE INFLACIÓN

Elaborado por:  
**Departamento de Programación e Inflación**  
**Subgerencia de Estudios Económicos**

GERENCIA TÉCNICA

José Darío Uribe E.

**Gerente**

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**

Edgar Caicedo García

Luisa Fernanda Charry

Luz Adriana Flórez Flórez

Alejandro Reyes González

José Luis Torres Trespalacios

Andrés Mauricio Velasco Martínez

(\*) En la elaboración de este informe colaboraron Gloria Alonso Másmela, Jefe Sección de Programación Macroeconómica, Franz Hamann Salcedo, Director del Departamento de Modelos Macroeconómicos, Martha López, Luis Fernando Melo Velandia, Norberto Rodríguez Niño y Julián Pérez Amaya.

# I. SITUACIÓN ECONÓMICA ACTUAL

*En el tercer trimestre, las condiciones internas y externas fueron favorables al crecimiento económico. La inflación continuó reduciéndose, principalmente, por el componente de los bienes transables y algunos servicios regulados.*

Durante el tercer trimestre continuaron presentándose condiciones externas e internas favorables para el crecimiento de la economía colombiana. En el primer semestre la economía creció 4,16%, acorde con las previsiones efectuadas en informes anteriores, y la información sectorial para el tercer trimestre no sugiere cambios importantes en esta tendencia.

Las fuentes principales de crecimiento siguieron siendo la demanda externa y la inversión privada, principalmente. Al mismo tiempo, el peso mantuvo su tendencia hacia una mayor apreciación que se ha observado a lo largo del año.

En este contexto, durante el tercer trimestre el comportamiento de la inflación básica estuvo determinado principalmente por el canal del tipo de cambio y por la evolución de la brecha del producto. Las expectativas de inflación y los costos no parecieron mostrar variaciones fundamentales.

*Las economías de América Latina continúan registrando importantes crecimientos dados la mayor demanda externa, el alto nivel de los precios de los commodities y la amplia liquidez internacional, a pesar de los incrementos en las tasas de interés externas.*

## A. CONTEXTO EXTERNO, TIPO DE CAMBIO Y PRODUCCIÓN DE BIENES TRANSABLES

Tal como se esperaba, la economía mundial siguió mostrando un mayor dinamismo liderado nuevamente por el crecimiento de los Estados Unidos y China, y en menor grado la zona del euro y Japón que presentaron un crecimiento moderado (Gráfico 1).

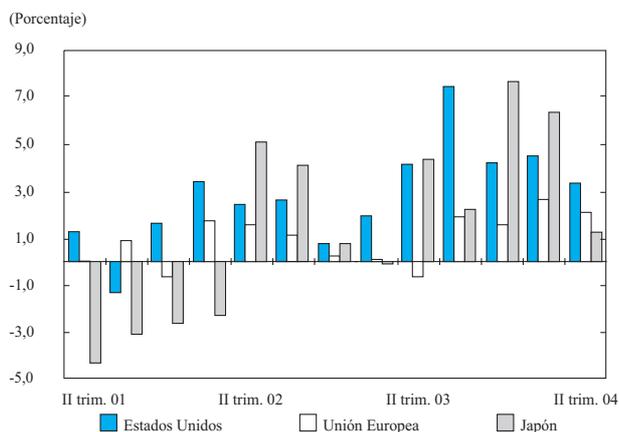
En el segundo trimestre la economía de los Estados Unidos presentó una tasa de crecimiento real (trimestral anualizada) de 3,3%, sostenida primordialmente por la inversión privada, mientras que la demanda externa registró una contribución negativa dado el leve crecimiento de las exportaciones. Sin embargo, indicadores más recientes señalan que el crecimiento sigue mejorando: la producción industrial en el mes de agosto registró un crecimiento anual de 5,2%, ligeramente mayor

que el del mes anterior, y la utilización de capacidad instalada se ha mantenido en niveles del 77%, mostrando un margen de mayor crecimiento. Además, el mercado laboral muestra algunos signos de mejoría, aunque con una débil generación de empleo, que se reflejan en la caída en la tasa de desempleo a 5,4%.

Por otro lado, Japón creció moderadamente en su economía en comparación con el trimestre anterior, con una tasa de crecimiento real de 1,25% (trimestre anualizada) para el segundo trimestre, impulsada nuevamente por el consumo privado y la demanda externa proveniente de Asia, Europa y los Estados Unidos. La inversión pública en esa economía ha presentado una fuerte reducción y la privada se mantiene constante.

GRÁFICO 1

**CRECIMIENTO TRIMESTRAL ANUALIZADO DEL PIB ESTADOS UNIDOS, ZONA DEL EURO Y JAPÓN**



Fuente: Datastream.

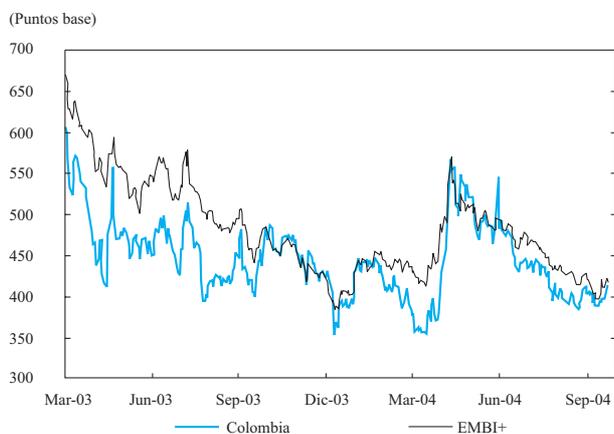
En la zona del euro la recuperación sigue un ritmo moderado pero sostenido. La tasa de crecimiento (trimestral anualizada) para el segundo trimestre fue de 2,1%, sustentada en la fuerte demanda externa y el consumo privado. Según la información del Banco Central Europeo (BCE) la producción industrial en el segundo trimestre registró un crecimiento de 0,8% con respecto al trimestre anterior. Sin embargo, aún no se han dado mejoras en el mercado laboral, el cual presenta una tasa de desempleo del 9% sin cambios desde el mes de abril de este año.

Las economías emergentes han mostrado un mayor dinamismo. Por un lado, las economías asiáticas siguen apoyadas en la fortaleza del crecimiento de China. En este país, en el mes de septiembre, la inversión presentó un crecimiento anual de 27,9% mientras que el de los agregados monetarios continuó reduciéndose como efecto de la política de estabilización que están implementando las autoridades económicas. Sin embargo, esto no ha sido suficiente para controlar la inflación que sigue reportando niveles superiores al 5,0%. Por otro lado, las economías de América Latina continúan registrando importantes crecimientos dados la mayor demanda externa, el alto nivel de los precios de los *commodities* y la amplia liquidez internacional a pesar de los incrementos en las tasas de interés externas.

La mayor dinámica de crecimiento de las economías emergentes ha mejorado las condiciones de financiamiento de gran parte de los países de América Latina. Como se puede observar en el Gráfico 2, la prima de riesgo-país (*spreads*) de estas economías continúan presentando una tendencia descendente luego del

GRÁFICO 2

**PRIMA DE RIESGO-PAÍS, EMBI+ PAÍSES LATINOAMERICANOS**



Fuente: Bloomberg.

aumento que tuvieron en mayo a raíz del incremento en las tasas de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed). Adicionalmente, las calificadoras de riesgo han mejorado la evaluación de la deuda soberana para algunos países como Brasil y Venezuela impulsando así mayores flujos de capital.

Las mayores entradas de capital también se explican, en parte, por la baja rentabilidad que ofrecen las inversiones en los Estados Unidos, a raíz de las todavía muy bajas tasas de interés y las perspectivas de un dólar más débil dados los actuales desequilibrios fiscales y en cuenta corriente de esa economía. En este sentido, las tasas de cambio siguen reflejando las mejores condiciones externas y la debilidad del dólar, inclinándose a una apreciación de las monedas en la mayoría de los países de América Latina (Gráfico 3).

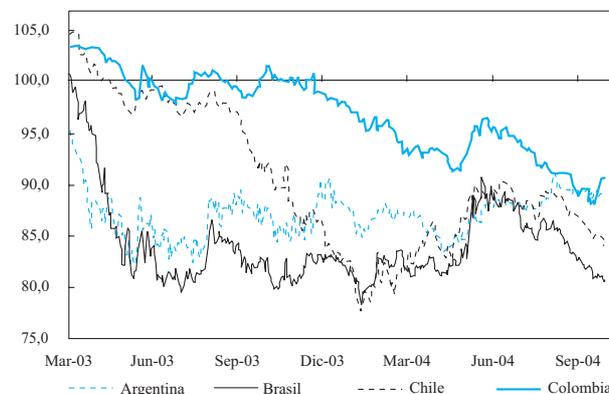
El crecimiento de Venezuela y Ecuador, dos de los principales socios comerciales de Colombia, se ha venido acelerando, dado el incremento sostenido en el precio del petróleo. Para el caso de Venezuela la situación política se ha estabilizado, mejorando aún más las perspectivas de crecimiento en ese país en el corto plazo. Con respecto a Ecuador, si bien mantiene su ritmo de crecimiento, se ha incrementado la incertidumbre sobre la posibilidad de avanzar en las reformas que mejoren su situación fiscal y las perspectivas de un crecimiento sostenido.

Como se mencionó en el informe anterior, los temores de posibles presiones inflacionarias en las economías avanzadas estaban asociados al efecto del mayor crecimiento económico y a los altos precios de la energía. Aunque la inflación total de los Estados Unidos mostró un leve descenso (2,5% en septiembre frente a 2,7% en agosto), la inflación básica se incrementó a 2% (frente a 1,7% en agosto) (Gráfico 4). En este sentido, las presiones inflacionarias continúan siendo un riesgo, más aún cuando han aumentado los pronósticos del precio del petróleo para finales de este año y para 2005.

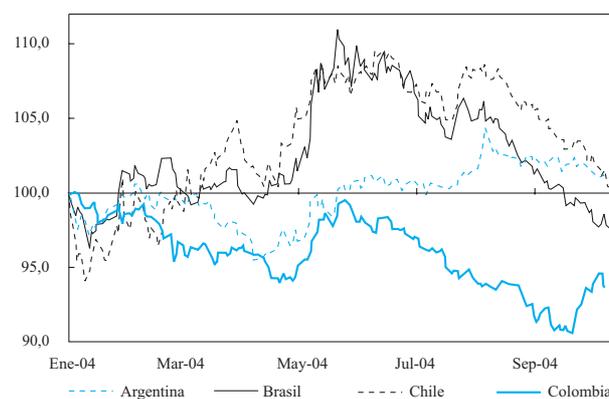
En este contexto, la Fed ha mantenido su política monetaria de incrementos moderados en la tasa de referencia. Sin embargo, este ajuste no se ha traducido aún en una restricción importante en la liquidez internacional. Por el contrario, las tasas de mercado de los

### ÍNDICE DE LA TASA DE CAMBIO NOMINAL ARGENTINA, BRASIL, CHILE Y COLOMBIA

(1 de enero de 2003 = 100)



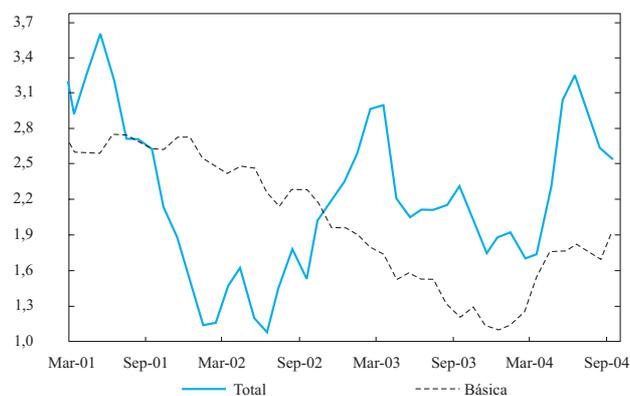
(1 de enero de 2004 = 100)



Fuente: Datastream.

### INFLACIÓN ANUAL DE LOS ESTADOS UNIDOS (ÚLTIMOS 12 MESES)

(Porcentaje)



Fuente: Datastream.

*Las principales implicaciones de esta coyuntura internacional para Colombia han sido la capacidad del tipo de cambio y el buen crecimiento de las exportaciones.*

bonos del Tesoro han tendido a reducirse especialmente en los plazos largos, después del sobresalto que tuvieron en abril (Gráfico 5).

De otro lado, se han mantenido los altos precios de los *commodities* observados en el segundo trimestre de este año, en especial de los principales bienes exportados por Colombia (como níquel y carbón, entre otros), dada la mayor demanda generada por el crecimiento mundial y en especial de la economía china (gráficos 6, 7, 8, 9).

Sin embargo, el petróleo ha sido el único bien que mantiene una tendencia creciente en sus precios a pesar del mayor esfuerzo en producción realizado por la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) para compensar la demanda mundial. De esta manera, el precio ha alcanzado los niveles más altos en la historia (US\$50) (Gráfico 10), como resultado de los continuos ataques terroristas en Iraq, y las dificultades de producción en algunos países como Rusia (asociadas a los problemas de la empresa Yukos) y Nigeria (por el conflicto interno). También han incidido los bajos niveles en los inventarios en los Estados Unidos y en los reducidos excesos de capacidad de la OPEP. En este sentido, los altos precios del petróleo continúan siendo un riesgo para el crecimiento mundial<sup>1</sup>.

La economía colombiana se sigue beneficiando de las mejores condiciones externas y de los altos precios en los principales productos básicos de exportación, las entradas netas de capital asociadas a flujos de inversión extranjera directa (IED) y a cambios de activos externos. Las principales implicaciones de esta coyuntura internacional son la apreciación del tipo de cambio y el buen crecimiento de las exportaciones y del producto interno bruto (PIB) de sectores transables.

La apreciación del tipo de cambio se acentuó en julio y agosto, aunque a finales de septiembre y comienzos de octubre esta tendencia se corrigió en alguna magnitud, como resultado de las medidas adoptadas por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR). La apreciación del peso en los últimos meses estuvo relacionada con el desempeño de las exportaciones asociado, como ya se indicó, a los altos precios internacionales y a un crecimiento mundial sólido, siendo especialmente importante la recuperación de Venezuela. El comportamiento de la tasa de cambio también ha sido afectado por un mayor flujo neto de capitales que el previsto (especialmente en IED y en movimientos en la posición de activos externos de los agentes domésticos), a pesar del incremento en las tasas de interés externas. Los mayores flujos de capitales también reflejan, probablemente, la mayor confianza de inversionistas extranjeros y locales sustentada en los buenos resultados económicos de los últimos trimestres y en la mejoría en las condiciones de seguridad. Más allá de los factores locales, la apreciación del peso tiene que entenderse en el contexto de un debilitamiento generalizado del dólar frente a la mayoría de

*Más allá de los factores locales, la apreciación del peso tiene que entenderse en el contexto de un debilitamiento generalizado del dólar frente a la mayoría de monedas, incluidas las de América Latina.*

<sup>1</sup> Según el último informe del World Economic Outlook (WEO) del Fondo Monetario Internacional (FMI) un incremento de US\$5 sostenido por un año en los precios del petróleo puede producir una caída de 0,3% en el crecimiento mundial.

GRÁFICO 5

TASA DE INTERÉS DE LOS BONOS DE LOS ESTADOS UNIDOS

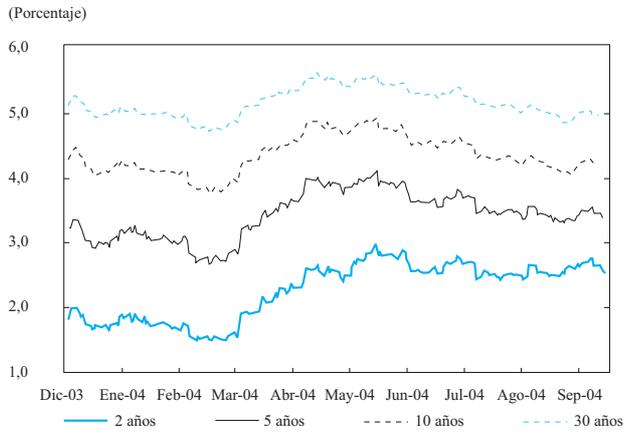


GRÁFICO 8

PRECIOS INTERNACIONALES DEL NÍQUEL

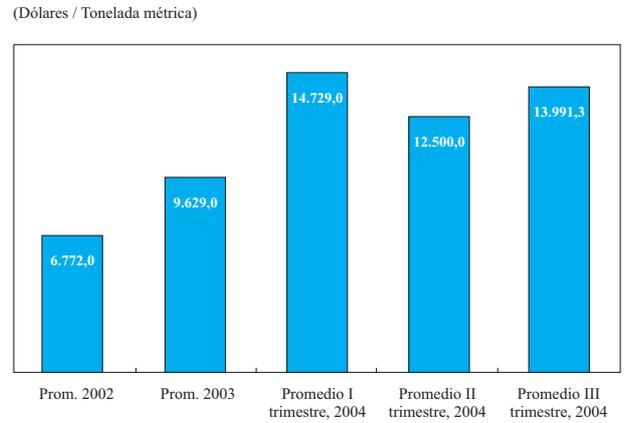


GRÁFICO 6

PRECIOS INTERNACIONALES DE CARBÓN AUSTRALIANO

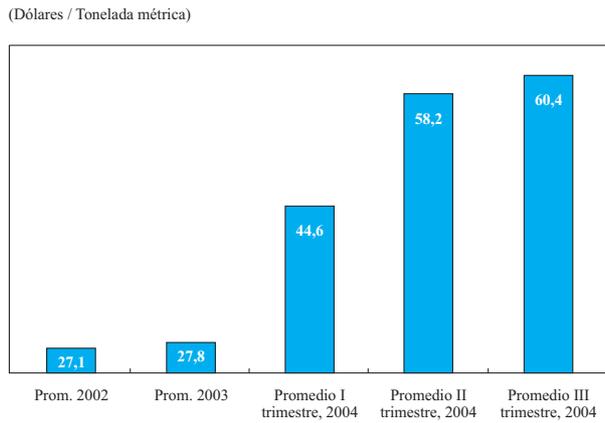


GRÁFICO 9

PRECIOS INTERNACIONALES DEL ORO

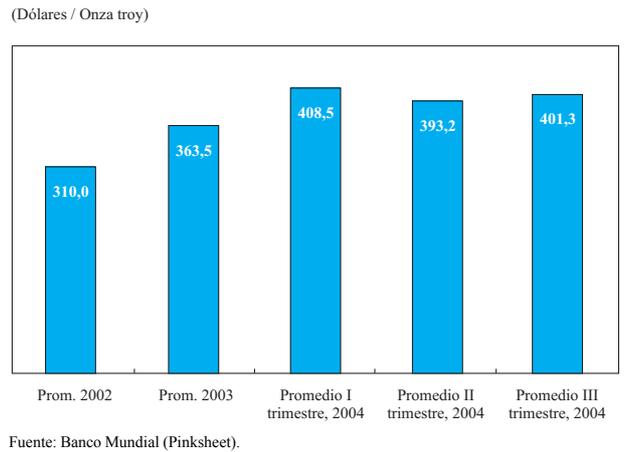


GRÁFICO 7

PRECIOS INTERNACIONALES DEL CAFÉ

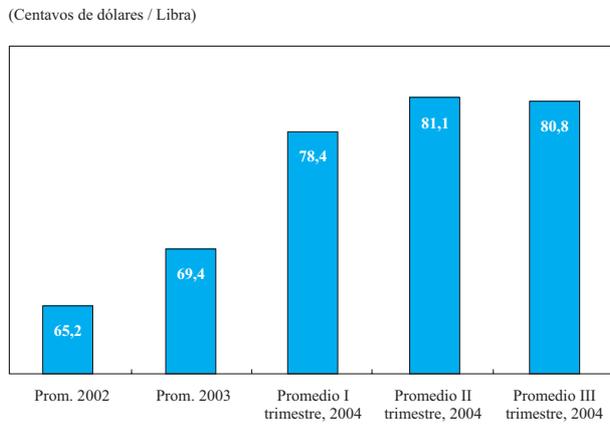
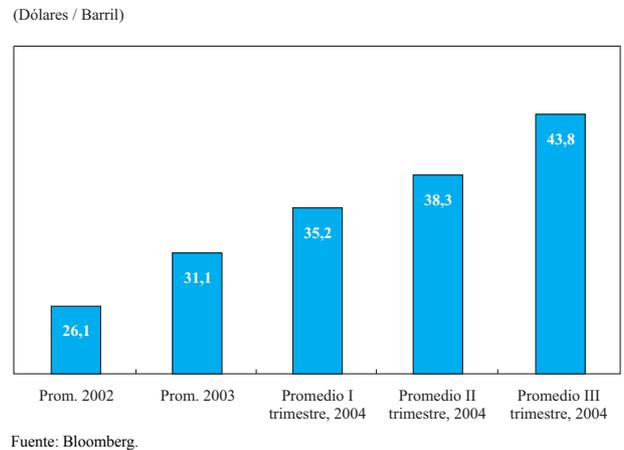


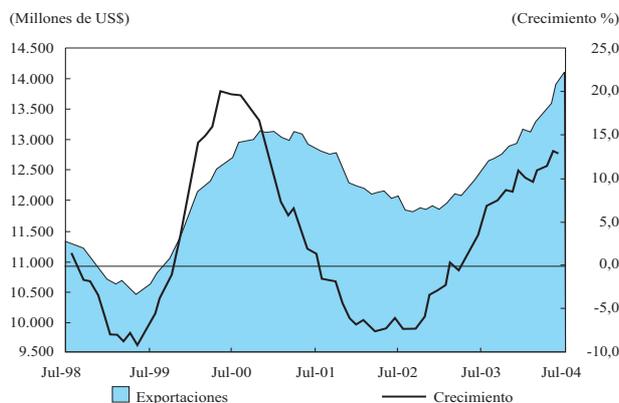
GRÁFICO 10

PRECIOS INTERNACIONALES DEL PETRÓLEO WTI



**GRÁFICO 11**

**EXPORTACIONES TOTALES (ÚLTIMOS 12 MESES)**



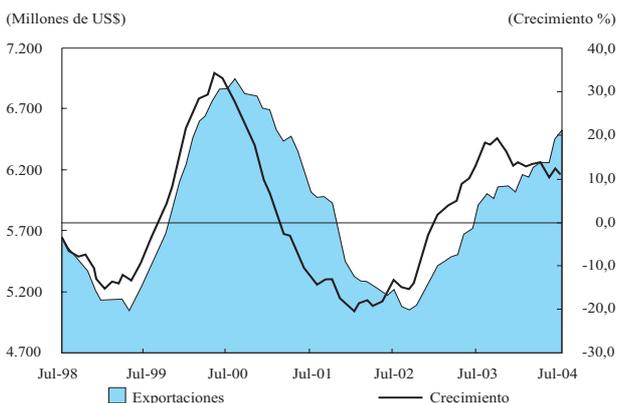
Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE).

monedas incluidas las de América Latina, dada la persistencia de los desequilibrios externos y fiscales en los Estados Unidos.

El crecimiento de las exportaciones se mantiene tanto en cantidades como en precios (Gráfico 11). A julio, las exportaciones tradicionales crecían a un buen ritmo, sobre todo por los mejores términos de intercambio<sup>2</sup> (Gráfico 12). Aunque las exportaciones de café caían en volúmenes a una tasa cercana al 1%, en valores presentaban un crecimiento del 8,1%. Igualmente, las exportaciones de petróleo registraban una caída en cantidades cercana al 6%, pero se expandían en valores a una tasa del 6,3% anual. Las exportaciones de carbón crecían en julio a una tasa de 11,8% anual.

**GRÁFICO 12**

**EXPORTACIONES TRADICIONALES (ÚLTIMOS 12 MESES)**



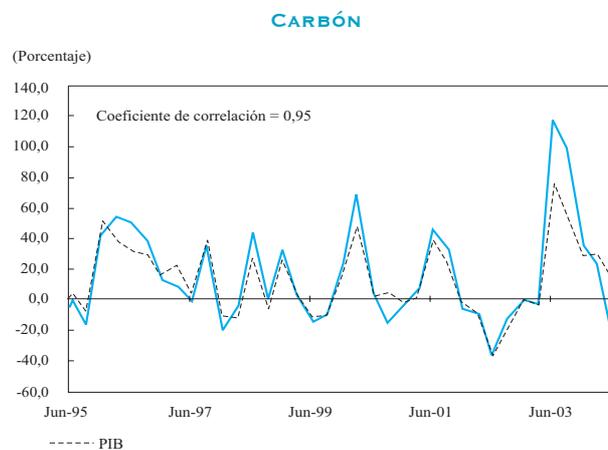
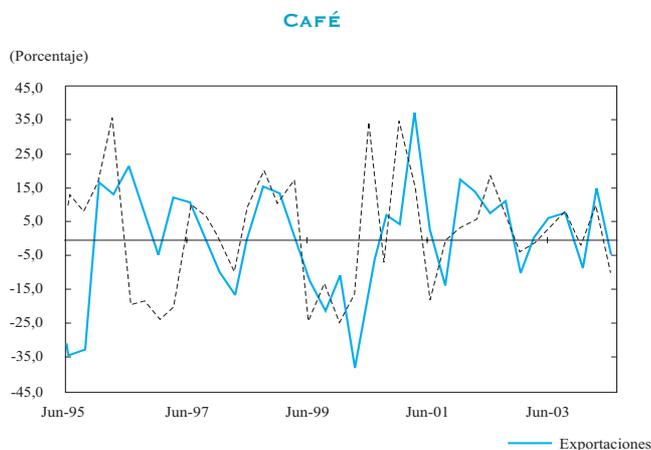
Fuente: DANE.

El panorama del sector cafetero ha venido mejorando en lo que va de 2004. Aunque el año cafetero que terminó en septiembre mostró una reducción de 659 mil sacos de 60 kg (un descenso del 6% en la producción frente a igual período de un año atrás), los mejores precios internacionales, la reducción de los inventarios, y las expectativas sobre la producción en Brasil, permiten esperar que la recuperación se mantenga durante el próximo año. Por su parte, el crecimiento de la producción y de las exportaciones de carbón ha estado determinado en 2004 por la alta base de producción observada en 2003 (Gráfico 13).

<sup>2</sup> El análisis sobre las exportaciones presenta cifras del acumulado de doce meses para evitar volatilidad y posibles efectos estacionales.

**GRÁFICO 13**

**EXPORTACIONES VS. PIB DE ALGUNOS COMMODITIES (CRECIMIENTO ANUAL)**



Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

Por otro lado, las exportaciones no tradicionales crecían a altas tasas anuales. En 2004, el comercio de estos bienes se ha caracterizado por dos tendencias contrarias: por un lado, la recuperación y aceleración de las exportaciones dirigidas a Venezuela y Ecuador, y a otros destinos como México, el Caribe y otros países de Suramérica, que en conjunto representan el 75,4% de las exportaciones no tradicionales. Por otro, el menor crecimiento de las exportaciones no tradicionales dirigidas a los Estados Unidos, desde niveles alrededor de 25% a comienzos de 2004, a otros más moderados del orden del 10% a julio (Gráfico 14).

Las exportaciones industriales a los Estados Unidos se han visto afectadas por la dinámica de las de confecciones, cuyo acumulado a 12 meses llegó a crecer a tasas del 60%, y redujo su auge, aunque a tasas todavía muy altas del orden del 20% (Gráfico 15). Por otro lado, sectores que venían impulsando el crecimiento de las exportaciones no tradicionales a los Estados Unidos, como el banano y las flores, no han tenido un buen comportamiento en 2004 (gráficos 16 y 17). El sector bananero, con un crecimiento de -7% (exportaciones acumuladas a 12 meses a julio), viene de períodos difíciles desde comienzo del año pasado, con alta volatilidad y bajos niveles de crecimiento. Se vio afectado a principios de este año con un paro laboral y por problemas climáticos, con consecuencias sobre la producción del primer semestre.

De otro lado, las exportaciones de flores, con un crecimiento acumulado a 12 meses de 0,85%, pueden haberse afectado por la entrada de países subsaharianos al mercado internacional, y por desventajas climáticas que han afectado las zonas de producción en fechas importantes para su comercio.

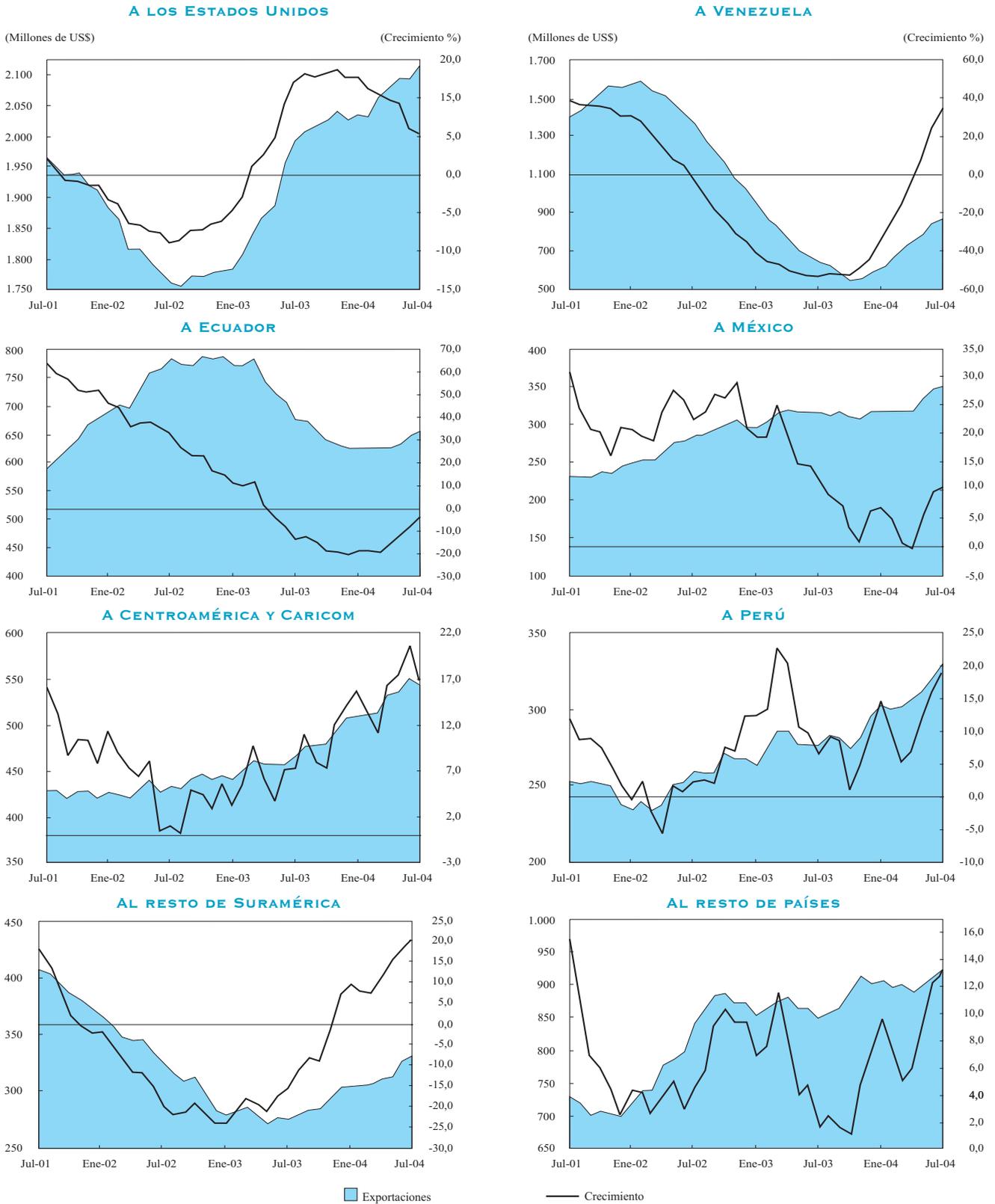
El dinamismo de las exportaciones ha contribuido al crecimiento de sectores transables como minería e industria, sectores que crecieron a tasas anuales promedio de 4,8% y 5,2%, respectivamente, en el primer semestre de 2004 (Gráfico 18). La industria observó, incluso, una aceleración entre el primero y el segundo trimestres del año, y los datos de la Asociación Nacional de Industriales (ANDI) y de la muestra mensual manufacturera (MMM) del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) disponibles para el tercer trimestre (una vez corregidos por estacionalidad y días hábiles) indican que esa dinámica continuaba (Gráfico 19).

Aunque algunos analistas han interpretado la información reciente de algunas encuestas industriales como indicador de una posible desaceleración de la industria, creemos que esa interpretación no es la mejor. En la encuesta de opinión empresarial de Fedesarrollo, por ejemplo, el deterioro en el balance de las respuestas sobre las perspectivas económicas del próximo año comparadas con las del presente se explica por una disminución de respuestas positivas y un aumento en respuestas neutras. Este resultado debe interpretarse en el sentido de que existen expectativas de que la actual situación se mantendrá hacia el futuro, y no que se va a deteriorar.

También se ha de valorar el nivel histórico que han alcanzado los indicadores en la interpretación de los resultados. Así, por ejemplo, aunque el indicador del nivel de

*El dinamismo de las exportaciones ha contribuido al crecimiento de sectores transables como minería e industria, sectores que crecieron a tasas anuales promedio de 4,8% y 6,2%, respectivamente, en el primer semestre de 2004.*

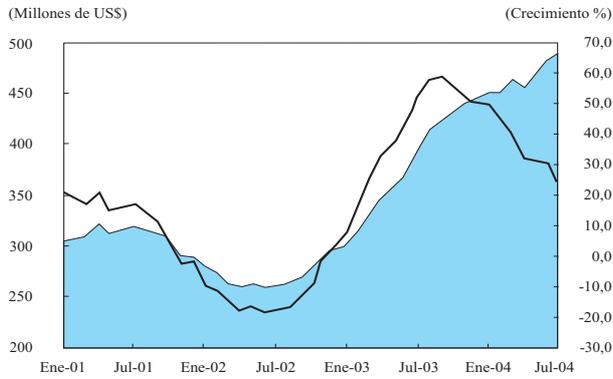
**EXPORTACIONES NO TRADICIONALES INDUSTRIALES  
(ÚLTIMOS 12 MESES)**



Fuente: DANE.

GRÁFICO 15

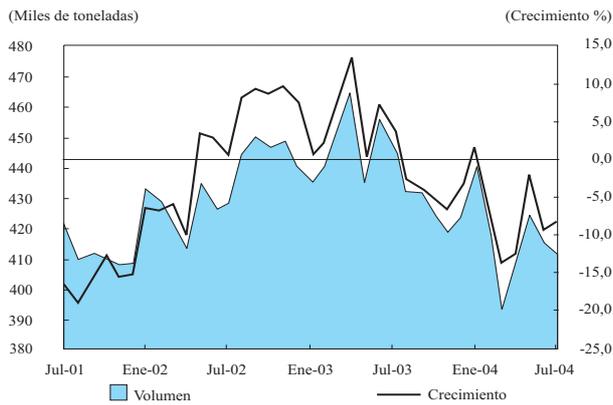
**EXPORTACIONES DE CONFECCIONES A LOS ESTADOS UNIDOS (ÚLTIMOS 12 MESES)**



Fuente: DANE.

GRÁFICO 16

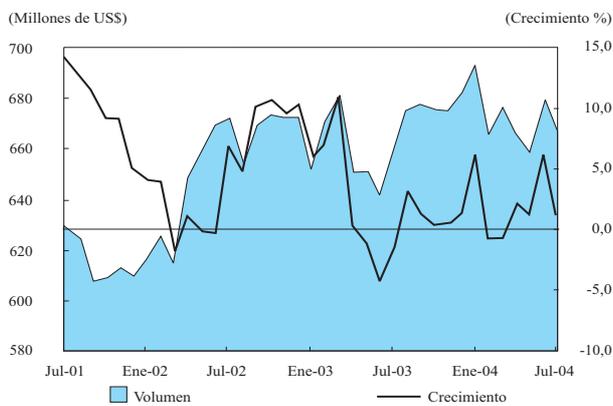
**EXPORTACIONES DE BANANO A LOS ESTADOS UNIDOS (VOLUMEN ÚLTIMOS 12 MESES)**



Fuente: DANE.

GRÁFICO 17

**EXPORTACIONES DE FLORES A LOS ESTADOS UNIDOS (ÚLTIMOS 12 MESES)**

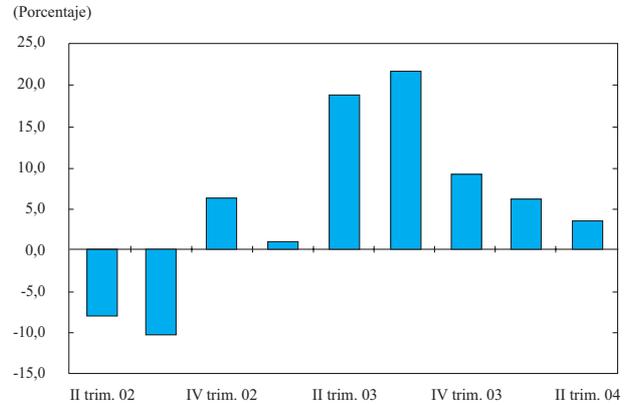


Fuente: Datastream.

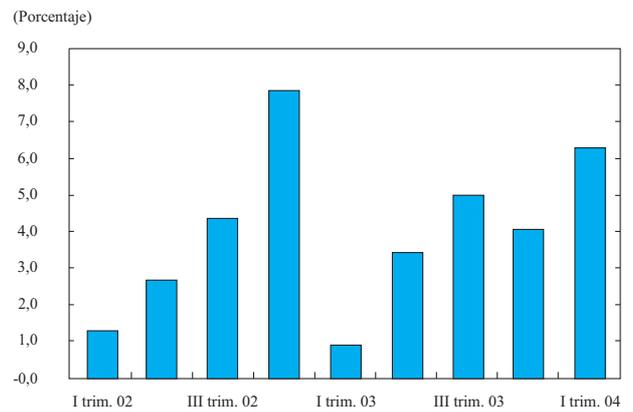
GRÁFICO 18

**CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB EN DIFERENTES SECTORES**

**SECTOR MINERO**



**SECTOR INDUSTRIAL**



Fuente: DANE.

GRÁFICO 19

**CRECIMIENTO ANUAL DEL ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL (IPI) Y EL IPI CORREGIDO POR DÍAS HÁBILES, POR ESTACIONALIDAD Y POR RUIDOS**

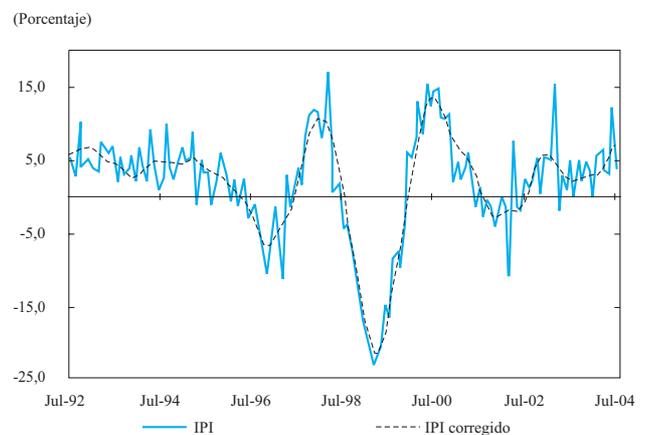
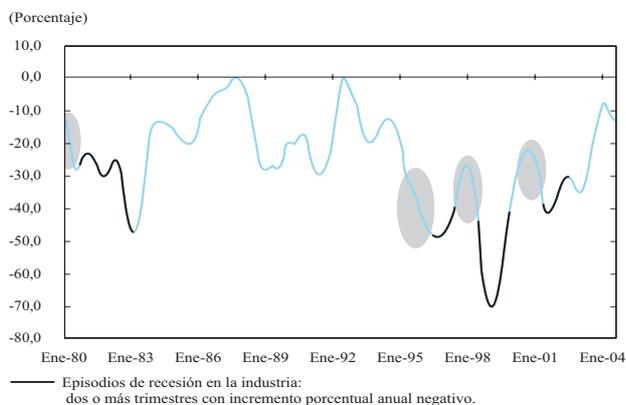


GRÁFICO 20

PEDIDOS (COMPONENTE TENDENCIAL)



Fuente: Fedesarrollo.

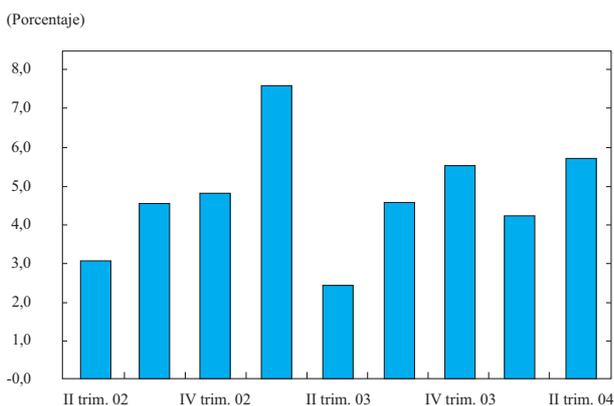
pedidos (componente tendencial) se ha reducido desde abril o mayo de 2004, su nivel actual se encuentra en un punto que no se había alcanzado desde mediados de la década pasada. Más aún, en dicho indicador se observan reducciones similares en años de auge del sector industrial en los cuales el indicador exhibió niveles parecidos o incluso inferiores a los actuales (Gráfico 20).

B. DEMANDA INTERNA Y PRODUCCIÓN DE NO TRANSABLES

En el aspecto interno, la coyuntura seguía favoreciendo la expansión de la demanda doméstica. La cual creció 5,0% en el primer semestre (Gráfico 21). El componente más dinámico fue la inversión privada, la cual creció a tasas entre 17% (formación de capital agrícola y maquinaria y equipo), y 30% o más (equipo de transporte y construcción y edificaciones).

GRÁFICO 21

CRECIMIENTO ANUAL DE LA DEMANDA INTERNA



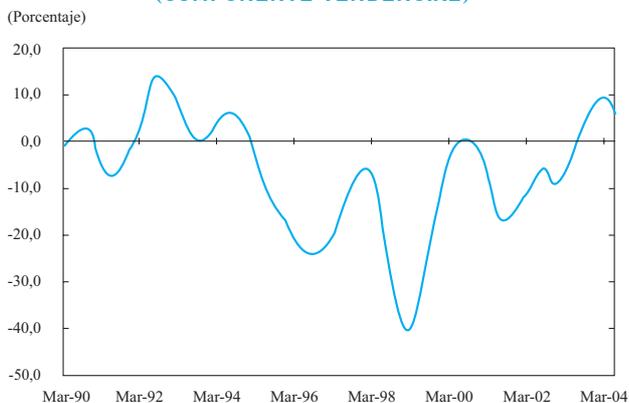
Fuente: DANE.

La confianza de los empresarios (industriales) en las perspectivas económicas del país se mantenía en niveles altos, sólo comparables con algunos meses de 1992. Algo similar sucedía con la confianza de los consumidores pese a una leve destorcida en julio y agosto, asociada principalmente con el cambio en la percepción de la actividad del año 2005 la cual, según nuestra lectura, pasó de considerarse mejor a estimarse igual a la de este año (Gráfico 22).

GRÁFICO 22

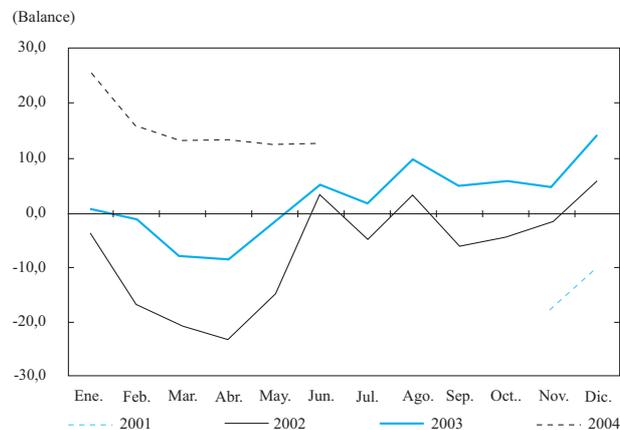
INDICADORES DE CONFIANZA

DE LA INDUSTRIA (COMPONENTE TENDENCIAL)

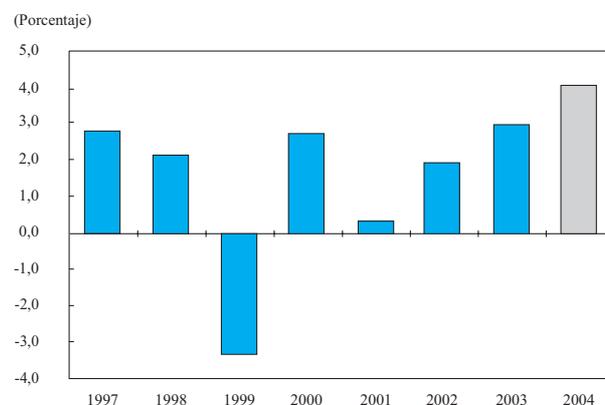


Fuente: Fedesarrollo.

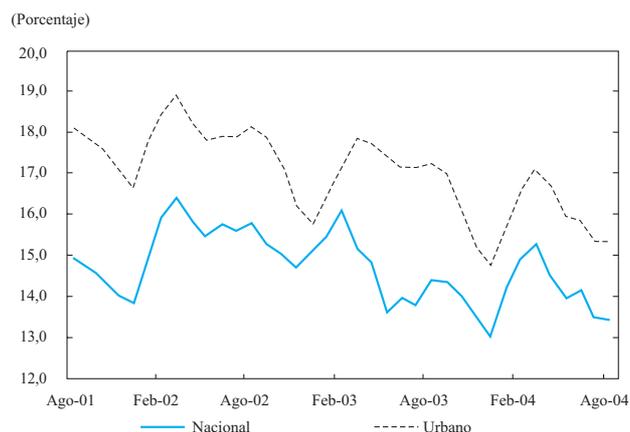
DEL CONSUMIDOR



## CRECIMIENTO DEL INGRESO DISPONIBLE REAL PRIVADO

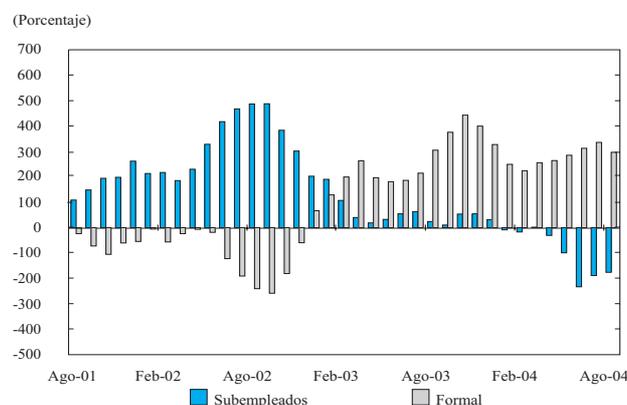


Fuente: DANE y DIAN. Cálculos del Banco de la República.

TASA DE DESEMPLEO  
(PROMEDIO MÓVIL DE ORDEN 3)

Fuente: DANE (encuesta continua de hogares).

## DESCOMPOSICIÓN DE LA CREACIÓN DE EMPLEO URBANO



Fuente: DANE (encuesta continua de hogares).

De otro lado, existen indicios de que el ingreso disponible privado siguió mejorando en lo que va corrido del año, y que en 2004 aumentaría por encima del crecimiento del PIB (Gráfico 23). Esto sería el resultado, en especial, de una mejora significativa en las condiciones de empleo, que en agosto continuaban reflejándose en una menor tasa de desempleo, tanto en el total nacional como en las 13 principales ciudades<sup>3</sup> (Gráfico 24).

La situación de empleo en el país se caracteriza recientemente por dos tendencias: la primera, que se observa en la tasa global de participación (TGP), es una caída de la población económicamente activa como proporción de aquella en edad de trabajar. La segunda, es una mejora en la calidad del empleo reflejada en una caída del subempleo y en una expansión del resto del empleo (Gráfico 25).

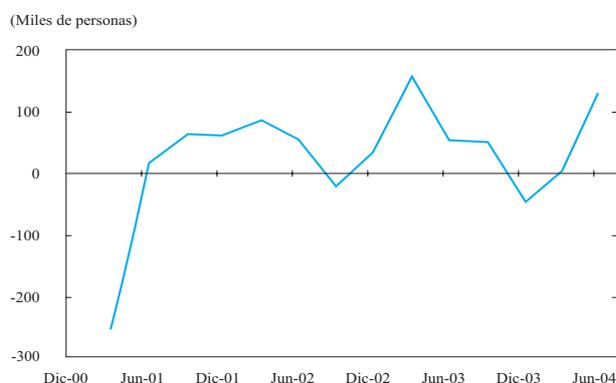
Aunque algunos analistas han sugerido que el descenso de la TGP podría manifestar un aumento de los ‘trabajadores desalentados’, en realidad podría ser un indicio de que el aumento del empleo y de las condiciones laborales se empieza a reflejar en un mejoramiento en los niveles y la estabilidad del ingreso familiar. Un indicador que confirmaría esta interpretación es que dentro de la población que se ha declarado inactiva en los últimos meses ha aumentado el número de inscritos al sistema educativo (Gráfico 26).

La segunda tendencia que caracteriza el mercado laboral en lo que va de 2004, es un cambio en la calidad del trabajo. En efecto, aunque se observa una desaceleración en el número de empleos creados, al descomponerlos entre los que reportaron ser subempleados y los ocupados no subempleados, se observa que esta última categoría crece en niveles cercanos a los 250 mil empleados (promedio por año), mientras que el subempleo se reduce en términos absolutos. La información de la Superintendencia Bancaria sobre el número de afiliados al sistema de régimen individual con solidaridad, apoyaría esta interpretación (Gráfico 27).

<sup>3</sup> Para evitar problemas de significancia en las variaciones mensuales de empleo que salen de la encuesta continua de hogares (ECH) del DANE, los indicadores se construyen sobre promedios móviles de tres meses de las poblaciones medidas por la encuesta.

GRÁFICO 26

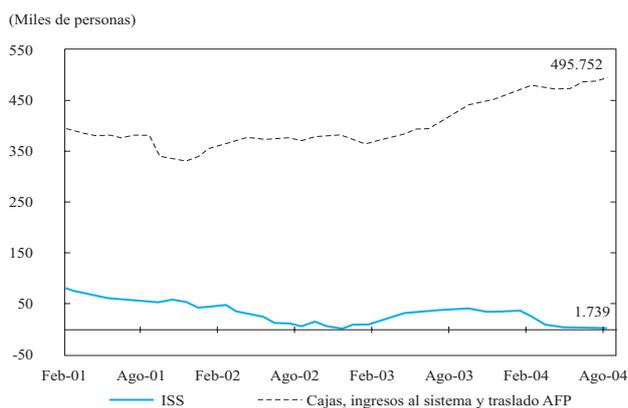
VARIACIÓN ANUAL DE LA ASISTENCIA ESCOLAR EN LA POBLACIÓN DE "INACTIVOS"



Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 27

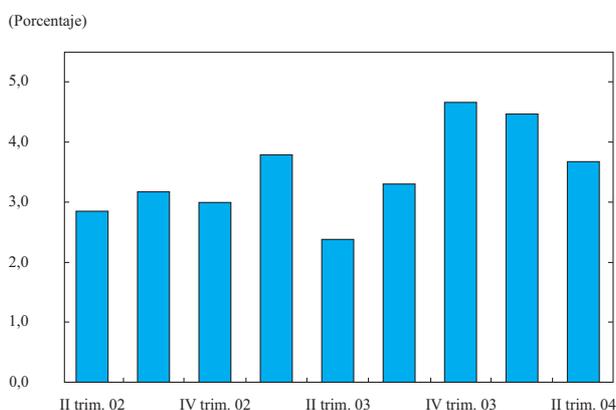
VARIACIÓN ANUAL DE AFILIADOS AL RÉGIMEN INDIVIDUAL CON SOLIDARIDAD



Fuente: Superbancaria. Cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 28

CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB DE SECTORES NO TRANSABLES



Fuente: DANE.

La combinación de los dos factores ya mencionados (la caída en la TGP y la creación de empleo) produjeron un descenso en el desempleo a agosto de 2004, de 2% en las 13 principales ciudades y de 1% en el total nacional.

Los factores anteriores siguieron permitiendo la expansión del PIB de sectores no transables al segundo trimestre según las cifras del DANE, y durante el tercer trimestre la tendencia se mantuvo según los indicadores más recientes disponibles para comercio y construcción, entre otros (Gráfico 28). El PIB público crece bastante por debajo del PIB total como lo muestra el crecimiento del consumo público en el primer semestre (2,6%), y la contracción de las obras civiles (-31,8%).

La demanda interna ha seguido impulsada fundamentalmente por la inversión privada tanto en edificaciones (con un crecimiento de 32,7% en el segundo trimestre), como en formación de capital fijo (con un crecimiento de 13,6%). Las cifras de importaciones de bienes de capital a agosto (crecimiento anual de 20%) sugieren que el dinamismo de la inversión privada continuó en el tercer trimestre.

C. FACTORES DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN

La evolución durante el tercer trimestre de las variables que determinan la inflación, se describen a continuación, a través de cuatro canales principales: 1. el canal del tipo de cambio; 2. el canal de demanda agregada y brecha del producto; 3. el canal de expectativas, y 4. el canal de costos. También se hace referencia a los principales choques que han afectado el comportamiento de la inflación en el trimestre.

1. El canal del tipo de cambio

Fue el principal responsable en el incremento de la inflación básica en 2003 y de su reducción posterior, y es uno de los principales factores que explica que en la actualidad dicha inflación se encuentre en niveles inferiores a la meta. Sin embargo, en el último trimestre su contribución a la reducción de la inflación anual fue mucho menor que a comienzos de año, a pesar de que la apreciación del peso continuó. Esto puede obedecer

al efecto de la inercia inflacionaria y de las expectativas de inflación de los bienes transables<sup>4</sup>.

## 2. La brecha del producto

El aumento lento pero persistente de la inflación de no transables, indica que la brecha del producto se ha seguido cerrando y que la demanda cada vez desempeña un papel más importante en la determinación de la inflación. Sin embargo, la incertidumbre en torno a la magnitud de la brecha es alta: la mayoría de medidas estadísticas muestran un cierre gradual, aunque difieren significativamente en la magnitud del mismo.

Medidas sectoriales como la utilización de la capacidad instalada (UCI) de la ANDI y de Fedesarrollo indican que desde el segundo trimestre los niveles de estos indicadores están en sus promedios históricos (Gráfico 29). Un análisis sectorial muestra como cada vez más sectores de la industria manufacturera presentan una utilización de capacidad instalada por encima del promedio histórico (Cuadro 1).

<sup>4</sup> En una estimación reciente de la Subgerencia de Estudios Económicos (SGEE) del Banco de la República, la inflación de transables está determinada por la inflación rezagada (con un coeficiente de 0,89), por las expectativas de inflación (coeficiente de 0,05), y por una variable asociada a la tasa de cambio y la inflación externa (coeficiente de 0,06).

CUADRO 1

### UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA (\*) (PORCENTAJE)

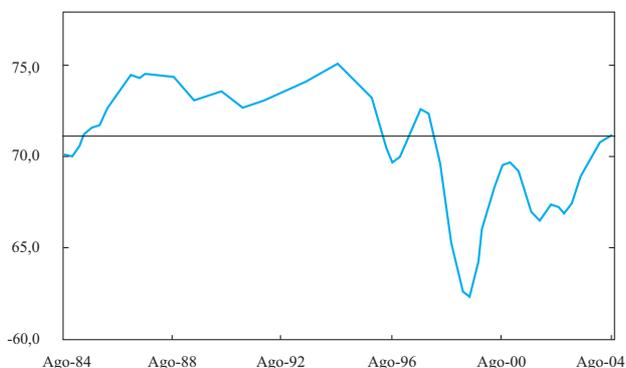
Sectores	Noviembre 2003	Febrero 2004	Mayo 2004	Agosto	
				2004	Promedio 1991-2004
Bebidas	40,0	<b>75,0</b>	<b>85,0</b>	<b>82,5</b>	<b>65,2</b>
Vidrio, porcelana, loza, barro	68,0	<b>80,0</b>	<b>92,0</b>	<b>92,0</b>	<b>77,2</b>
Maquinaria excepto la eléctrica	63,3	<b>69,4</b>	<b>70,0</b>	<b>70,0</b>	<b>63,1</b>
Productos metálicos excepto maquinaria	<b>71,1</b>	<b>65,4</b>	<b>69,8</b>	<b>70,2</b>	<b>63,3</b>
Cemento y otros no metálicos	58,9	65,0	<b>73,0</b>	<b>73,0</b>	<b>67,2</b>
Metálicas básicas	<b>75,0</b>	<b>79,3</b>	<b>76,7</b>	<b>77,1</b>	<b>71,4</b>
Tabaco	<b>65,0</b>	<b>55,0</b>	55,0	<b>55,0</b>	<b>50,3</b>
Confecciones	65,4	66,0	<b>72,3</b>	<b>73,6</b>	<b>70,2</b>
Equipo y material de transporte	<b>73,2</b>	63,9	<b>68,2</b>	<b>68,9</b>	<b>66,0</b>
Equipo eléctrico y electrónico	61,7	<b>67,5</b>	<b>66,2</b>	<b>66,2</b>	<b>64,0</b>
Imprentas y editoriales	<b>72,9</b>	65,0	67,0	<b>68,8</b>	<b>66,6</b>
Textiles	77,4	75,6	<b>78,3</b>	<b>76,5</b>	<b>75,3</b>
Productos de plástico	71,6	72,4	71,2	<b>73,0</b>	<b>72,1</b>
Papel y cartón	<b>80,0</b>	<b>77,5</b>	72,5	<b>75,0</b>	<b>74,6</b>
Madera y manufacturas, muebles	62,9	66,7	<b>73,0</b>	<b>66,9</b>	<b>66,5</b>
Sustancias químicas industriales	<b>79,6</b>	<b>77,8</b>	73,1	72,2	72,7
Cueros y sus manufacturas, calzado	67,1	<b>70,0</b>	61,7	66,4	67,2
Productos de caucho	65,0	62,9	60,0	61,7	64,0
Alimentos	73,2	70,9	71,6	72,1	74,9
Petróleo y sus derivados	<b>80,0</b>	80,0	80,0	80,0	83,9
Otros productos químicos	71,4	71,1	65,2	66,7	71,2
Otras manufacturas	60,0	<b>66,0</b>	58,0	58,0	67,2
Total	71,2	<b>70,0</b>	<b>70,4</b>	<b>71,0</b>	<b>69,8</b>

(\*) Las cifras en negrilla muestran aquellos sectores que presentan una UCI superior a la promedio.  
Fuente: Fedesarrollo. Cálculos del Banco de la República.

**GRÁFICO 29**

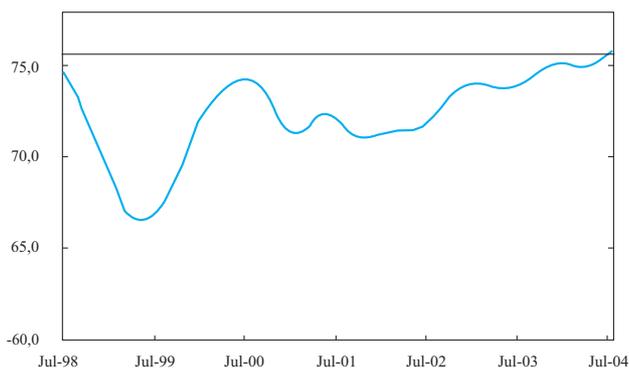
**UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA  
(COMPONENTE TENDENCIAL)**

**FEDESARROLLO**



Fuente: ANDI. Cálculos del Banco de la República.

**ANDI**



Fuente: Fedesarrollo. Cálculos del Banco de la República.

Otros indicadores se ubican en niveles similares a los que tenían a mediados de la década pasada. Es el caso del porcentaje de empresas cuya UCI está por encima de su respectivo promedio histórico, el cual subió respecto al nivel observado hace tres meses (gráficos 29 y 30), y el indicador de demanda como problema para la expansión de la producción que se mantiene en niveles bajos (Gráfico 31).

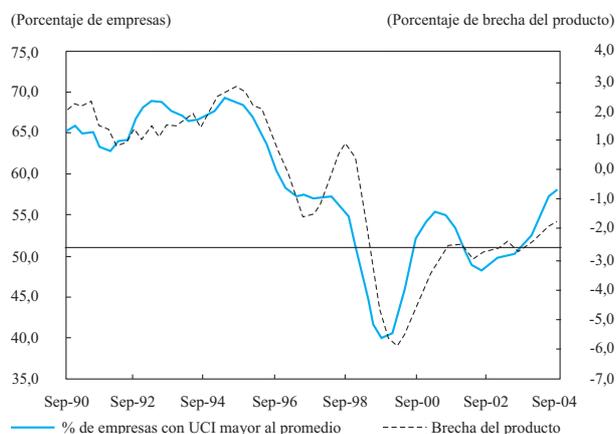
De todas maneras, debe tenerse en cuenta que la expansión de la inversión el año pasado y la que se observa este año, junto con el crecimiento de algunos indicadores de productividad industrial, sugieren que el PIB potencial estaría creciendo a tasas mayores este año que en los anteriores. De igual forma, a pesar de la reducción de la tasa de desempleo, ésta sigue siendo alta y supera las medidas del NAIRU efectuadas por el Banco. En este informe se mantiene el supuesto de un crecimiento del PIB potencial de 3,6% para 2004.

**3. Otros canales**

Los otros dos principales determinantes de la inflación son las expectativas de inflación y los costos. En materia de expectativas, éstas no han mostrado grandes cambios en lo transcurrido del año, y se mantienen cerca al techo del rango-meta en el caso de la

**GRÁFICO 30**

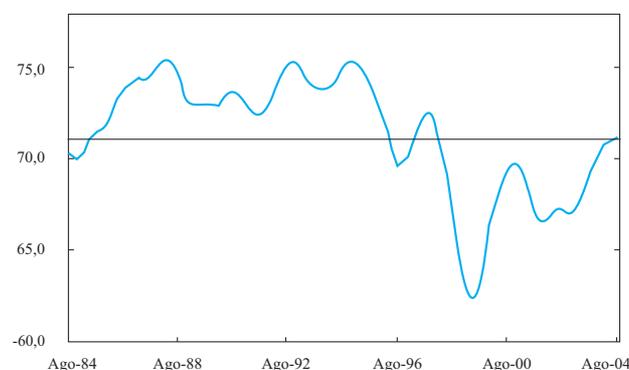
**PORCENTAJE DE EMPRESAS  
CON CAPACIDAD INSTALADA POR ENCIMA  
DEL PERÍODO HISTÓRICO**



Fuente: Fedesarrollo. Cálculos del Banco de la República.

**GRÁFICO 31**

**LA DEMANDA COMO EL PRINCIPAL  
PROBLEMA PARA LOS EMPRESARIOS (\*)  
(COMPONENTE TENDENCIAL)**



(\*) Porcentaje de empresas industriales que considera que el principal problema para la expansión de su producción es la falta de demanda.  
Fuente: ANDI. Cálculos del Banco de la República.

encuesta trimestral de expectativas (Gráfico 32), y en el rango medio de acuerdo con la encuesta mensual (Gráfico 33).

Respecto a los costos, existen indicios de presiones en sectores específicos productores de materias primas como el acero y algunos materiales de construcción. Adicionalmente, es claro que el aumento de los precios de los combustibles ha ejercido presiones de alguna importancia. Sin embargo, la apreciación ha tendido a neutralizar estas presiones, gracias a lo cual los costos totales no se han incrementado en forma generalizada en los últimos trimestres (Gráfico 34).

Información de la ANDI indicaría que las presiones de costos de materia prima dejaron de aumentar (al menos para la industria) desde mayo del presente año (Gráfico 35). Por otra parte, información de la MMM sobre el costo laboral unitario sugiere que las presiones de costos laborales en ese sector no serían importantes (Gráfico 36).

Los choques de oferta han seguido teniendo un efecto adverso sobre la inflación, especialmente en relación con alimentos y combustibles. El reciente paro camiónero afectó la inflación de alimentos, principalmente productos perecederos. De otro lado, en materia de servicios públicos se ha presentado algún alivio que no

### EXPECTATIVA DE INFLACIÓN, ENCUESTA MENSUAL



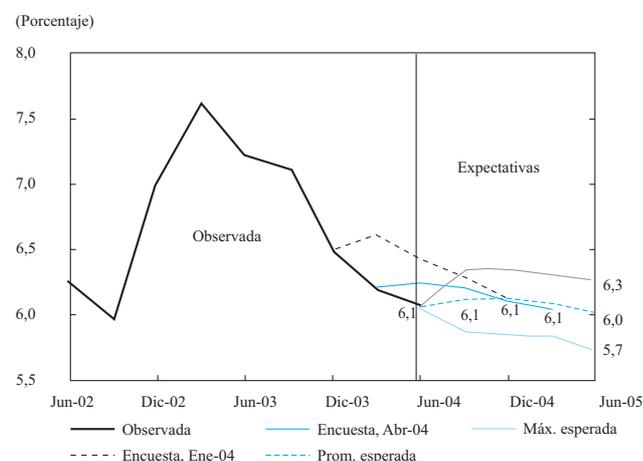
Fuente: Banco de la República.

### CRECIMIENTO ANUAL, COSTOS TOTALES



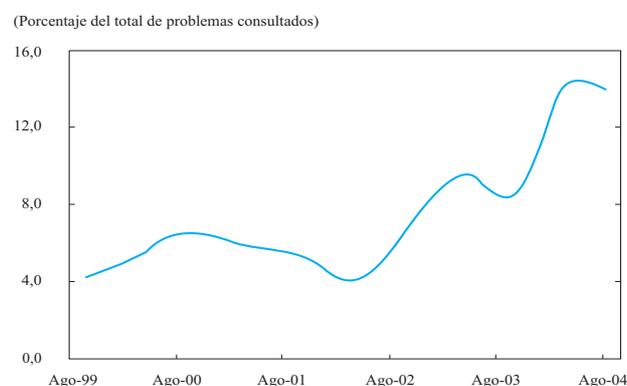
Fuente: Banco de la República.

### EXPECTATIVA DE INFLACIÓN, ENCUESTA TRIMESTRAL



Fuente: Banco de la República.

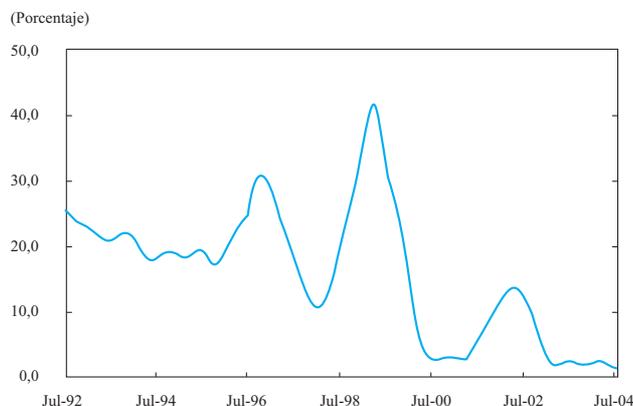
### COSTOS DE MATERIA PRIMA COMO EL PRINCIPAL PROBLEMA PARA LOS EMPRESARIOS(\*) (COMPONENTE TENDENCIAL)



(\*) Porcentaje de empresas industriales que considera que el principal problema para la expansión de su producción es la falta de demanda.  
Fuente: ANDI. Cálculos del Banco de la República.

**GRÁFICO 36**

**VARIACIÓN ANUAL DEL COSTO LABORAL UNITARIO NOMINAL POR HORA TRABAJADA DE LA INDUSTRIA (COMPONENTE TENDENCIAL)**



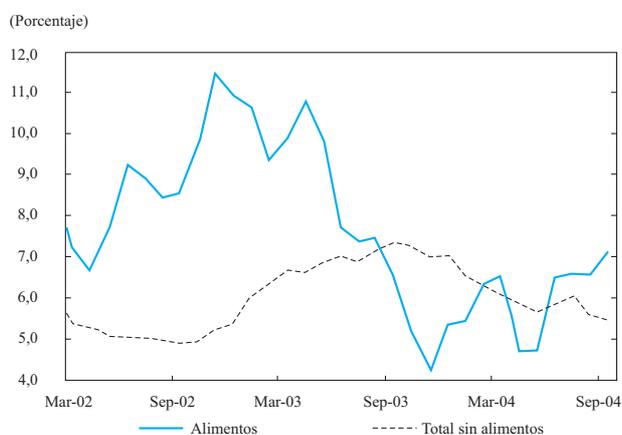
Fuente: DANE.

**GRÁFICO 37**

**INFLACIÓN ANUAL AL CONSUMIDOR**



**DESAGREGADA EN ALIMENTOS Y TOTAL SIN ALIMENTOS**



Fuente: Banco de la República.

estaba previsto hace tres meses, gracias a reducciones decretadas en los últimos meses en las tarifas de agua, como se explica en la siguiente sección.

**D. SITUACIÓN INFLACIONARIA EN EL TERCER TRIMESTRE**

En septiembre la inflación anual fue de 6%, similar a las de junio y marzo (6,1% y 6,2%), en su orden (Gráfico 37). En el último mes se presentó un repunte en la inflación de alimentos (7,2% frente a 6,5% en junio), probablemente afectada por el paro de transporte que incidió fuertemente sobre los productos perecederos. Entre estos productos, que registraron los mayores incrementos en los precios, se encuentran la papa y otros tubérculos, hortalizas, legumbres y frutas. Al mismo tiempo, la inflación sin alimentos pasó de 5,9% en junio a 5,4% en septiembre .

Los resultados de la inflación sin alimentos fueron inferiores en 0,5 puntos porcentuales (pp) a los pronósticos realizados por el Banco para el informe de junio, mientras que los resultados de la inflación de alimentos fueron superiores a los pronósticos por 0,7 pp. En el agregado, la inflación total fue sobrestimada por el Banco en 0,1 pp. Para el caso de la inflación sin alimentos, los pronósticos no previeron los ajustes a la baja o la ausencia de ajustes en algunos precios de los regulados como acueducto y transporte.

Por su parte, la inflación básica continuó reduciéndose durante el tercer trimestre, a pesar de un leve repunte en julio. El promedio de los tres indicadores utilizados por el Banco (inflación sin alimentos, núcleo 20 e inflación sin alimentos primarios, servicios públicos y combustibles) se situó en 5,4%, su menor nivel en lo que va del año (Gráfico 38) y menor en cerca de 50 puntos básicos (pb) frente a junio (5,9%).

Descomponiendo la inflación sin alimentos en transables, no transables y regulados, pueden distinguirse dos tendencias encontradas; por una parte la inflación de no transables (excluyendo regulados) ha presentado una tendencia creciente desde junio de 2003 que se ha acentuado en lo corrido de este año. A septiembre, la inflación de no transables es de 5,4% frente a 4,9% en junio

(Gráfico 39). Este incremento se debe tanto al aumento en la inflación de arriendo (de 4,3% a 4,6%) como al resto de no transables (de 5,6% a 6,2%). El comportamiento de la inflación de no transables es coherente con el cierre gradual de la brecha del producto. También es posible que se estén reajustando los márgenes de ganancia en algunos sectores, aprovechando las buenas condiciones actuales de la economía. Finalmente, en algunos sectores específicos es probable que haya presiones de costos asociados a la existencia de cuellos de botella en algunas materias primas. Estas presiones no parecen ser, sin embargo, generalizadas.

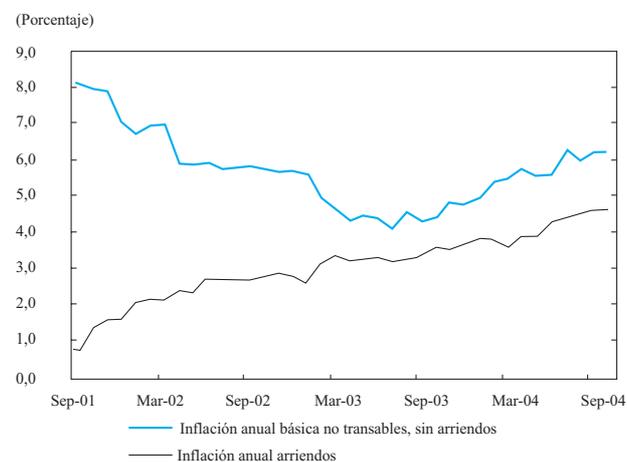
En cuanto a los transables, el comportamiento en el tercer trimestre continúa mostrando una reducción de la inflación (de 4,3% en junio a 3,8% en septiembre (Gráfico 40)). Sin embargo, esta reducción ha sido cada vez es menor; en el primer trimestre la inflación se redujo 1,7 pp, en el segundo 1,1 pp y para el tercero la reducción fue tan sólo de 0,5 pp. Esto ha ocurrido a pesar de que el tipo de cambio ha registrado una apreciación incluso mayor. Como se indicó, esto puede obedecer al efecto de la inercia inflacionaria y de las expectativas de inflación sobre la formación de precios en este grupo de bienes.

Además de la inflación de transables, el otro factor que contribuyó a la reducción de la inflación sin alimentos

#### INFLACIÓN ANUAL BÁSICA DE NO TRANSABLES



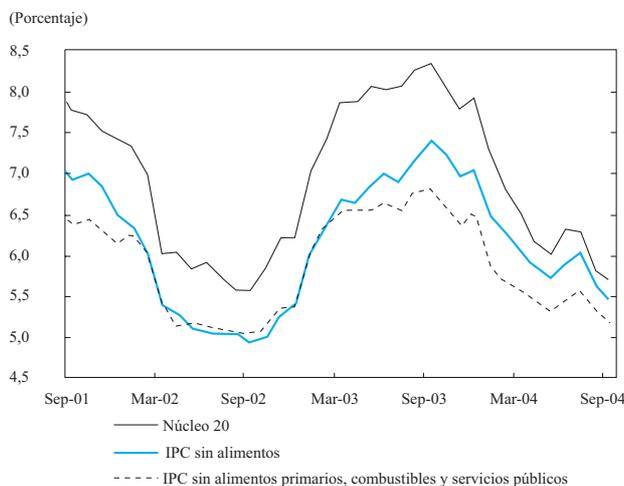
#### DESAGREGADA EN ARRIENDOS Y RESTO



Fuente: Banco de la República.

#### GRÁFICO 38

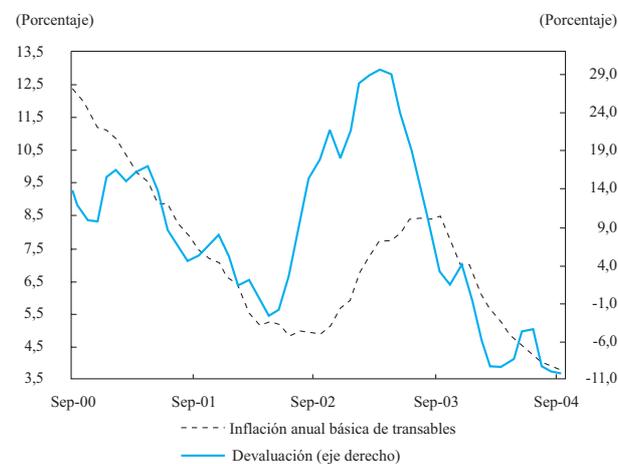
#### INDICADORES DE INFLACIÓN BÁSICA



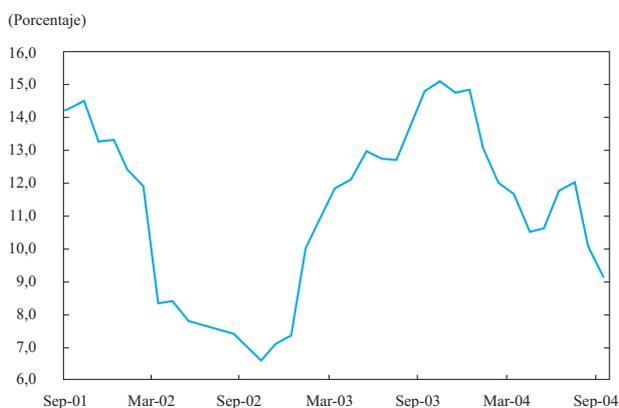
Fuente: Banco de la República.

#### GRÁFICO 40

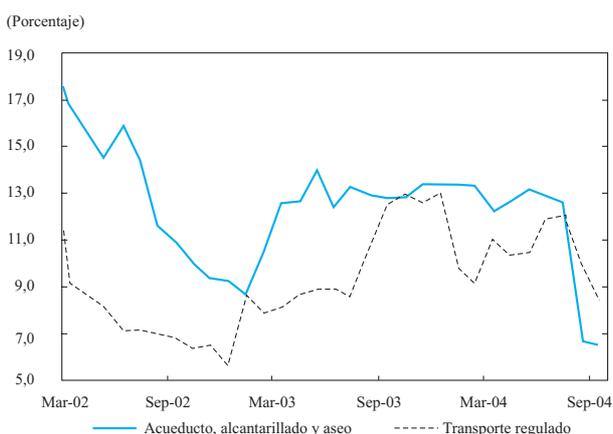
#### INFLACIÓN ANUAL BÁSICA DE TRANSABLES Y DEVALUACIÓN



Fuente: Banco de la República.

**GRÁFICO 41****INFLACIÓN ANUAL BÁSICA DE REGULADOS**

Fuente: Banco de la República.

**GRÁFICO 42****INFLACIÓN ANUAL DE ACUEDUCTO Y ALCANTARILLADO Y TRANSPORTE REGULADO**

Fuente: Banco de la República.

en el trimestre fue la de la inflación de los regulados, que pasó de 11,8% en junio a 9,1% en septiembre (Gráfico 41). Esta reducción se debe a varios factores, por una parte, al ajuste a la baja en las tarifas del acueducto y alcantarillado respondiendo a la nueva regulación sobre el cargo fijo que definió como inconstitucional el cobro a los usuarios de los costos pensionales de las empresas proveedoras de este servicio (Gráfico 42). La reducción en la inflación responde básicamente a un ajuste en las tarifas en Bogotá y Medellín en el mes de agosto, que permitió reducir la inflación de alcantarillado (para el total nacional) de 12,9% en junio a 6,6% en septiembre. A esta reducción en tarifas se suma la postergación del ajuste en las tarifas de transporte, en particular TransMilenio, que se habían presentado en el tercer trimestre del año anterior. Como resultado, la inflación de transporte regulado en septiembre fue 8,3% frente a 11,9% en junio. Finalmente, el incremento en tarifas para los combustibles ha sido menor que el proyectado para el año, y menor que el que tuvo lugar el año pasado. Sin embargo, no se puede descartar aumentos en lo que resta del año.

Dentro de los regulados también se puede observar un crecimiento en la inflación de gas, que pasó de 0,2% en junio a 2,6% en septiembre, probablemente por los elevados precios internacionales del crudo. Por otra parte, la inflación en la energía también ha presentado un incremento considerable, al pasar de 8,6% en junio a 10,6% en septiembre.

DISTRIBUCIÓN DE LOS AJUSTES DE INFLACIÓN EN UN AÑO

En esta nota se analiza la distribución de la inflación a lo largo del año a partir del desempeño de la estacionalidad de la inflación en las últimas décadas. Con este propósito se estudia la dinámica de la distribución de los precios para el conjunto de la canasta del índice de precios al consumidor (IPC), y diferenciando entre alimentos y no alimentos.

El Cuadro R1.1 muestra la contribución porcentual a la inflación del año de la inflación de cada trimestre y de cada semestre. Se observa que entre 1970 y 2004<sup>1</sup> la inflación anual se concentra en el primer semestre. En efecto, en los últimos 35 años, en promedio, el 67,3% de la inflación anual se ha generado en los primeros seis meses del año. Más interesante aún, esta dinámica se ha venido concentrando en el tiempo: mientras en la década del setenta el 63,2% de la inflación anual se originaba en los primeros seis meses, en los últimos cuatro años esta proporción subió a 78,0%.

Un análisis más detallado de la información del Cuadro R1.1, muestra que los ajustes de la inflación se han venido concentrando cada vez más en el primer trimestre del año. En la actualidad, más de la mitad de la inflación anual (54,1%) tiene lugar en el primer trimestre del año, frente a 31,5% en la década del setenta.

CUADRO R1.1  
CONTRIBUCIÓN DEL PERÍODO A LA INFLACIÓN ANUAL  
IPC TOTAL  
(PORCENTAJE)

Inflación	Trimestre				Semestre	
	I	II	III	IV	I	II
<b>Promedios</b>						
1970-1979	31,5	31,8	15,2	21,5	63,2	36,8
1980-1989	33,9	30,3	13,0	22,8	64,1	35,9
1990-1999	42,6	26,5	15,6	15,3	69,1	30,9
2000-2004	54,1	23,8	7,2	14,9	78,0	22,0
1970-2004	38,6	28,7	13,5	19,2	67,3	32,7
Años con fenómeno de El Niño	38,2	37,4	9,3	15,2	75,6	24,4
Años sin fenómeno de El Niño	38,7	26,6	14,6	20,2	65,2	34,8
Años con inflación de un dígito (1999-2004)	54,2	22,8	8,1	14,9	77,0	23,0
Años con inflación mayor a un dígito	35,5	29,9	14,7	19,9	65,4	34,6

Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

<sup>1</sup> La inflación entre septiembre y diciembre de 2004 se estimó con el modelo artesanal de la Subgerencia de Estudios Económicos del Banco de la República.

### **¿A qué obedece este fenómeno?**

Existen evidencias empíricas de que las condiciones del mercado y las presiones competitivas son las razones más fuertes para que las firmas no cambien los precios con más frecuencia<sup>2</sup>. La existencia de costos de menú<sup>3</sup> ejerce un desestímulo sobre los agentes para ajustar continuamente los precios y los lleva a concentrar los cambios de precios en un período específico del año. Además, puesto que los precios de diferentes contratos se ajustan en muchos casos al principio del año (especialmente los contratos laborales), los comienzos de año son probablemente el período más adecuado para ajustar precios<sup>4</sup>.

### **¿Cómo cambia la estacionalidad de la inflación en el año cuando se presenta el fenómeno del Niño?<sup>5</sup>**

En presencia del fenómeno de El Niño, la inflación total se concentra aún más en el primer semestre del año (75,6% frente a 65,2% cuando no hay fenómeno de El Niño) (Cuadro R1.1), pero, además, con la característica de que la inflación tiende a crearse fuertemente en el segundo trimestre del año (37,4% frente a 26,6%)<sup>6</sup>.

### **¿Qué ha ocurrido con la distribución temporal de la inflación en los años con inflaciones observadas de un dígito?**

En los últimos años, en los cuales la inflación ha sido de un dígito, la inflación se ha concentrado aún más en el primer trimestre del año (54,2% frente a 35,5% en los otros años) (Cuadro R1.1). Este comportamiento se puede explicar porque en períodos de alta inflación la duración promedio de los precios es menor (18 días) que la observada en períodos de menor inflación (34 días). Además, el grado de erosión del precio real de un bien específico es de menor magnitud en los períodos de alta inflación<sup>7</sup>. Estas evidencias sugieren que los vendedores reajustan con más frecuencia sus precios en períodos de alta inflación, distribuyendo los ajustes en más tiempo (meses) y desconcentrando el crecimiento de los precios en meses específicos.

De otra parte, al dividir la canasta del IPC en alimentos y no alimentos, se encuentra que los alimentos explican, en gran medida, la concentración de la inflación en los tres primeros meses del año (Cuadro R1.2). Este grupo desde el año 2000 genera, en promedio, el 65,9% de su inflación anual en los tres primeros meses, frente a 26,8% en la

<sup>2</sup> Arosemena, Angélica, (2002). *“Fallas de coordinación y rigideces nominales de precios en Colombia”*, Tesis de grado de Economía, Universidad Javeriana.

<sup>3</sup> Los costos de menú se refieren al incremento de los costos de producción originados por un ajuste de precios. Un cambio de precios implica, en ocasiones, empaquetar y etiquetar de nuevo, cambiar los registros informáticos de precios, ajustar las cajas electrónicas, además de los gastos de personal y otros.

<sup>4</sup> Estos argumentos, obviamente, aplican a la formación de los precios en bienes diferentes de los alimentos primarios, cuyos precios están determinados principalmente por factores de oferta, y cuya estacionalidad obedece a la estacionalidad de la oferta.

<sup>5</sup> El fenómeno de El Niño se ha presentado con alguna intensidad en los años (1973/1974, 1976/1977/1978, 1982/1983, 1987/1988, 1991/1992, 1997/1998, 2002/2003), mientras los años en los cuales dicho fenómeno golpeó con fuerza las cosechas y los precios agrícolas fueron 1973, 1977, 1983, 1988, 1992, 1998 y 2002. Estos últimos años son los incluidos en nuestros cálculos.

<sup>6</sup> Este comportamiento es previsible porque la estacionalidad de los alimentos se comporta como una “u” invertida, con precios muy altos en el segundo trimestre del año y una mayor oferta agrícola en el segundo semestre. En un evento de sequía este comportamiento estacional se agudiza.

<sup>7</sup> Véase al respecto, Espinosa, A., Jaramillo, C. F., Caicedo, E. (2001). *“Caracterización del ajuste microeconómico de precios en Colombia”*, *Revista del Banco de la República*, No. 891.

década de los años setenta. No obstante, el grupo de no alimentos también reproduce esta dinámica, aunque sus incrementos de precios en los últimos años no se concentran en igual magnitud en los primeros tres meses del año (49,7%) (Cuadro R1.3). Es importante resaltar que en años con presencia del fenómeno de El Niño la inflación de alimentos se origina en un 91,6% en el primer semestre, frente a 70,7% en años con clima normal.

**CUADRO R1.2**  
**CONTRIBUCIÓN DEL PERÍODO A LA INFLACIÓN ANUAL**  
**IPC ALIMENTOS**  
**(PORCENTAJE)**

Inflación	Trimestre				Semestre	
	I	II	III	IV	I	II
<b>Promedios</b>						
1970-1979	26,8	43,8	7,4	22,0	70,6	29,4
1980-1989	34,1	35,6	7,2	23,1	69,6	30,4
1990-1999	48,2	28,7	8,2	14,9	76,9	23,1
2000-2004	65,9	23,9	(7,1)	17,3	89,8	10,2
1970-2004	40,6	34,3	5,5	19,6	74,9	25,1
Años con fenómeno de El Niño	40,1	51,5	(1,5)	9,9	91,6	8,4
Años sin fenómeno de El Niño	40,7	30,0	7,3	22,0	70,7	29,3
Años con inflación de un dígito (1999-2004)	69,2	18,1	(5,0)	17,7	87,4	12,6
Años con inflación mayor a un dígito	36,0	37,3	7,3	19,4	73,3	26,7

Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

**CUADRO R1.3**  
**CONTRIBUCIÓN DEL PERÍODO A LA INFLACIÓN ANUAL**  
**IPC SIN ALIMENTOS**  
**(PORCENTAJE)**

Inflación	Trimestre				Semestre	
	I	II	III	IV	I	II
<b>Promedios</b>						
1970-1979	32,3	27,8	18,0	21,9	60,1	39,9
1980-1989	33,7	27,7	16,1	22,6	61,3	38,7
1990-1999	40,7	25,0	18,6	15,8	65,6	34,4
2000-2004	49,7	23,3	14,5	12,5	73,0	27,0
1970-2004	37,6	26,3	17,1	19,0	63,9	36,1
Años con fenómeno de El Niño	37,7	29,8	14,9	17,5	67,6	32,4
Años sin fenómeno de El Niño	37,5	25,4	17,7	19,4	63,0	37,0
Años con inflación de un dígito (1999-2004)	48,8	23,9	14,6	12,7	72,7	27,3
Años con inflación mayor a un dígito	35,3	26,6	17,9	20,2	61,9	38,1

Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

## ¿Cuál es la estacionalidad de los componentes de la inflación sin alimentos?

Al dividir el IPC de no alimentos en transables, no transables y regulados, se encuentra que el componente de no transables es el que más concentra la inflación en el primer semestre (Cuadro R1.4).

Los transables diferentes de alimentos se caracterizan porque a través de las últimas décadas su inflación se ha venido concentrando cada vez más en el primer trimestre, comportamiento que se agudiza en años con inflaciones bajas (Cuadro R1.5). Sin embargo, en años con presencia del fenómeno de El Niño, la inflación de este grupo tiende

**CUADRO R1.4**  
**CONTRIBUCIÓN DEL PERÍODO A LA INFLACIÓN ANUAL**  
**IPC NO TRANSABLES (SIN ALIMENTOS)**  
(PORCENTAJE)

Inflación	Trimestre				Semestre	
	I	II	III	IV	I	II
<b>Promedios</b>						
1980-1989	39,0	22,7	20,8	17,5	61,7	38,3
1990-1999	43,9	25,3	17,8	13,0	69,2	30,8
2000-2004	58,5	20,0	10,8	10,7	78,5	21,5
Años con fenómeno de El Niño	46,0	23,2	17,8	13,1	69,2	30,8
Años sin fenómeno de El Niño	45,6	23,3	17,0	14,2	68,9	31,1
Años con inflación de un dígito (1999-2004)	59,7	21,6	9,4	9,3	81,4	18,6
Años con inflación mayor a un dígito	40,4	23,9	20,0	15,7	64,3	35,7

Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

**CUADRO R1.5**  
**CONTRIBUCIÓN DEL PERÍODO A LA INFLACIÓN ANUAL**  
**IPC TRANSABLES (SIN ALIMENTOS)**  
(PORCENTAJE)

Inflación	Trimestre				Semestre	
	I	II	III	IV	I	II
<b>Promedios</b>						
1980-1989	23,1	26,5	26,0	24,5	49,5	50,5
1990-1999	35,9	27,4	19,0	17,6	63,4	36,6
2000-2004	47,0	24,8	13,3	14,9	71,7	28,3
Años con fenómeno de El Niño	29,6	25,4	21,3	23,7	55,0	45,0
Años sin fenómeno de El Niño	35,7	26,9	19,6	17,8	62,6	37,4
Años con inflación de un dígito (1999-2004)	45,4	23,6	14,8	16,2	69,0	31,0
Años con inflación mayor a un dígito	30,2	27,6	21,9	20,3	57,8	42,2

Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

a generarse menos en el primer semestre sobre todo en el primer trimestre. En el componente no transable la inflación ha venido concentrándose en especial en el primer trimestre del año, sin que su estacionalidad se vea afectada por la presencia de condiciones climáticas adversas (fenómeno de El Niño). En períodos con inflación baja aumenta su concentración estacional en el primer trimestre. En el caso de los regulados, sobresale el hecho que su estacionalidad, en años de inflación de un dígito, se agudiza en el segundo trimestre del año, perdiendo importancia el primero (Cuadro R1.6). Este comportamiento se repite si se toma todo el período de análisis.

Con una inflación en los niveles actuales se espera que a futuro la inflación mantenga o aumente su estacionalidad en los tres primeros meses del año.

**CUADRO R1.6**  
**CONTRIBUCIÓN DEL PERÍODO A LA INFLACIÓN ANUAL**  
**IPC REGULADOS (SIN ALIMENTOS)**  
**(PORCENTAJE)**

Inflación	Trimestre				Semestre	
	I	II	III	IV	I	II
<b>Promedios</b>						
1980-1989	44,3	12,8	17,0	25,9	57,1	42,9
1990-1999	46,8	18,3	18,8	16,2	65,1	34,9
2000-2004	45,5	25,5	13,4	15,6	71,0	29,0
Años con fenómeno de El Niño	46,9	15,6	15,5	21,9	62,5	37,5
Años sin fenómeno de El Niño	45,3	18,9	17,4	18,3	64,3	35,7
Años con inflación de un dígito (1999-2004)	42,5	27,4	14,7	15,5	69,9	30,1
Años con inflación mayor a un dígito	46,9	14,7	17,9	20,5	61,6	38,4

Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

## II. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS

*En los próximos trimestres, la inflación seguirá siendo el resultado de dos influencias opuestas: la apreciación acumulada del tipo de cambio y su efecto sobre la inflación de transables, y el cierre gradual de la brecha y su efecto sobre la inflación de no transables.*

Al cierre del tercer trimestre las perspectivas de corto y mediano plazos de las economías global y doméstica siguen siendo favorables y se considera que los mayores precios del petróleo aún no cambian las perspectivas de crecimiento mundial. En este contexto, se espera que la economía continúe creciendo el resto del año, y en 2005, a una tasa similar a la observada en los últimos trimestres.

En el presente informe se revisó a la baja la proyección de inflación sin alimentos para fin de año. La disminución obedece en gran parte a la reducción de la inflación sin alimentos gracias a una disminución en los pronósticos de inflación para regulados y transables. En este resultado incide la mayor apreciación del tipo de cambio. Las perspectivas de la inflación en el largo plazo no han sufrido cambios fundamentales respecto a las identificadas en los últimos informes. La inflación en el mediano y largo plazos sigue supeditada a dos tendencias opuestas. Por un lado, una inflación baja o incluso decreciente de los bienes transables que recogería la apreciación acumulada del tipo de cambio. Por otro, una inflación de no transables en aumento, como consecuencia de la recuperación de la demanda y del cierre gradual de la brecha del producto.

### A. CONTEXTO EXTERNO

Las perspectivas de corto y mediano plazos de la economía global siguen siendo favorables, pese al aumento en los precios del petróleo y en las tasas de interés. Las expectativas sobre crecimiento económico mundial para 2004 son las más altas en varios años. Para 2005 las perspectivas son menos optimistas, aunque la corrección a la baja en el ritmo de crecimiento sería moderada y acorde con tasas de crecimiento históricas propias de períodos de expansión. Para los Estados Unidos los índices de confianza, los indicadores de producción industrial, y la capacidad instalada disponible, permiten esperar un crecimiento de 4,3% en 2004 (Cuadro 2). No obstante, el pronóstico de crecimiento para 2005 (3,5%) es inferior al que se tenía en el trimestre anterior, debido al posible efecto de los altos precios del petróleo.

*Se revisó a la baja la proyección de inflación sin alimentos para fin de año. La disminución obedece en gran parte a la reducción de la inflación sin alimentos gracias a una disminución en los pronósticos de inflación para regulados y transables.*

**PRONÓSTICOS DE CRECIMIENTO  
(PORCENTAJES)**

	Observada 2003	Pronóstico realizado el:			
		6 de octubre de 2004		6 de julio de 2004	
		2004	2005	2004	2005
<b>Países desarrollados</b>					
Estados Unidos	3,0	4,3	3,5	4,7	3,8
Zona del euro	0,5	1,6	2,4	1,6	2,4
Japón	2,5	4,3	1,8	4,1	1,8
<b>América Latina</b>					
Argentina	8,8	7,1	3,7	7,5	4,0
Brasil	(0,2)	4,5	3,6	3,4	3,4
Chile	3,3	5,1	4,9	5,0	5,0
México	1,3	4,0	3,7	3,8	3,6
Perú	4,1	4,3	4,1	4,2	4,1
Ecuador	2,6	5,5	3,3	4,9	3,9
Venezuela	(7,6)	11,2	3,6	8,6	4,1
Colombia	3,7	4,0	4,0	4,0	4,0
<b>Principales socios comerciales de Colombia</b>					
	1,8	4,3	3,3	4,3	3,6

Fuente: Observado del Fondo Monetario Internacional (FMI) y pronósticos de Datastream.

A pesar de las perspectivas de crecimiento de la economía norteamericana existen importantes riesgos, asociados al déficit fiscal y en cuenta corriente, sobre las posibilidades a mediano y largo plazos. Según el último informe del WEO del FMI, el pronóstico del déficit fiscal para 2004 es de 4,9%, con una caída relativamente leve a partir de 2005 (4,3%), mientras que en el informe anterior se tenía un pronóstico de 4,8% y 3,5%, en su orden. Adicionalmente, los pronósticos del déficit en cuenta corriente son de 5,4% y 5,1% para cada año, mayores que los obtenidos en el informe anterior (4,2% en 2004 y 4,1% en 2005).

Por otra parte, se espera un incremento gradual de tasas de la Fed de 50 pb en lo que resta de 2004 (un cambio marginal de 25 pb con respecto a lo esperado en el informe anterior), a partir del nivel actual de 1,75% de la tasa de interés de referencia. Para 2005 el incremento sería de 175 pb, de tal manera que al final de ese año las tasas nominales estarían cerca de sus niveles de largo plazo (4%). Sin embargo, una posible caída en el crecimiento económico o en la recuperación del mercado laboral podría generar un movimiento más lento en la política monetaria del Fed.

En la zona del euro los pronósticos de crecimiento siguen siendo moderados. Para 2004 y 2005 se prevé un crecimiento de 1,6% y 2,4% respectivamente, sin cambios con respecto al trimestre anterior. Según el BCE, se espera que el mayor crecimiento mundial continúe favoreciendo sus exportaciones, además de una más alta inversión, dadas las mejores condiciones de financiación internas acompañadas del mejoramiento observado en el consumo privado. Sin embargo, los altos

*Al final de 2005 las tasas de interés nominales de la Fed estarán cerca de sus niveles de largo plazo (4%).*

*Las perspectivas de crecimiento para los principales socios de Colombia como Ecuador y Venezuela han mejorado ante el repunte que han presentado los precios del petróleo.*

precios del petróleo continúan siendo un riesgo para su crecimiento, y persisten desbalances fiscales que hacen que gran parte de los países de la zona del euro probablemente incumplan los objetivos presupuestarios incluidos en sus programas de estabilidad.

Por otro lado, en Asia las perspectivas de crecimiento se lideran fundamentalmente por la economía china, a pesar de las políticas adoptadas por el Gobierno que aún no tienen impactos visibles en el crecimiento de la inflación. Para 2004 y 2005 se espera que China crezca 8,9% y 7,7%, respectivamente. En el caso de América Latina, las condiciones económicas son las más sólidas desde el período previo a la crisis de 1997 a 1998. Los altos precios de los *commodities* y principalmente del petróleo, han fortalecido el crecimiento de la mayoría de los países, especialmente Ecuador y Venezuela. De esta manera, el crecimiento esperado de los socios comerciales de Colombia se mantiene en niveles de 4,3% igual que el esperado en el trimestre anterior.

Los mayores precios de los *commodities*, las expectativas de tasas externas bajas en el corto y mediano plazos, y la estabilidad de la inflación han hecho que la percepción de riesgo de los mercados disminuya, haciendo a los países emergentes atractivos para los inversionistas internacionales. Esta apreciación se refuerza ante la perspectiva de un dólar débil respecto a la mayoría de monedas, permitiendo esperar una afluencia relativamente amplia de capitales externos hacia los países emergentes incluida Colombia<sup>5</sup> (Cuadro 3).

En este orden de ideas, las perspectivas de crecimiento para los principales socios de Colombia como Ecuador y Venezuela han mejorado ante el repunte que han presentado los precios del petróleo. Por esta razón, el pronóstico de crecimiento de Venezuela es de 11,2% para 2004, superior al estimado hace tres meses, pero el pronóstico para 2005 se ha reducido a 3,6% (Cuadro 1). Igualmente, los pronósticos de crecimiento para Ecuador son de 5,5% en 2004, superiores a los del trimestre anterior, pero inferiores para 2005 (3,3%). En este caso la mayor

<sup>5</sup> Según el pronóstico de Latin American Consensus Forecasts para 2005 la IED en Colombia sería de US\$2,2 billones (b), similar a la de 2004 (US\$2,1 b).

### CUADRO 3

#### FLUJOS DE CAPITAL NETO - AMÉRICA LATINA (BILLONES DE DÓLARES)

	2002	2003	2004	2005
Flujos de capital privados netos	1,4	0,0	(3,3)	14,2
Inversión privada directa	41,7	31,8	38,0	39,3
Flujos de portafolio privado	(17,1)	(1,7)	(2,8)	3,0
Otros flujos de capital privado	(23,2)	(30,1)	(38,5)	(28,2)

Fuente: WEO.

incertidumbre sobre el crecimiento ha sido la dificultad para avanzar en las reformas estructurales (Leyes de Hidrocarburos y de Seguridad Social) necesarias para un crecimiento más sostenido con mayor inversión extranjera y menos dependencia del sector petrolero.

En el mediano plazo, se espera que la economía mundial siga caracterizada por precios relativamente altos de los *commodities*, en especial los precios de la energía y los metales, permitiendo términos de intercambio favorables para la mayoría de países emergentes de la subregión, incluido Colombia. Los pronósticos de los precios del petróleo para este año, según la Agencia Internacional de Energía (AIE) se han incrementado a niveles de US\$40,98 por barril para 2004 y US\$42,14 para 2005, frente a US\$36,9 y US\$37 estimados en el trimestre anterior. Esta evolución se refleja en los supuestos de precios internacionales de los bienes básicos de la balanza de pagos (Cuadro 4). Sin embargo, los altos precios de las materias primas podrían traer mayores consecuencias sobre la inflación mundial, mayores que las estimadas.

El principal riesgo que exhibe este escenario externo favorable es el comportamiento del precio del petróleo. Su aumento a niveles récord podría terminar resintiendo la fase de expansión a nivel mundial con efectos adversos sobre el crecimiento de las exportaciones de los países emergentes y sobre los precios de otros *commodities*. Aunque este escenario afectaría menos a Colombia, dado su carácter de exportador de crudo, en el mediano y largo plazos no es claro que estos efectos negativos puedan ser compensados por mayores ingresos petroleros, especialmente si la capacidad exportadora del país sigue reduciéndose. Además, en la medida en que los altos precios del petróleo se transfieran a los demás precios, las tasas de interés externas podrían aumentar por encima de lo previsto en este informe, con efectos negativos sobre los flujos de capitales y las facilidades de financiamiento externo para la mayoría de las economías emergentes.

*El principal riesgo que exhibe este escenario externo favorable es el comportamiento del precio del petróleo. Su aumento a niveles récord podría terminar resintiendo la fase de expansión a nivel mundial.*

CUADRO 4

PRECIOS DE PRODUCTOS COLOMBIANOS DE EXPORTACIÓN

	Promedio		Proyección actual		Proyección anterior 1/	
	2002	2003	2004	2005	2004	2005
Petróleo (US\$ / barril)	24,20	29,00	38,16	41,91	34,14	32,11
Carbón (US\$ / tonelada)	30,80	28,10	34,51	34,51	38,28	34,97
Níquel (US\$ / libra)	1,10	1,40	2,01	1,88	1,94	1,85
Café (US\$ / libra)	0,70	0,70	0,80	0,80	0,79	0,80
Oro (US\$ / onza troy)	310,20	362,50	393,53	396,41	393,50	396,40

1/ Balanza de pagos estimada en julio de 2004.

Fuente: WEO, supuestos de balanza de pagos. Banco de la República, con base en las principales entidades productivas de Colombia.

*Sin embargo, se sigue considerando que el efecto de los mayores precios del petróleo es todavía marginal y que no cambia sustancialmente las perspectivas de crecimiento mundial.*

En este informe, sin embargo, se sigue considerando que el efecto de los mayores precios del petróleo es todavía marginal y que no cambia sustancialmente las perspectivas de crecimiento mundial. De esta forma, el estímulo que deberán recibir las exportaciones colombianas por altos precios y una demanda externa en expansión, deberá mantenerse. Adicionalmente, para Colombia juegan un papel importante los mercados de economías petroleras como Ecuador y Venezuela.

También se espera que el posible efecto adverso que podría tener la apreciación real del peso sobre las exportaciones no tradicionales sea compensado por la dinámica de crecimiento que exhiben los mercados de destino de nuestros productos, especialmente Venezuela. Por esta razón, se ha aumentado el pronóstico de crecimiento de las exportaciones para 2004. Para 2005 las exportaciones no tradicionales crecerían a menores tasas debido al menor crecimiento promedio de los socios comerciales y a las tendencias del tipo de cambio.

Además, para este informe se consideran mayores entradas netas de capitales en 2004 frente a lo previsto hace tres meses. Con base en los anteriores elementos, el supuesto de apreciación del tipo de cambio del modelo de balanza de pagos aumentó en 2004 a 7,7% (frente a 6,6% del informe de junio). En concordancia con lo anterior, el déficit en cuenta corriente en 2004 sería de 1,4% como proporción del PIB, con aumento para 2005.

*Un segundo riesgo en el contexto internacional, como ya se indicó, guarda relación con los grandes desbalances externos y fiscal en los Estados Unidos, y el alto nivel de endeudamiento de los hogares en ese país.*

Un segundo riesgo en el contexto internacional, como ya se indicó, guarda relación con los grandes desbalances externos y fiscal en los Estados Unidos, y el alto nivel de endeudamiento de los hogares en ese país. Su solución exigirá, tarde o temprano, un ajuste en los niveles de gasto e incrementos en las tasas de interés internacionales que repercutirán en el crecimiento de esa economía y en el de la economía global.

Con todo, se debe señalar que muchas de las economías emergentes son hoy menos vulnerables a los aumentos en las tasas de interés internacionales de lo que lo eran hace una década. Esto, debido a que presentan mejores fundamentos macroeconómicos, menores niveles de deuda externa, y posiciones financieras más sólidas que en años pasados. En efecto, en promedio, los países emergentes tienen hoy déficit (superávit) en cuenta corriente menores (mayores) que los hace menos dependientes de los recursos externos. Esta menor exposición a la deuda externa las hace menos vulnerables a las fluctuaciones de los mercados, aumentando el atractivo de sus instrumentos de inversión ante los inversionistas extranjeros.

Se debe señalar, sin embargo, que la economía colombiana puede ser más vulnerable que otras economías latinoamericanas, a cambios en las condiciones de los mercados de capitales: tiene mayores déficit en cuenta corriente que los países de la región, más dependencia de recursos externos (especialmente por parte del Gobierno nacional central), y una deuda pública creciente en los últimos años.

## B. DEMANDA INTERNA Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

Para lo que resta del presente año y comienzos de 2005 hay varios elementos que siguen favoreciendo el crecimiento:

- ✘ Las expectativas de empresarios y consumidores sobre el desempeño económico futuro.
- ✘ Las bajas tasas de interés y la amplia liquidez existente en la economía.
- ✘ La mayor disposición de empresarios y consumidores a endeudarse, y la recuperación de su ingreso disponible gracias al mejoramiento del empleo y de los mejores términos de intercambio.
- ✘ El aumento de las utilidades empresariales en lo corrido de 2004, lo cual puede contribuir a estimular la inversión el próximo año.

De otro lado, hay algunos riesgos negativos que podrían presentarse en 2005:

- ✘ El efecto de una eventual reforma tributaria sobre el ingreso disponible de los hogares.
- ✘ El efecto de la apreciación cambiaria actual y esperada sobre sectores exportadores o que compiten con las importaciones.
- ✘ La dependencia del Gobierno del financiamiento externo, en caso de presentarse situaciones de movilidad en los mercados de capitales.
- ✘ Un aumento adicional en el precio de los combustibles y el transporte podría aumentar los costos de producción y disminuir el potencial de crecimiento.

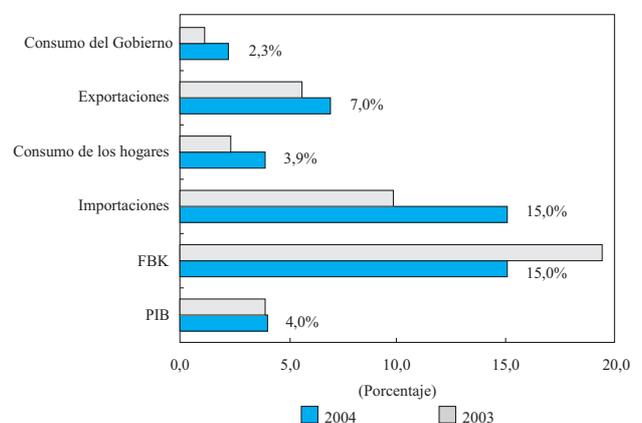
En este informe se espera que la economía continúe creciendo el resto del año, y en 2005, a una tasa similar a la observada en los últimos cuatro trimestres. Específicamente, el Banco espera un crecimiento de 4,0% para 2004. En lo que resta de 2004, las fuentes de crecimiento referentes a la demanda continuarán siendo las exportaciones, favorecidas por el crecimiento mundial y la inversión privada (Gráfico 43).

Esta última debe tener un buen comportamiento en el año, gracias a la inversión en edificaciones de acuerdo con los resultados del censo de la construcción de vivienda del DANE (Cuadro 5), y a la inversión en maquinaria y equipo de la industria, como lo anticipa el comportamiento reciente de las importaciones de bienes de capital.

*En este informe se espera que la economía continúe creciendo el resto del año, y en 2005, a una tasa similar a la observada en los últimos cuatro trimestres.*

GRÁFICO 43

### CRECIMIENTO REAL DEL PIB POR EL LADO DEL GASTO



Fuente: DANE. Cálculos y proyecciones del Banco de la República

**RESULTADOS DEL CENSO DE LA CONSTRUCCIÓN, JUNIO DE 2004**  
 (PORCENTAJE)

		Obras culminadas	Obras en proceso			Obras paralizadas o inactivas			
			Obras nuevas	Continúan en proceso	Reiniciaron proceso	Total proceso	Obras nuevas	Continúan paralizadas	Total paralizadas
2001	I	9,0	61,4	1,0	168,5	9,3	(33,0)	(8,4)	(11,3)
	II	41,0	12,7	5,5	(71,9)	0,5	13,3	(7,7)	(4,9)
	III	11,5	(11,7)	2,5	(33,3)	(3,4)	(10,4)	0,4	(1,0)
	IV	28,6	27,3	(10,6)	60,7	(0,1)	(27,7)	(2,3)	(5,2)
2002	I	23,0	58,9	2,4	(67,1)	15,5	19,1	(0,9)	0,8
	II	4,6	77,0	29,7	49,4	40,3	(27,3)	(0,7)	(5,0)
	III	48,5	92,3	29,8	2,4	44,4	(42,6)	(8,3)	(12,3)
	IV	13,5	75,4	47,8	(11,9)	52,7	(0,6)	(12,8)	(11,8)
2003	I	24,4	11,9	51,5	(25,8)	36,1	(20,5)	(9,6)	(10,7)
	II	27,5	17,9	29,9	44,0	27,0	(25,2)	(14,6)	(15,9)
	III	5,0	30,9	36,1	4,5	33,5	33,8	(13,1)	(9,5)
	IV	5,5	17,7	47,5	7,8	36,8	(2,2)	(11,0)	(10,2)
2004	I	55,1	35,6	29,6	81,8	32,2	6,4	(16,7)	(14,6)
	II	11,9	50,0	37,1	(32,7)	38,4	32,3	(14,8)	(9,7)

Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República

El consumo seguiría creciendo a tasas similares a las observadas en el primer semestre, gracias al aumento esperado en el ingreso disponible, el cual crecería por encima del PIB por primera vez en varios años, y por la estabilidad en las expectativas de los consumidores en torno a la situación esperada de la economía.

Con relación a los sectores, en el segundo semestre el crecimiento seguirá siendo impulsado por la construcción privada y la industria entre otros sectores (Cuadro 6). En términos reales, el Banco espera una leve desaceleración en el crecimiento de la economía colombiana explicada casi en su totalidad por factores estadísticos: un menor número de días hábiles en el tercer trimestre del año, una desaceleración en el sector de minas explicado por la producción de carbón y petróleo, y por la estabilización del sector de la construcción de vivienda, para el cual se espera un crecimiento anual en 2004 de 27,6%. También se proyecta una caída de 11% para el año en la construcción de obras civiles.

*Para 2005, los analistas externos e internos prevén un crecimiento de 4,0% en promedio, con el consumo y la inversión privada como los componentes más dinámicos de la demanda.*

Para 2005, los analistas externos e internos prevén un crecimiento de 4,0% en promedio<sup>6</sup>, con el consumo y la inversión privada como los componentes más dinámicos de la demanda. El aporte de las exportaciones sería menor como resultado de una menor dinámica de las exportaciones no tradicionales. La apreciación real actual y esperada para el próximo año también reducir el crecimiento de los sectores que compiten con las importaciones.

<sup>6</sup> Latin American Consensus Forecast, Oct. 2004.

**PROYECCIÓN DEL CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB POR RAMAS DE ACTIVIDAD ECONÓMICA  
(CAMBIOS PORCENTUALES DE PESOS DE 1994)**

Ramras de actividad	2004				
	I (pr)	II (pr)	III (proy)	IV (proy)	(proy)
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	3,3	2,7	3,2	3,6	3,2
Explotación de minas y canteras	6,0	3,6	(0,7)	(4,2)	1,1
Electricidad, gas y agua	4,5	3,4	2,9	3,5	3,6
Industria manufacturera	4,1	6,3	4,5	5,0	5,0
Construcción	11,3	9,3	19,7	9,8	12,5
Edificaciones	54,0	29,4	25,0	9,3	27,6
Obras civiles	(41,6)	(22,0)	11,1	10,8	(11,0)
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	5,4	5,4	5,1	5,5	5,4
Transporte, almacenamiento y comunicación	6,1	4,1	2,9	7,7	5,2
Establecimientos financieros, seguros, inmuebles y servicios a las empresas	7,3	(1,4)	3,8	3,8	3,3
Servicios sociales, comunales y personales	2,1	2,1	2,6	2,5	2,3
Servicios de intermediación financiera medidos indirectamente	28,7	(19,9)	9,3	9,3	6,4
<b>Subtotal valor agregado</b>	<b>3,9</b>	<b>4,2</b>	<b>3,9</b>	<b>3,9</b>	<b>4,0</b>
<b>Producto interno bruto</b>	<b>4,0</b>	<b>4,3</b>	<b>3,9</b>	<b>3,9</b>	<b>4,0</b>

(pr) Preliminar.

(proy) Proyectado.

Fuente: Cálculos preliminares del DANE. Proyecciones del Banco de la República.

## C. PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN

### 1. Los pronósticos para finales de 2004

A continuación se presentan los pronósticos de los diferentes modelos satélites del Banco para inflación, crecimiento, brecha del producto y devaluación, condensados en el pronóstico de corto plazo (PCP). Para este informe se considera como horizonte de corto plazo, en materia de pronósticos de inflación, el cuarto trimestre del presente año y el primero del año 2005.

En el informe anterior (junio) se revisaron al alza los pronósticos de inflación total y sin alimentos para el tercero y cuarto trimestres de 2004, teniendo en cuenta el aumento en el precio internacional de los combustibles y el efecto que se esperaba que ello tuviera sobre el precio doméstico de la gasolina y las tarifas de transporte.

Aunque en los últimos tres meses se registraron reajustes de precios en estos rubros a nivel doméstico, estos tendieron a ser menores que los previstos, pese a que el precio internacional del petróleo continuó incrementándose. Adicionalmente, en algunos casos las autoridades reguladoras podrían haber postergado parte de los reajustes para el próximo año.

Como se indicó en el capítulo I, en el mes de agosto se presentaron reducciones en las tarifas de servicios públicos regulados, concretamente de agua, en virtud de la entrada en vigencia de una nueva regulación que disminuía (eliminaba) algunos

*Aunque en los últimos tres meses se registraron reajustes de precios en los regulados, éstos tendieron a ser menores que los previstos.*

*En el presente informe se revisó a la baja la proyección de inflación sin alimentos para fin de año. Así, en esta oportunidad se espera una inflación anual para fin de año a 5,4%*

componentes de las tarifas al consumidor final. Las reducciones en los precios producto de esta nueva regulación se subestimaron en el informe de junio.

Ambas circunstancias, los menores aumentos en los precios de combustibles y transporte y la reducción en las tarifas de agua, explican la sobrestimación de la inflación sin alimentos en que incurrió el PCP del informe anterior. En aquella oportunidad, el PCP para la inflación anual sin alimentos anticipaba un dato de 5,9% frente a 5,4% finalmente observado.

Teniendo en cuenta estos errores de pronóstico, en el presente informe se revisó a la baja la proyección de inflación sin alimentos para fin de año. Así, en esta oportunidad se espera una inflación anual para esta subcanasta de 5,4% (frente a 6,1% en el informe de junio). De esta forma, la inflación sin alimentos cerraría el año ligeramente por debajo del punto medio del rango-meta definido por la JDBR para 2004.

Para el primer trimestre de 2005, sin embargo, el PCP espera un ligero repunte de la inflación sin alimentos a niveles de 5,7% anual. Dicho incremento ocurre porque para comienzos de año se esperan repuntes en la inflación de regulados, especialmente como consecuencia de ajustes en las tarifas de transporte público que serían aplazadas durante 2004.

*Se sigue esperando una ligera disminución adicional de la inflación de los rubros transables, en consonancia con el fortalecimiento del peso, y un pequeño aumento de la inflación de no transables, como resultado del cierre paulatino de la brecha del producto.*

Una vez se descuentan los precios de los regulados (combustibles, transporte y servicios públicos), el comportamiento esperado de la inflación del resto de ítems excluidos los alimentos no varía significativamente entre el informe de junio y el actual. Así, se sigue esperando una ligera disminución adicional de la inflación de los rubros transables, en consonancia con el fortalecimiento del peso, y un pequeño aumento de la inflación de no transables, como resultado del cierre paulatino de la brecha del producto y de la recuperación del precio relativo de los arrendamientos, principalmente.

Respecto a la inflación de alimentos, el dato observado de septiembre fue ligeramente superior al pronóstico efectuado en el informe de junio, lo que obedeció a mayores precios para productos perecederos, en parte, como resultado del paro de transporte realizado en el último mes, pero también por aumentos mayores en algunos productos no perecederos de origen importado. En vista de lo anterior, en este informe se incrementó ligeramente el PCP de alimentos para diciembre, el cual queda en 6,6% (frente a 6,1% del informe anterior). Para el primer trimestre de 2005 los modelos satélites del Banco pronostican reducciones en los precios de perecederos en respuesta a los precios relativamente altos de la segunda mitad de este año, con lo cual la inflación anual de alimentos caería a 5,1% hacia marzo.

Teniendo en cuenta lo anterior, el PCP para la inflación total al consumidor de diciembre de 2004 es de 5,8%, representando una disminución significativa respecto al considerado en el pasado informe trimestral. Esta disminución obedece en gran parte a la reducción de la inflación sin alimentos gracias a una disminu-

ción en los pronósticos de inflación para regulados y transables, esto último como resultado de la mayor apreciación del tipo de cambio.

Además de la inflación, el PCP incluye proyecciones del PIB para el segundo semestre de 2004. Como se explicó en la sección anterior, se espera un crecimiento anual del PIB en este período de 3,9% en promedio, con lo cual para todo el año el crecimiento del PIB sería de 4%. La menor tasa prevista para el segundo semestre respecto al primero (4,2%) obedecería a fenómenos estadísticos asociados con una base alta de comparación en el caso del PIB minero, y a un menor número de días hábiles (un fenómeno de carácter transitorio), por lo cual no se considera como una pérdida de dinamismo de la economía.

Con este supuesto de crecimiento, la brecha del producto utilizada en el PCP del modelo central del Banco se encontraría en -1,55% durante el segundo semestre del año en promedio, lo que no representa un cambio significativo frente a los supuestos y resultados del modelo central en su estimación de septiembre. Así, la brecha se habrá cerrado en 2004 en 0,3 pp. De esta manera, el PIB observado se mantendrá por debajo de su nivel potencial o no inflacionario este año, con lo cual las presiones de demanda sobre los precios aún serían moderadas, aunque crecientes.

Finalmente, se considera que las condiciones externas seguirán generando presiones hacia la apreciación del tipo de cambio y que estas presiones podrían ser más pronunciadas y se prolongarán por más tiempo de lo previsto en el anterior. Hacia el mediano plazo no se vislumbran cambios importantes en esta situación, toda vez que se prevén ajustes graduales en la tasa de interés de la Fed y que los desbalances externos y fiscal de la economía de los Estados Unidos se mantendrán durante 2005.

## **2. Los pronósticos de largo plazo**

A continuación se presentan los pronósticos se han obtenido utilizando el modelo de mecanismos de transmisión (MMT) del Banco. Como es usual, para este ejercicio se utilizó como supuesto del modelo el PCP de diciembre de 2004 y marzo de 2005 para inflación, brecha del producto y otras variables. La senda de tasa de interés que arroja el MMT es coherente con el cumplimiento del rango-meta de inflación establecida por la JDBR para este año (entre 5% y 6%) y los anuncios que se han efectuado para los años siguientes (fijación de meta entre 3,5% y 5,5% para 2005 y una meta de largo plazo de 3%).

Las perspectivas de la inflación en el largo plazo no han sufrido cambios fundamentales en este informe respecto a las identificadas en los dos reportes trimestrales anteriores. La inflación en el mediano y largo plazos sigue supeditada a dos tendencias opuestas. Por un lado, una inflación baja o incluso decreciente de los bienes y servicios transables que recogería la apreciación acumulada del tipo de cambio hasta la fecha y el hecho que en los próximos trimestres podrían seguirse

*La brecha del producto utilizado en el modelo central del Banco se encontraría en -1,55%.*

*Se considera que las condiciones externas seguirán generando presiones hacia la apreciación del tipo de cambio y que estas presiones podrían ser más pronunciadas y se prolongarán por más tiempo de lo previsto en el anterior informe.*

*La principal diferencia entre los pronósticos y tendencias de la inflación en el presente informe y los anteriores tiene que ver con el papel que desempeñaría el tipo de cambio.*

presentando presiones hacia la apreciación. Por otro, una inflación de no transables en aumento, como consecuencia de la recuperación de la demanda y del cierre gradual de la brecha del producto.

La principal diferencia entre los pronósticos y tendencias de la inflación en el presente informe y los anteriores tiene que ver con el papel que desempeñaría el tipo de cambio dada la apreciación reciente, la cual ha resultado mayor a la prevista en el informe anterior. A ello se suma un aumento en la probabilidad de apreciación del tipo de cambio en los próximos trimestres frente a lo que se consideró en junio.

Todas estas circunstancias hacen prever un mejor desempeño de la inflación de transables para 2005. En particular, para este informe se espera que la inflación de transables se mantenga, para 2005, en niveles inferiores a la meta, como sucede en la actualidad, y no se descarta que caiga por debajo de los niveles alcanzados a septiembre.

Con respecto a la brecha del producto, se sigue esperando un cierre gradual de la misma que responde a la dinámica de crecimiento que exhibe actualmente la economía. El alto dinamismo de la inversión observado en lo transcurrido de 2004 y el que se prevé para el resto del año posibilitaría una expansión importante del producto potencial o no inflacionario. No obstante, hay que tener en cuenta que el cierre paulatino de la brecha, aun si ésta es negativa, conlleva una inflación básica creciente (o al menos del componente no transable del índice de precios al consumidor (IPC)), si no hay reducciones en las expectativas de inflación o en la inercia inflacionaria que compensen ese incremento.

A este respecto, es posible que las expectativas desempeñen un papel más favorable que el esperado en los anteriores informes. Esto, por cuanto la alta probabilidad de cumplimiento de la meta de 2004 probablemente bajará las expectativas de inflación a comienzos de 2005, contribuyendo a reducir la inflación de ese año.

*Los pronósticos presentados en el escenario básico no contemplan choques por concepto de aumentos en la tarifa del IVA ni la posible ocurrencia de un fenómeno de El Niño.*

Los pronósticos presentados en el escenario básico (Cuadro 7) no contemplan choques por concepto de aumentos en la tarifa del impuesto al valor agregado (IVA) ni la posible ocurrencia de un fenómeno de El Niño en 2005 que afectaría negativamente la oferta agrícola. Adicionalmente, se supone que el precio de los servicios públicos aumenta en 6%, por debajo del nivel proyectado para 2004. El escenario básico, sin embargo, sí incluye ajustes en los precios domésticos de los combustibles por encima de la meta y acordes con el aumento del pronóstico en el precio internacional del petróleo. Finalmente, se supone un choque por aumento en los precios del transporte público en 2005.

En este contexto, el MMT sugiere que las tasas de interés deberían subir en el futuro próximo para garantizar el cumplimiento de las metas de largo plazo del Banco. Frente al pronóstico presentado en el mes de junio, los ajustes en las tasas de interés resultantes del modelo son mucho más moderados. Esto se relaciona con la mayor apreciación observada y esperada, y la menor inflación prevista para finales de este año, especialmente en materia de inflación básica. En el modelo,

**PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN EN EL ESCENARIO BÁSICO  
(PORCENTAJE)**

	<b>Inflación total</b>	<b>Inflación sin alimentos</b>	<b>Inflación de alimentos</b>	<b>Brecha del producto</b>	<b>CDT (promedio)</b>
Marzo de 2004	6,3	6,1	6,7	(1,7)	7,8
Junio de 2004	6,1	5,9	6,5	(1,7)	7,7
Septiembre de 2004	6,0	5,4	7,2	(1,6)	7,7
Diciembre de 2004	5,8	5,4	6,6	(1,5)	8,1
Marzo de 2005	5,5	5,7	5,1	(1,4)	8,8
Junio de 2005	5,2	5,5	4,5	(1,3)	8,9
Septiembre de 2005	4,9	5,3	3,9	(1,4)	9,1
Diciembre de 2005	4,6	5,1	3,4	(1,4)	9,3
Marzo de 2006	4,8	4,8	4,8	(1,3)	9,4
Junio de 2006	4,8	4,7	5,0	(1,2)	9,6
Septiembre de 2006	4,6	4,6	4,6	(1,1)	9,8
Diciembre de 2006	4,5	4,5	4,5	(1,1)	9,9

Fuente: DANE, Banco de la República.

estos factores también tienen un efecto favorable sobre las expectativas de inflación de 2005.

De todas maneras, de acuerdo con el MMT las tasas deberán subir en el mediano plazo. Este resultado ha sido constante en los informes de inflación que se han presentado a lo largo del año. Los factores que explican esta tendencia en las tasas de interés son el desplazamiento hacia una postura neutral de la política monetaria (a partir de niveles mínimos históricos) en la medida en que la brecha del producto muestra una tendencia a cerrarse por el mayor crecimiento interno, y la existencia de una tasa de inflación que aún se encuentra por encima de la meta de largo plazo (3%).

Los requerimientos de incremento en las tasas varían en escenarios alternativos que consideran la posibilidad de que la economía crezca a un mayor ritmo reflejándose en un cierre más rápido de la brecha del producto, o de una mayor apreciación del tipo de cambio en 2005. En éste último caso, y dependiendo de la magnitud de la apreciación, las tasas no tendrían que subir este año y lo harían en menor magnitud en 2005.

### 3. Balance de riesgos

En la construcción del balance de riesgos para el pronóstico de la inflación total en los próximos dos años, se identificaron las siguientes fuentes de riesgo:

- ✘ En 2004 el consumo y la inversión podrían crecer más que lo supuesto en el escenario central. En consecuencia, la brecha del producto podría reducirse más rápidamente de lo esperado. Para 2005, el sesgo sería hacia una brecha

*De acuerdo con el MMT las tasas deberán subir en el mediano plazo. Este resultado ha sido constante en los informes de inflación que se han presentado a lo largo del año.*

La probabilidad de que la inflación total sea inferior o igual a 5,5% en 2005 aumentó respecto a lo presentado en el informe precedente.

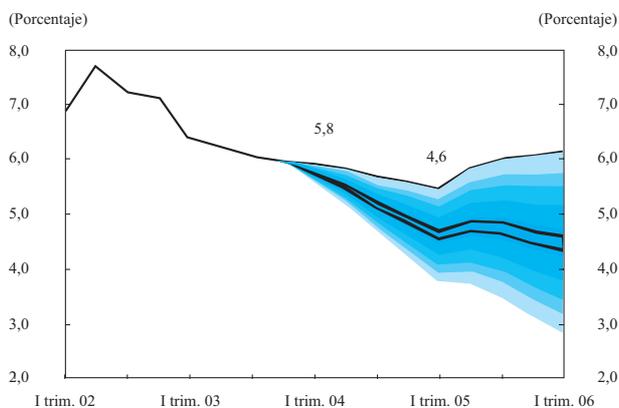
del producto más amplia, como consecuencia de una posible desaceleración de las exportaciones, y por el incremento del PIB potencial debido a la mayor inversión de este año.

- ✦ La inflación de alimentos podría ser superior a la contemplada en el escenario básico, como lo indican algunos de los modelos de pronóstico del Banco. También puede tener lugar un fenómeno de El Niño con alguna probabilidad, de acuerdo con las autoridades meteorológicas de los Estados Unidos.
- ✦ Los incrementos superiores a los considerados en los precios de los bienes regulados, así como posibles aumentos en las tarifas del IVA y ampliaciones de su base se traducirían en una inflación sin alimentos superior a la pronosticada en el escenario central.
- ✦ Unas mayores entradas de capital y mejores precios internacionales de los productos de exportación podrían generar presiones más fuertes hacia la apreciación del tipo de cambio que las contempladas en el escenario básico.

Los resultados del balance de riesgos se recogen en el cuadro de distribución de probabilidades y el *Fan Chart* o intervalo de confianza (Gráfico 44). La distribución de probabilidades para la inflación total muestra que la posibilidad de que ésta se sitúe por debajo de 6,0% en 2004 es de 99%, lo que representa un incremento significativo respecto al informe anterior (49%). Igualmente, la probabilidad de que la inflación total sea inferior o igual a 5,5% en 2005 aumentó respecto a lo presentado en el informe precedente (96% vs. 88%). Por su parte, el *Fan Chart* muestra un intervalo de confianza balanceado en torno a la senda central de pronóstico de la inflación.

GRÁFICO 44

DISTRIBUCIÓN DE PROBABILIDADES EN LA INFLACIÓN (FAN CHART)



Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

Rangos de inflación (%)	2004	2005				2006	
	Dic.	Mar.	Jun.	Sep.	Dic.	Mar.	Jun.
[6,0-6,5]	0,9	0,9	0,3	0,4	0,3	2,4	3,9
[5,5-6,0]	98,5	52,9	13,6	7,2	3,8	10,1	11,2
[5,0-5,5]	0,6	45,6	56,9	34,1	18,5	23,7	21,0
[4,5-5,0]	0,0	0,5	27,7	42,8	36,4	30,7	25,9
[4,0-4,5]	0,0	0,0	1,4	14,3	29,6	22,0	21,0
[< 4,0]	0,0	0,0	0,0	1,3	11,3	10,8	15,9

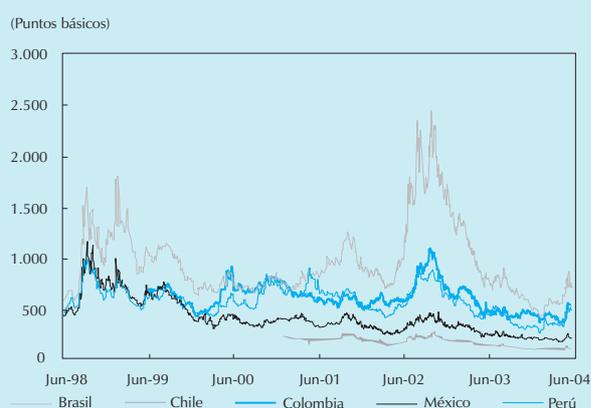
**¿QUÉ RELACIÓN EXISTE ENTRE LOS MOVIMIENTOS DE LOS EMBI Y LAS TASAS DE CAMBIO DE LAS ECONOMÍAS LATINOAMERICANAS?**

La diferencia en los niveles de los EMBI (prima de riesgo-país (*spreads*)) de diferentes economías están comúnmente asociadas al grado de solvencia y liquidez externa, a la situación fiscal, o al crecimiento económico, entre otras variables<sup>1</sup>. Las economías emergentes están sujetas a choques comunes relacionados con los términos de intercambio, a cambios en los portafolios de los inversionistas internacionales, o a choques específicos que pueden contagiar otras economías a través de la movilidad de los flujos externos de capital. Estos factores suelen reflejarse en movimientos globales de los EMBI.

El Gráfico R2.1 sugiere la existencia de una relación directa en los movimientos de la prima de riesgo-país de las economías latinoamericanas no sólo en períodos de tensión en los mercados sino también en los de calma<sup>2</sup>. Algo similar ocurre con los movimientos de las monedas de los países emergentes, debido a las relaciones de paridad que caracterizan los mercados financieros con libre movilidad (Gráfico R2.2).

En el Cuadro R2.1 se muestran las frecuencias acumuladas asociadas a las correlaciones contemporáneas (en ventanas móviles de 30 días), de la prima de riesgo-país de Colombia, Perú, Chile y México con respecto a Brasil, que por su importancia económica constituye una fuente de choques que tendería a propagarse hacia las otras economías de la región. Se observa que, con excepción de Chile es la correlación de 30 días, en cerca del 70% de los casos, de 0,4 o más. En el caso de Chile, sólo el 8% de las observaciones están en este rango, sugiriendo que este país tendría una capacidad relativamente mayor a la del resto de países de la región para aislarse de los choques sobre el EMBI de Brasil.

**GRÁFICO R2.1**  
**EMBI+**  
**DE ALGUNOS PAÍSES LATINOAMERICANOS**  
**BRASIL, CHILE, COLOMBIA, MÉXICO Y PERÚ**



Fuente: Bloomberg. Cálculos del Banco de la República.

**GRÁFICO R2.2**  
**DEVALUACIÓN ANUAL**  
**DE ALGUNOS PAÍSES LATINOAMERICANOS**  
**BRASIL, CHILE, COLOMBIA, MÉXICO Y PERÚ**



Fuente: Bloomberg. Cálculos del Banco de la República.

<sup>1</sup> Véase, por ejemplo, “International Capital Markets: Emerging Market Financing”, FMI, agosto de 2001.

<sup>2</sup> Forbes y Rigobon “Contagion in Latin America: Definitions, Measurement, and Policy Implications”, FMI-Banco Mundial, agosto de 2000.

**CUADRO R2.1**  
**FRECUENCIA RELATIVA ACUMULADA DE CORRELACIÓN DE LAS PRIMAS DE RIESGO-PAÍS (\*)**

Rango acumulado del coeficiente de correlación	Porcentaje			
	Colombia / Brasil	Perú / Brasil	Chile / Brasil	México / Brasil
0,9_1	0,4	0,3	0,0	0,0
0,8_1	5,8	3,9	0,0	10,5
0,7_1	18,3	16,7	0,0	23,0
0,6_1	39,5	39,4	0,0	37,3
0,4_1	67,2	74,0	8,0	66,7
0,2_1	87,9	88,6	29,7	85,1
0,0_1	98,0	96,7	68,3	95,4
(0,2)_1	100,0	99,4	92,9	100,0
(0,4)_1		100,0	97,7	
(0,6)_1			100,0	

(\*) Correlaciones entre primas de riesgo-país en diferencias (30 días móviles).  
Fuente: Bloomberg. Cálculos del Banco de la República.

La prima de riesgo-país de los países analizados están correlacionados en niveles y también en la magnitud relativa de sus cambios. Como se observa en el Cuadro R2.2, para más del 60% de los casos en Colombia, Chile y México (30% para Perú), el coeficiente de correlación entre las variaciones porcentuales (30 días móviles) de los EMBI y las variaciones del riesgo país de Brasil es de 0,6 o mayor.

**CUADRO R2.2**  
**FRECUENCIA ACUMULADA DE CORRELACIÓN ENTRE LOS CAMBIOS EN LAS PRIMAS DE RIESGO-PAÍS (\*)**

Rango acumulado del coeficiente de correlación	Porcentaje			
	Colombia / Brasil	Perú / Brasil	Chile / Brasil	México / Brasil
0,9_1	17,0	4,0	21,0	13,0
0,8_1	35,0	13,0	39,0	36,0
0,7_1	47,0	23,0	52,0	51,0
0,6_1	60,0	31,0	63,0	62,0
0,4_1	77,0	51,0	76,0	76,0
0,2_1	87,0	66,0	85,0	85,0
0,0_1	93,0	78,0	92,0	93,0
(0,2)_1	96,0	90,0	96,0	97,0
(0,4)_1	97,0	96,0	98,0	100,0
(0,6)_1	98,0	99,0	100,0	
(1)_1	100,0	100,0		

(\*) Coeficiente móvil (30 días) sobre las variaciones mensuales de las primas de riesgo-país.  
Fuente: Bloomberg. Cálculos del Banco de la República.

Adicionalmente, la correlación entre las economías de la región es especialmente alta en los períodos de mayores variaciones relativas, bien sea al alza o a la baja. Así, por ejemplo, cuando se presenta una variación positiva o negativa mayor que el 50% en el EMBI de Colombia, su coeficiente de correlación con el de Brasil es en promedio 0,76 (Cuadro R2.3). Para Perú y México se encuentran correlaciones incluso mayores (0,87 y 0,88, respectivamente), mientras que para Chile, nuevamente, el coeficiente es prácticamente nulo (-0,01).

Un ejercicio similar realizado con las monedas de cada país muestra que los coeficientes de correlación entre los tipos de cambio de Colombia, Perú, Chile y México con respecto a Brasil son menores que los encontrados para las

**CUADRO R2.3**  
**COEFICIENTES DE CORRELACIÓN ENTRE PRIMAS DE RIESGO-PAÍS SEGÚN RANGOS DE VARIACIÓN**

Cambios porcentuales de la prima riesgo-país <sup>1/</sup>	Coeficientes de correlación (promedio) <sup>2/</sup>			
	Colombia / Brasil	Perú / Brasil	Chile / Brasil	México / Brasil
10,0	0,49	0,56	0,08	0,66
15,0	0,49	0,59	0,09	0,70
20,0	0,50	0,65	0,09	0,77
25,0	0,53	0,71	0,06	0,81
30,0	0,58	0,77	-0,01	0,83
35,0	0,63	0,81	-0,13	0,86
40,0	0,64	0,85	-0,13	0,88
45,0	0,59	0,86	-0,08	0,88
50,0	0,76	0,87	-0,01	0,88
55,0	0,76	0,88	0,06	0,89

1/ Los cambios indican tanto caídas como incrementos en la prima de riesgo-país  
2/ Coeficientes de correlación que están asociados a dichos cambios.  
Fuente: Bloomberg. Cálculos del Banco de la República.

primas de riesgo-país, indicando, probablemente, que los movimientos de los tipos de cambio en el corto plazo recogen en mayor grado el efecto de factores internos de los países. Sin embargo, en los períodos en los cuales se presentan grandes movimientos en el EMBI (al alza o a la baja), las tasas de cambio de estos países tienden a estar más correlacionadas. Así, cuando el EMBI colombiano sufre variaciones superiores al 40%, el coeficiente de correlación entre los tipos de cambio de Colombia y Brasil es del orden de 0,29 (Cuadro R2.4).

Los resultados anteriores sugieren que los movimientos de los EMBI en el tiempo estarían afectados en forma importante por factores de contagio o por choques comunes a las economías emergentes. Existen razones que apoyan esa hipótesis: esas economías son frecuentemente exportadoras de productos básicos, cuyos precios tienden a moverse en forma similar, tienen una alta dependencia de recursos externos, al tiempo que sus monedas no son líquidas internacionalmente. Además, sus mercados financieros suelen ser poco profundos, y sus nexos comerciales con las economías desarrolladas y entre ellas mismas, contribuyen a propagar los choques externos.

**CUADRO R2.4**  
**COEFICIENTES DE CORRELACIÓN ENTRE TIPOS DE CAMBIO SEGÚN RANGOS DE VARIACIÓN DE LAS PRIMAS DE RIESGO-PAÍS**

Cambios porcentuales de la prima riesgo-país (*)	Coeficientes de correlación (promedio)			
	Colombia / Brasil	Perú / Brasil	Chile / Brasil	México / Brasil
10,0	0,06	0,15	0,44	0,18
15,0	0,04	0,16	0,44	0,18
20,0	0,07	0,19	0,45	0,17
25,0	0,16	0,21	0,44	0,17
30,0	0,21	0,16	0,45	0,16
35,0	0,28	0,18	0,49	0,13
40,0	0,29	0,17	0,48	0,10
45,0	0,22	0,15	0,36	0,10
50,0	0,63	0,15	0,15	0,11
55,0	0,63	0,13	-0,01	0,09

(\*) Los cambios indican tanto caídas como incrementos en el spread.  
Fuente: Bloomberg. Cálculos del Banco de la República.

## PROYECCIONES DE ANALISTAS LOCALES Y EXTERNOS SOBRE LAS PRINCIPALES VARIABLES MACROECONÓMICAS

Este es un análisis de las proyecciones más recientes de las principales variables de la economía colombiana para finales de 2004 y 2005, por parte de algunos analistas locales y extranjeros. En el momento de la consulta los agentes contaban con información hasta septiembre.

### I. Proyecciones para finales de 2004

En el Cuadro A1 se muestran los pronósticos para 2004. Los analistas locales situaron su pronóstico de crecimiento en 3,9% y los extranjeros en 4,1%, similar a los del trimestre anterior. Cinco de los nueve analistas mantuvieron inalterado su pronóstico, tres lo corrigieron al alza y tan sólo IDEA bajó en 40 pb. su pronóstico para fin de año. IDEA es el más optimista al pronosticar un crecimiento de 4,4% (era 4,8% hace un trimestre) y los más pesimistas son ANIF y *Dinero* que se sitúan en 3,8% (frente a 3,6% hace un trimestre). La desviación en los pronósticos se ha cerrado, como es de esperarse por la proximidad del fin de año, y sugiere un consenso en que el dato de fin de 2004 estará alrededor de 4%. En cuanto a la inflación, el pronóstico continúa en 5,9%, ligeramente por debajo del anterior (6,6%). Ocho de los nueve analistas confían en el cumplimiento de la meta, aunque en la parte superior del rango que se fijó el Emisor a comienzos del año. La mayor inflación la proyecta Goldman Sachs (6,1% frente 6,4% en el último trimestre) y el que tiene mayor confianza es Suvalor, quien cree en el cumplimiento de la meta en su punto medio (5,5%).

**CUADRO A1**  
**PROYECCIÓN DE LAS PRINCIPALES VARIABLES MACROECONÓMICAS PARA 2004**

	Crecimiento del PIB real %	Inflación IPC %	Tasa de cambio nominal (fin de)	DTF nominal 1/ %	Déficit (% del PIB)		Tasa de desempleo (13 ciudades) %
					Fiscal (SPC)	Cta. Cte.	
<b>Analistas locales</b>							
Revista <i>Dinero</i>	3,8	6,0	2.680	7,8	2,8	n.d.	13,0
Suvalor-Corfinsura	4,0	5,5	2.650	7,9	2,5	1,9	12,5
Corfivalle	4,0	5,8	2.700	7,7	2,5	1,7	14,5
ANIF	3,8	6,0	2.640	7,8	2,8	n.d.	13,0
Fedesarrollo	3,9	6,0	2.738	7,9	2,7	1,9	13,5
<b>Promedio</b>	<b>3,9</b>	<b>5,9</b>	<b>2.682</b>	<b>7,8</b>	<b>2,7</b>	<b>1,8</b>	<b>13,3</b>
<b>Analistas externos</b>							
Goldman Sachs	4,0	6,1	2.620	7,9	2,5	1,4	13,3
IDEA Global	4,4	5,7	2.670	7,9	2,4	0,9	13,5
J. P. Morgan Chase	4,0	5,8	n.d.	7,8	2,5	1,9	15,0
Deutsche Bank	4,0	5,8	2.650	7,5	2,5	1,6	13,0
<b>Promedio</b>	<b>4,1</b>	<b>5,9</b>	<b>2.647</b>	<b>7,8</b>	<b>2,5</b>	<b>1,5</b>	<b>13,7</b>

SPC: Sector público consolidado.

n.d. No disponible.

1/ Promedio del año.

Fuente: Analistas, Informe ¿Cómo nos ven afuera?, SMT Sep. de 2004, Consensus Forecast y revista *Dinero*.

En cuanto al tipo de cambio, los agentes esperan que a fin de año éste se sitúe entre \$2.620 y \$2.738. La diferencia entre el promedio de los agentes locales y los extranjeros es de treinta y cinco pesos (hace un trimestre era de cinco pesos). Siete analistas corrigieron fuertemente a la baja sus pronósticos, Fedesarrollo lo mantuvo constante y para J. P. Morgan no hay nueva información disponible. En promedio, los analistas locales bajaron su pronóstico en \$92, mientras que los extranjeros lo hicieron en \$122 (liderados por el ajuste de \$260 que hizo Goldman Sachs). A pesar de los recientes sobresaltos en el mercado, la desviación en los pronósticos se redujo a \$118 cuando hace un trimestre era de \$180.

Para la DTF el promedio de los pronósticos se sitúa en 7,8% (frente a 8,1% hace un trimestre), lo que implica que de nuevo se espera estabilidad en el nivel actual. Cuatro de los nueve analistas corrigieron a la baja, dos al alza y dos se mantuvieron estables (para Goldman Sachs no había información hace un trimestre). Corfivalle corrigió de manera importante su pronóstico, ya que espera una tasa de 7,7% cuando hace un trimestre la situaban en 8,9%. En cuanto al déficit fiscal se proyecta para fin de año, en promedio 2,6% del PIB, y las proyecciones son casi los mismos de hace tres meses, aunque tres de los nueve analistas corrigieron levemente a la baja.

Para el déficit en cuenta corriente, casi no hay cambios entre los analistas locales. En cuanto a los extranjeros, el promedio se mantuvo pero dos corrigieron al alza y dos a la baja. Goldman Sachs pasó de 2,2% a 1,4%, mientras que IDEA lo hizo de 0,3% a 0,9%. Finalmente, los agentes esperan que la tasa de desempleo en las 13 principales ciudades se sitúe, en promedio, en 13,5% (0,5% menos que hace un trimestre). Tres analistas corrigieron a la baja, dos al alza y dos mantuvieron sus pronósticos (para Suvalor no había datos hace un trimestre). Los analistas locales bajaron en 70 pb su pronóstico de hace un trimestre (el cual ajustaron a su vez 20 pb a la baja hace un trimestre), y los extranjeros lo hicieron en 17 puntos (hace un trimestre lo aumentaron en 40 pb). Vale la pena destacar que Dinero bajó sus pronósticos en 1,8% y el Deutsche Bank 1,6%, lo que sugiere que los ha sorprendido el buen desempeño de la economía en materia de empleo. J. P. Morgan es el más pesimista al situarse en 15%, mientras que Suvalor es el más optimista al esperar una tasa de desempleo de 12,5%.

## **II. Proyecciones para 2005**

El Cuadro A2 muestra algunos pronósticos para 2005. Para el año entrante los analistas esperan un crecimiento promedio de 3,9% frente a 4% de hace un trimestre. Mientras que Goldman Sachs y Suvalor esperan que el crecimiento sea de 3,5%, IDEA pronostica 4,5% (hace un trimestre era de 5%). En materia de inflación, los analistas locales se prevén 5,4%, y los extranjeros, un 5,1%.

En cuanto al tipo de cambio, seis de los nueve analistas corrigieron sus pronósticos a la baja. Llama la atención la corrección de \$320 a la baja de Goldman Sachs y de \$218 del Deutsche Bank. Esto indica que sus expectativas frente al tipo de cambio para el año entrante cambiaron drásticamente. Los analistas locales esperan en promedio un tipo de cambio \$69 por encima de lo que prevén los extranjeros (hace un trimestre se ubicaban \$64 por debajo). Los analistas locales corrigieron en \$67 sus pronósticos, lo que implica una devaluación implícita de 5,6% frente a 4,2% que esperaban hace un trimestre y 10% que suponían hace dos trimestres. Los extranjeros, por su parte, redujeron sus expectativas en \$190, lo que se traduce en una devaluación promedio implícita de 4,4% frente a 6,5% de hace un trimestre y a 4% hace dos trimestres.

**CUADRO A2**  
**PROYECCIÓN DE LAS PRINCIPALES VARIABLES**  
**MACROECONÓMICAS PARA 2005**

	<b>Crecimiento del PIB real</b> %	<b>Inflación IPC</b> %	<b>Tasa de cambio nominal</b> (fin de)
<b>Analistas locales</b>			
Revista <i>Dinero</i>	3,8	5,5	2.868
Suvalor-Corfinura	3,5	5,4	2.820
Corfivalle	4,0	5,5	2.814
ANIF	3,8	5,5	2.770
Fedesarrollo	4,1	5,0	2.890
<b>Promedio</b>	<b>3,8</b>	<b>5,4</b>	<b>2.832</b>
<b>Analistas externos</b>			
Goldman Sachs	3,5	5,0	2.730
IDEA global	4,5	5,0	2.770
J. P. Morgan Chase	4,0	5,0	n.d.
Deutsche Bank	3,9	5,2	2.790
<b>Promedio</b>	<b>4,0</b>	<b>5,1</b>	<b>2.763</b>

n.d. No disponible.

Fuente: Analistas, Informe ¿Cómo nos ven afuera?, SMT septiembre de 2004, Consensus Forecast y revista *Dinero*.

# DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS TRES MESES

## **Antecedentes: Informe sobre Inflación de junio de 2004**

En el *Informe sobre Inflación* de junio se confirmaron dos tendencias que se habían señalado en informes precedentes: el buen dinamismo de la economía mundial y las condiciones favorables para las economías emergentes en los mercados de capitales, y la consolidación de la recuperación de la demanda interna. Esto último estaba asociado con el mejoramiento del empleo y la calidad del mismo, con el crecimiento del ingreso disponible, y con las bajas tasas de interés reales, entre otros. En conjunto, estos factores se reflejaban en un buen crecimiento económico y en la continuación de la tendencia a la apreciación del tipo de cambio.

En este contexto, el reporte mostraba que durante el segundo trimestre la inflación sin alimentos había permanecido en niveles ligeramente inferiores a 6,0%, y determinada por dos tendencias opuestas: la reducción de la inflación básica impulsada por la disminución de la inflación de transables, y el incremento en la inflación de no transables, explicado principalmente por el aumento en la inflación de arriendos.

En dicho Informe se afirmaba que, probablemente las presiones inflacionarias de demanda habían permanecido contenidas en el primer semestre de 2004, y que los indicadores aún mostraban la existencia de excesos de capacidad productiva. Así mismo, se descartaba la existencia de presiones inflacionarias de costos y salarios, salvo en algunos sectores específicos. Con respecto a las expectativas de inflación se afirmaba que aunque no había indicios de que estuvieran aumentando, tampoco parecían disminuir por debajo de niveles cercanos al 6,0%.

La actualización de los pronósticos de inflación suponía una mayor apreciación nominal del peso en 2004 (6,7% en promedio para 2004 vs. 6,0% en el informe de marzo), y un nivel similar de la brecha del producto (-1,6% vs. -1,5% en promedio para 2004). El informe también llamaba la atención sobre la posibilidad de que choques mayores que los esperados en los precios de regulados y de alimentos podrían afectar negativamente la evolución futura de estas expectativas. Dada la presencia de estos posibles choques, en el reporte de junio se aumentó el pronóstico a 6,0% para la inflación total en 2004, y a 6,1% para la inflación sin alimentos.

Los resultados del modelo central de pronóstico señalaban un incremento gradual en las tasas de interés (DTF) desde el cuarto trimestre de 2004 y hasta 2006 con el fin de lograr el cumplimiento de metas de inflación decrecientes y la convergencia a niveles de inflación de alrededor de 3,0% en el largo plazo.

La evaluación de los factores de riesgo mostraba que era probable una mayor apreciación en 2004, y una mayor depreciación en 2005, frente a las supuestas en el escenario base. En dicho escenario también se suponía que la inflación de alimentos convergía a la inflación sin alimentos a finales de 2005 (5,0%), y no contemplaba el efecto de una posible modificación al régimen del IVA en ese año. Con este balance de riesgos, la inflación para finales de 2004 tenía una menor probabilidad de situarse por debajo de 6,0%, mientras que aumentaba ligeramente la probabilidad de que fuera menor que 5,5% en 2005.

En este contexto, y ante la perspectiva de una posible mayor apreciación en 2004, la JDBR mantuvo inalteradas las tasas de interés durante el trimestre. Al mismo tiempo, dada la posibilidad de una mayor depreciación de la moneda en 2005, se consideró conveniente intervenir en el mercado cambiario a través de subastas de acumulación de divisas por US\$850 millones (m) entre abril y julio, de las cuales se ejercieron US\$600 m. El manejo monetario de dicha operación se hizo de tal manera que no generara cambios indeseados en las tasas de interés del Banco.

### **Decisiones de política monetaria en el tercer trimestre de 2004**

Como se describió en el capítulo I del actual informe, durante el tercer trimestre continuaron presentándose condiciones externas e internas favorables para el crecimiento de la economía colombiana. De igual manera, el peso mantuvo su tendencia hacia una mayor apreciación, que se acentuó en julio y agosto cuando el tipo de cambio llegó a \$2.551,4 por dólar<sup>1</sup>.

Las principales diferencias con respecto al diagnóstico presentado en el informe de junio se relacionan con la existencia de menores choques de oferta de regulados para 2004 de lo que se esperaba en ese informe, y con una proyección de un menor tipo de cambio en 2004 (depreciación de -7,7% vs. -6,6% en el informe anterior), y también en 2005. El pronóstico de la inflación sin alimentos para diciembre de 2005 no varía significativamente (5,1% vs. 5,0% en el informe de junio). Sin embargo, el pronóstico de la inflación de alimentos para ese año es bastante más bajo (3,4% vs. 4,9%) por lo cual el pronóstico de la inflación total para 2005 también disminuye.

En estas condiciones la senda de tasas de interés de corto plazo (90 días) coherente con el logro de metas de inflación decrecientes es inferior a la del informe anterior, de acuerdo con el modelo central de pronóstico. La razón para la tendencia al incremento en las tasas en los próximos trimestres es comprensible si se advierte que un cierre de la brecha presiona un incremento en la inflación. En esas condiciones, dado que la senda de metas de inflación es decreciente, las tasas de interés deben incrementarse para alcanzar dichas metas, si no hay movimientos compensatorios de suficiente magnitud en las expectativas inflacionarias, en la inercia inflacionaria, o en la inflación de transables.

Aunque se espera que la inflación de transables continúe siendo inferior a la inflación total y a la posible meta que se fije para 2005, ese efecto no logra compensar en forma suficiente las expectativas de inflación y la propia inercia inflacionaria que permanecen por encima de las metas futuras. Una caída más fuerte en las expectativas de inflación modificaría la magnitud necesaria del ajuste en las tasas de interés. Sin embargo, en el capítulo I no se tienen evidencias de que las expectativas de inflación hayan disminuido sustancialmente, e incluso algunos de los indicadores muestran una persistencia en niveles de 6,0%, claramente por encima del rango que se ha anunciado para la definición de la meta de 2005 (3,5% a 5,5%).

La autoridad monetaria debe mantener un seguimiento estrecho de la evolución de las expectativas de inflación, y en particular, de la forma como puedan responder al anuncio sobre la meta de inflación para 2005. De otro lado, se debe tener en cuenta que los choques que pueden presentarse en algunos precios y servicios regulados, y un posible fenómeno de El Niño en 2005 podrían significar una presión inflacionaria importante, y afectar las expectativas de inflación, aunque sólo tengan un carácter transitorio.

---

<sup>1</sup> Tasa representativa del mercado (TRM) del 31 de agosto de 2004.

Adicionalmente, la política monetaria debe propugnar porque el cierre de la actual brecha del producto se dé a una velocidad tal que no se produzcan aumentos muy rápidos en los precios de los no transables. En particular, se debe minimizar la probabilidad de una brecha positiva en el contexto de una apreciación real, puesto que, en ese caso, todo el peso de la desinflación recaería en la tasa de cambio, con los consecuentes costos sobre la actividad económica de los sectores transables.

En términos de los instrumentos de política, lo anterior implica que para moderar el cierre de la brecha del producto es indispensable que no se mantengan tasas de interés reales muy bajas por un período prolongado. En algún momento es necesario elevar las tasas de interés de intervención del Banco de la República, y la elección de ese circunstancia debe tomar en cuenta los rezagos de la política monetaria. Si dicha política reacciona sólo cuando sea evidente un cierre acelerado de la brecha del producto, se requerirían aumentos muy grandes de las tasas de interés más adelante. Más aún, si la política monetaria no reacciona con la debida anticipación, puede comprometerse la credibilidad en el logro de las metas de inflación y en el compromiso de la autoridad monetaria con una senda decreciente de inflación. En estas condiciones, esta política pierde la capacidad para incidir en las expectativas de inflación, para alinearlas con las metas futuras.

Dadas las anteriores consideraciones, parece conveniente iniciar un proceso gradual de aumento en las tasas de interés de intervención, tal como está ocurriendo en muchos de los bancos centrales del mundo como la Fed, Brasil, México, e Inglaterra, entre otros. No obstante, como se mencionó en el capítulo II, los pronósticos de la balanza de pagos en 2005 podrían subestimar algunas fuentes adicionales de divisas, como, por ejemplo, mayores flujos de IED en petróleo, o un crecimiento más alto de las exportaciones no tradicionales a Venezuela. Además, se mantienen las expectativas de un dólar débil respecto a la mayoría de monedas como consecuencia de los desbalances externo y fiscal en la economía norteamericana, y es posible que para el próximo año permanezcan los precios relativamente altos de los productos básicos. Como consecuencia, la apreciación nominal esperada el próximo año podría ser mayor que la supuesta en el escenario base. En este caso, como lo ilustra uno de los escenarios alternativos del modelo central de pronóstico, las tasas de interés podrían mantenerse constantes en lo que resta de este año, y sólo comenzar a incrementarse en 2005.

Con base en estas anteriores consideraciones, la JDBR decidió mantener inalteradas las tasas de interés de intervención del Banco de la República, durante el tercer trimestre de 2004. La Junta también manifestó su compromiso con el logro de metas de inflación decrecientes y convergentes a niveles consistentes con la estabilidad de precios en el largo plazo.

En el frente cambiario, la Junta continuó con la política de acumulación de divisas que había aplicado en el primer semestre con el fin de mitigar las presiones hacia una mayor apreciación del tipo de cambio. De esta manera, se convocaron subastas de opciones de acumulación de reservas por US\$200 m para agosto y por un monto igual para septiembre, los cuales se ejercieron en su totalidad.

En la sesión del 17 de septiembre, señalando los efectos negativos que un peso más fuerte podía tener sobre algunos sectores de la producción, la Junta decidió complementar su estrategia de intervención en el mercado cambiario, abriendo la posibilidad de hacerlo en forma discrecional y anunciando que para lo que resta del año estaría en disposición de comprar hasta US\$1.000 m, ya sea a través de este nuevo mecanismo o del tradicional mecanismo de subastas para la acumulación de reservas.

La anterior decisión se complementó con el anuncio del programa monetario para fin de año con el fin de garantizar el aumento en la demanda de dinero de la economía que tiene lugar en el último trimestre. La Junta señaló que el Banco suministraría liquidez al mercado hasta por \$3,2 b, principalmente mediante la compra de reservas internacionales en el mercado cambiario.

Finalmente, el Banco de la República, siguiendo la práctica de los bancos centrales a nivel internacional, decidió que a partir del 1 de octubre no prestaría el servicio de consignación de divisas en efectivo a los intermediarios del mercado cambiario.

Se debe reiterar que la intervención cambiaria no significa que la Junta Directiva tenga un objetivo de tipo de cambio o que se comprometa con un nivel determinado del tipo de cambio. Estas intervenciones hacen parte de la estrategia flexible de inflación objetivo que permite que la autoridad monetaria promueva el crecimiento y la generación de empleo, siempre que no sea incompatible con el logro de las metas de inflación y la estabilidad de precios, que es el objetivo que la Constitución le ha asignado al Banco de la República.

**CUADRO A**  
**ÚLTIMAS MODIFICACIONES DE LAS TASAS DE INTERVENCIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA**  
**(PORCENTAJE)**

Fecha	Lombarda		Subasta	
	De contracción		De expansión	
<b>2001</b> 17 de Dic.	6,25	7,50	8,50	12,25
<b>2002</b> 21 de Ene.	6,00	7,00	8,00	11,75
18 de Mar.	5,25	6,25	7,25	11,00
15 de Abr.	4,25	5,25	6,25	10,00
20 de May.	3,75	4,75	5,75	9,50
17 de Jun.	3,25	4,25	5,25	9,00
<b>2003</b> 20 de Ene.	4,25	5,25	6,25	10,00
29 de Abr.	5,25	6,25	7,25	11,00
<b>2004</b> 23 de Feb.	5,00	6,00	7,00	10,75
23 de Mar.	4,75	5,75	6,75	10,50

Fuente: Banco de la República.

Este informe fue editado y diagramado por la Sección de Publicaciones del Departamento de Comunicación Institucional, con caracteres Times New Roman de 10,5 puntos.

Se imprimió en Cartoprint Ltda., sobre papel Propal libros de 90 gramos.

Noviembre de 2004

