

## SITUACIÓN INFLACIONARIA EN MARZO Y SUS PERSPECTIVAS

- ✧ La evolución de la situación inflacionaria en el primer trimestre se caracterizó por los siguientes hechos:
  - ✧ Descenso de la inflación total y de todos los indicadores de inflación básica, en especial el de la inflación sin alimentos.
  - ✧ Reducción de las expectativas de inflación durante el primer trimestre del año, como lo muestran las encuestas y la evolución de los diferenciales entre las tasas de interés de los TES de tasas fija y variable.
  - ✧ Disminución de la inflación de no transables que en parte se explica por la reducción de las expectativas de inflación, pero que también podría reflejar la inexistencia de presiones de demanda importantes.
  - ✧ Reducción de la inflación de transables asociada con la apreciación del tipo de cambio.
- ✧ Al mismo tiempo, la economía colombiana continuó creciendo en un contexto externo favorable. La economía mundial y la de nuestros principales socios comerciales presentan un alto dinamismo, aunque para el año se espera una menor expansión que la que se observó en 2004. Los términos de intercambio se mantienen altos, y los precios de algunos productos básicos de exportación podrían aumentar inclusive por encima de los niveles del año anterior.
- ✧ Con las cifras del producto interno bruto (PIB) para el cuarto trimestre puede afirmarse que la economía continuó fortaleciéndose en 2004 y que la desaceleración del PIB en el tercer trimestre fue en gran parte transitoria y relacionada con choques de oferta como se había señalado en el informe anterior. El crecimiento en los últimos seis trimestres ha sido superior al 4%, en promedio, y desde el tercer trimestre de 2003 la demanda interna ha crecido por encima de 5%.
- ✧ Los factores más dinámicos por el lado de la demanda en 2004 fueron la inversión privada y las exportaciones. Con el crecimiento observado de la inversión, su nivel como porcentaje del PIB alcanzó una tasa superior a su valor promedio entre 1970 y 2004 (17%). El consumo de los hogares continuó recuperándose, y, en términos per cápita, alcanzó los niveles previos a la crisis de 1999.
- ✧ Es probable que el crecimiento del PIB potencial haya aumentado en los dos últimos años como resultado del dinamismo de la inversión y de incrementos en la productividad total factorial. Sin embargo, debe recordarse que el PIB potencial no es observable y que su estimación está sujeta a incertidumbre.

- ✧ Adicionalmente, el análisis de diversos indicadores no presenta una evidencia concluyente sobre el cambio en la brecha de producto (la diferencia entre el PIB potencial y el PIB observado) con respecto al último informe de inflación:
  - ✧ Algunos de los indicadores señalarían una brecha menor. La utilización de capacidad instalada de la industria registró un aumento en enero, pero aún se sitúa cerca de su promedio histórico. Las respuestas sobre la importancia de problemas de demanda en la industria sugieren un cierre continuo de la brecha hasta enero de 2005. El porcentaje de empresas con utilización de capacidad instalada mayor que el promedio histórico continuaba aumentando. Sin embargo, estos indicadores se refieren exclusivamente a la industria y pueden ignorar lo que ocurre en otros sectores de la economía.
  - ✧ Otros hechos sugieren que la brecha de producto no se estaría cerrando. El comportamiento de los precios de los no transables y, en particular, de varios servicios, indicaría que la brecha no se estaría reduciendo rápidamente. Por otra parte, la tasa de desempleo aún se sitúa por encima del nivel que, se estima, indicaría una posible aceleración de la inflación.
- ✧ El desempeño de la economía en los próximos trimestres depende, en buena medida, de la evolución del contexto externo. A este respecto, los mayores factores de incertidumbre son el comportamiento de los precios del petróleo y el ajuste de la política monetaria en los Estados Unidos.
- ✧ Existe consenso entre los analistas sobre la magnitud total del ajuste requerido en las tasas de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed), aunque persiste incertidumbre sobre el ritmo al cual pueda realizarse. En este Informe los pronósticos macroeconómicos suponen que continuará el ajuste gradual de las tasas de interés de la Fed hacia una posición neutral de la política monetaria.
- ✧ En estas condiciones se mantendrían las principales tendencias de los flujos de capital hacia las economías emergentes, caracterizadas por la existencia de una amplia liquidez en los mercados internacionales y sin que se presenten repuntes importantes en las primas de riesgo-país. No obstante, esta percepción también está sujeta a la incertidumbre sobre la velocidad de ajuste de la tasa de interés de la Fed y la evolución de los desbalances externo y fiscal en la economía de los Estados Unidos.
- ✧ Las últimas proyecciones de la balanza de pagos muestran que los ingresos de la cuenta corriente en 2005 podrían ser mayores que los previstos en el último Informe. Por un lado, se ha venido registrando un aumento en los términos de intercambio que se puede mantener en lo que resta de 2005. Por el otro, la demanda de nuestros socios comerciales, especialmente de Venezuela, puede ser más dinámica frente a lo que se esperaba.
- ✧ El comportamiento de los flujos de capital privados dependerá del contexto internacional y de la respuesta de los inversionistas internacionales y domésticos a los ajustes de la política monetaria en los Estados Unidos. De otro lado, si los ajustes en las tasas son mayores que los esperados, es posible que la entrada neta de capitales sea menor, e incluso podrían observarse salidas netas, con un impacto hacia el alza del tipo de cambio frente a sus niveles actuales.
- ✧ Los resultados de los modelos de pronóstico de la inflación y del modelo central de simulación de la política monetaria muestran que existe una alta probabilidad de cumplir la meta de 2005 (entre 4,5% y 5,5% con 5%, como meta puntual) y reducir la inflación hacia el rango anunciado para la

meta en 2006 (entre 3% y 5%). Esto ocurriría incluso con una devaluación moderada del peso, y sería consistente con una senda de la tasa de interés de corto plazo (tasa interbancaria TIB) que se mantendría en niveles iguales o ligeramente inferiores a los actuales (6,3%).

- ✘ De otro lado, los resultados de algunos modelos muestran que si la economía colombiana crece en 2005 a tasas superiores a 4%, que impliquen una reducción de la *brecha del producto*, no habría margen para una caída de la TIB frente a sus niveles actuales. Por el contrario, las tasas de interés de intervención del Banco de la República deberían moverse el próximo año hacia una postura monetaria más neutral, tal como lo están haciendo los bancos centrales de la mayoría de las economías, tanto desarrolladas como emergentes.
- ✘ Por otra parte, como ya se mencionó, es posible que factores de oferta (aumentos en el acervo de capital y en la productividad), impliquen una brecha inicial menor o un cierre más lento de la misma. En este caso existiría la posibilidad de mantener el estímulo monetario con el que actualmente opera la economía. Sin embargo, dada la incertidumbre sobre el estado y la evolución de la brecha, es difícil afirmar que alguno de los anteriores escenarios sea más probable que los otros.
- ✘ Algo similar sucede en relación con la tasa de cambio. Las proyecciones de esta variable son muy sensibles a los escenarios sobre balanza de pagos, los cuales cambian a medida que hay más información pertinente, y según el ritmo y la duración del ajuste de las tasas de interés externas. Nuevamente, en este contexto es difícil definir una proyección definitiva sobre la evolución de la tasa de cambio en el corto y mediano plazos.
- ✘ Finalmente, debe tenerse en cuenta que los modelos de pronóstico no previeron una parte del descenso en la inflación en el primer trimestre. Por esta razón, aún no es posible determinar si ese comportamiento de la inflación tiene un carácter permanente o transitorio.
- ✘ La incertidumbre que existe sobre el nivel de la brecha de producto, la evolución futura de la tasa de cambio y la solidez del descenso reciente de la inflación hacen necesario reunir un conjunto mayor de información antes de introducir un cambio en la política monetaria.
- ✘ Por las razones anteriores, en su reunión del 22 de abril, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) decidió mantener la postura de la política monetaria con las siguientes implicaciones:
  1. Mantener la estructura de las tasas de interés del Banco.
  2. Mantener cerradas la ventanilla y las subastas de contracción.
  3. Mantener el esquema de intervención cambiaria discrecional.

Junta Directiva del Banco de la República