

BANCO DE LA REPÚBLICA



INFORME SOBRE
INFLACIÓN

M A R Z O 2 0 0 5



INFORME SOBRE
INFLACIÓN

M A R Z O D E 2 0 0 5

BANCO DE LA REPÚBLICA

BOGOTÁ, D. C., COLOMBIA

ISSN - 1657 - 7973

CONTENIDO

ÍNDICE DE GRÁFICOS Y CUADROS	4
RESUMEN: LA SITUACIÓN INFLACIONARIA EN MARZO Y SUS PERSPECTIVAS	7
I. SITUACIÓN INFLACIONARIA EN MARZO DE 2005	13
A. CONTEXTO EXTERNO	13
B. COYUNTURA INTERNA	18
C. AGREGADOS MONETARIOS, CRÉDITO Y TASAS DE INTERÉS	23
D. LA INFLACIÓN A MARZO Y SUS DETERMINANTES	26
RECUADRO: LOS DESBALANCES EN LOS ESTADOS UNIDOS Y EL DEBILITAMIENTO DEL DÓLAR	33
II. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS	38
A. EL CONTEXTO EXTERNO Y EL TIPO DE CAMBIO	38
B. PERSPECTIVAS INTERNAS Y DEMANDA	42
C. PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN	45
ANEXO: PROYECCIONES DE ANALISTAS LOCALES Y EXTERNOS PARA ALGUNAS VARIABLES MACROECONÓMICAS	52
DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS TRES MESES	55

ÍNDICE DE GRÁFICOS Y CUADROS

I. SITUACIÓN INFLACIONARIA EN MARZO DE 2005

Gráfico 1	Precio del petróleo (WTI) Bolsa de Nueva York	14
Gráfico 2	Crecimiento trimestral anualizado del PIB Estados Unidos, zona del euro y Japón	14
Gráfico 3	Inflación anual de los Estados Unidos	15
Gráfico 4	Tasa de interés de la Fed	16
Gráfico 5	Tasas de interés de los bonos de los Estados Unidos	16
Gráfico 6	Prima de riesgo-país EMBI+ países latinoamericanos	16
Gráfico 7	Tasa de cambio diferentes monedas frente al dólar	16
Gráfico 8	Balance comercial de los Estados Unidos	17
Gráfico 9	Tasa de cambio de diferentes monedas latinoamericanas frente al dólar	17
Gráfico 10	Tasa representativa de mercado	17
Gráfico 11	Tasas de interés de TES en el mercado secundario	18
Gráfico 12	Precio internacional del café y del níquel	18
Gráfico 13	Crecimiento anual del PIB	18
Gráfico 14	PIB de transables y no transables	19
Gráfico 15	Demanda interna	19
Gráfico 16	Inversión total como porcentaje del PIB	19
Gráfico 17	Crecimiento real anual del PIB y de las importaciones	20
Gráfico 18	Exportaciones tradicionales y no tradicionales	20
Gráfico 19	Exportaciones no tradicionales a Venezuela y los Estados Unidos	20
Gráfico 20	PIB de la industria manufacturera	21
Gráfico 21	Consumo de los hogares	21
Gráfico 22	Descomposición de la creación de empleo en 13 ciudades	22
Gráfico 23	Tasa global de participación	22
Gráfico 24	Creación de empleo para personas con edades de 12 a 17 años	22

Gráfico 25	PIB de no transables	23
Gráfico 26	Cartera bruta nominal y M3	23
Gráfico 27	Agregados monetarios tasas de crecimiento anual del promedio mensual	25
Gráfico 28	Tasas de interés nominales	25
Gráfico 29	Tasa de interés nominal por tipo de colocación	25
Gráfico 30	Cartera bruta en moneda extranjera, local y total	26
Gráfico 31	Inflación anual al consumidor	26
Gráfico 32	IPC sin alimentos	27
Gráfico 33	IPC de alimentos	27
Gráfico 34	Indicadores de inflación básica	27
Gráfico 35	IPC de transables excluyendo alimentos y regulados	27
Gráfico 36	IPC de no transables excluyendo alimentos y regulados	27
Gráfico 37	IPC de regulados sin alimentos	27
Gráfico 38	IPC de arriendos y resto de no transables	28
Gráfico 39	Indicadores de costos de producción	29
Gráfico 40	Expectativas de inflación derivadas de los contratos TES tasa fija y tasa variable	29
Gráfico 41	Inflación observada y expectativas de inflación	29
Gráfico 42	Productividad laboral por hora trabajada en la industria	30
Gráfico 43	La demanda como principal problema para los empresarios	31
Gráfico 44	Utilización de la capacidad instalada según la ANDI	31
Gráfico 45	Empresas con capacidad instalada por encima del promedio histórico	31
Cuadro 1	Fuentes de la base monetaria	24
Cuadro 2	Porcentaje de beneficiados por nivel de incremento salarial pactado	30

II. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS

Gráfico 46	Índice de precios de los <i>commodities</i> (WCF)	40
Gráfico 47	Consumo total de los hogares y encuesta de consumo de Fedesarrollo	44
Gráfico 48	Importaciones totales de bienes intermedios y de capital	44
Gráfico 49	Ingreso disponible real	45
Gráfico 50	Principales variables en la medición del ingreso disponible real	45
Gráfico 51	Brecha del producto	48
Gráfico 52	Credibilidad en la meta de inflación de 2001 a 2005	48
Gráfico 53	Distribución de probabilidades en la inflación (<i>Fan Chart</i>)	51
Cuadro 3	Pronósticos de crecimiento para los principales socios comerciales	39
Cuadro 4	Precios internacionales	41
Cuadro 5	Balance en cuenta corriente	42
Cuadro 6	PIB sectorial	43
Cuadro 7	Pronósticos del modelo central (MMT)	49

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



INFORME SOBRE INFLACIÓN

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

GERENCIA TÉCNICA

Hernando Vargas Herrera

Gerente

SUBGERENCIA DE ESTUDIOS ECONÓMICOS

Jorge Hernán Toro Córdoba

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

Alejandro Reyes González

José Luis Torres Trespalcios

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 INFLACIONARIA EN MARZO DE 2005

*Las condiciones externas son favorables para Colombia.
A pesar del mayor crecimiento económico no se evidencian presiones inflacionarias de demanda.*

En el primer trimestre de 2005 la economía de los Estados Unidos continuó su expansión, aunque a un ritmo menor que en 2004, y las economías emergentes continuaron su dinamismo gracias a los altos precios de los *commodities* y al aumento de la demanda mundial. Sin embargo, el incremento en los precios del petróleo y el temor a una política monetaria más agresiva por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos aumentaron la volatilidad en los mercados financieros mundiales. Pese a la mayor percepción de riesgo, las monedas latinoamericanas continuaron su fortalecimiento frente al dólar.

Las condiciones externas son aún favorables para Colombia. Con las cifras de crecimiento de 2004 se consolida una nueva fase de expansión de la economía y se confirma que la desaceleración en el tercer trimestre fue transitoria. Las fuentes de demanda que impulsaron el crecimiento en 2004 fueron las exportaciones y la inversión privada.

La inflación básica se desaceleró, en parte como resultado de la reducción en las expectativas inflacionarias. Este resultado también sugiere que, a pesar del mayor crecimiento económico, no se evidencian presiones inflacionarias de demanda y que la brecha del producto (diferencia entre el PIB observado y el PIB potencial) continúa siendo negativa. Sin embargo, parte de la reducción de la inflación básica fue sorpresiva, y aún no es posible establecer si este comportamiento tiene un carácter permanente o transitorio.

La inflación básica se desaceleró, en parte como resultado de la reducción en las expectativas inflacionarias.

A. CONTEXTO EXTERNO

En lo corrido del año, y en particular en marzo, se observó un aumento en la volatilidad de los indicadores financieros internacionales y en la percepción de riesgo de los mercados, que contrasta con la tranquilidad que imperó en la segunda mitad de 2004. Este fenómeno estuvo asociado a dos eventos: a) un aumento de

los precios del petróleo, muy por encima de las expectativas, y b) mayores temores sobre un endurecimiento más rápido de la política monetaria en los Estados Unidos.

Respecto al primero de estos hechos, a finales de febrero y comienzos de marzo los precios del petróleo superaron la barrera de los US\$50 el barril (para el West Texas Intermediate, WTI por su sigla en inglés) y alcanzaron incluso niveles cercanos a los US\$60 (Gráfico 1). Esto fue el resultado de una demanda mundial más dinámica que la prevista y del nerviosismo causado por posibles recortes de producción anunciados por la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) a principios de año. Aunque los recortes no se materializaron, persistió la volatilidad en el mercado. En las últimas semanas el precio se redujo un poco, pero se sigue ubicando por encima de los US\$50 dólares por barril.

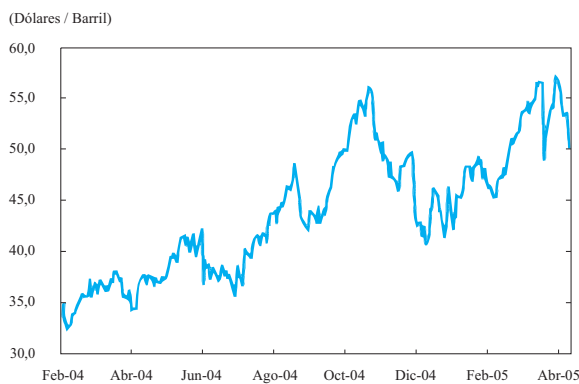
En cuanto a la política monetaria en los Estados Unidos, las cifras recientes sobre crecimiento de la demanda y el aumento del déficit comercial, unido al posible surgimiento de presiones inflacionarias por los mayores precios de los combustibles, generaron preocupación en el mercado sobre una subida más rápida en las tasas de interés por parte de la Fed. Estos temores fueron acrecentados por nueva evidencia que sugería un mayor poder de fijación de precios por parte de las empresas, además de la caída en el crecimiento de la productividad y del incremento en los costos laborales.

Parte de la mayor volatilidad de los índices financieros estuvo asociada a las cifras negativas del balance comercial en los Estados Unidos. El crecimiento económico en ese país y los altos precios del petróleo han implicado un incremento en las importaciones que, unido a unas exportaciones poco dinámicas, han hecho que el déficit del balance comercial siga creciendo. A febrero éste se ubicó nuevamente en un nivel máximo de US\$61 billones (b), y así generó mayor incertidumbre sobre su sostenibilidad en el largo plazo.

Las cifras sobre actividad económica en los Estados Unidos tampoco permiten descartar del todo un mayor apretón monetario por parte de la Fed. En los últimos dos trimestres, la economía norteamericana siguió mostrando un buen desempeño. El crecimiento real para el último trimestre del año anterior fue de 3,9% (trimestral anualizado) apoyado en la fuerte demanda interna (Gráfico 2). Para lo corrido de 2005 los datos también son favorables aunque se evidencia un ritmo de expansión menor que el año pasado. Así, el índice de producción industrial mostró un incremento anual de 3,9% a marzo, comparado con 4,4% en diciembre.

GRÁFICO 1

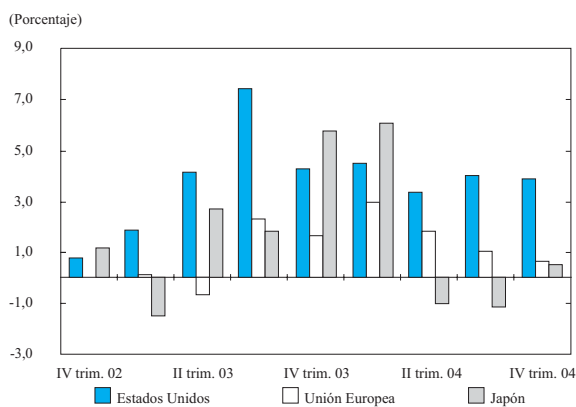
**PRECIO DEL PETROLÉO (WTI)
BOLSA DE NUEVA YORK**



Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO 2

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



Fuente: Datastream.

Por su parte, las ventas minoristas presentaron un crecimiento de 5,8% menor al observado en los meses anteriores, y el mercado laboral mejoró aunque a un menor ritmo.

El contexto externo continúa favoreciendo a las economías emergentes.

El buen crecimiento en los Estados Unidos junto con una expansión acelerada en China han seguido impulsando la economía mundial. Por el contrario, las economías de Japón y de la zona del euro se han debilitado.

Respecto a la economía japonesa, durante el cuarto trimestre de 2004 el crecimiento fue de 0,5% (trimestre anualizado) mayor que el observado durante el segundo y tercer trimestres, pero muy inferior al del resto de las economías desarrolladas; esto ha sido por cuenta de un menor consumo de los hogares y de un pobre desempeño de las exportaciones. Esto último parece ser el resultado de la fuerte apreciación del yen frente al dólar observada desde la segunda mitad de 2004.

En la zona del euro el crecimiento para el cuarto trimestre de 2004 fue de 0,6% (trimestre anualizado), menor al observado durante los últimos trimestres. La desaceleración se explica por una demanda externa menor y una floja recuperación de la demanda interna. El consumo privado mostró una mejoría luego de dos trimestres de estancamiento, mientras que el mercado laboral tuvo un comportamiento estable, con una tasa de desempleo invariable en los últimos doce meses.

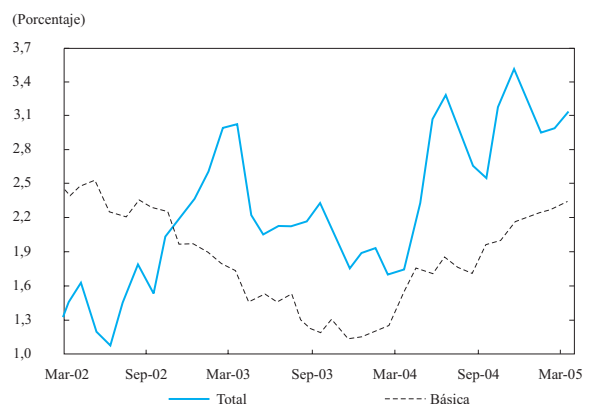
Este contexto externo continúa favoreciendo a las economías emergentes. En los últimos meses China exhibe un crecimiento que supera las previsiones de los analistas y no sugiere un enfriamiento de su economía. Los países de América Latina también mantienen una expansión vigorosa. La mayor demanda mundial durante el año anterior y comienzos de este, y los altos precios de algunos productos básicos, continúan impulsando las economías regionales. Este entorno favorable ha estimulado el consumo de los hogares, y ha mejorado las condiciones de financiamiento de gran parte de los países, haciéndolos menos vulnerables a los choques externos.

Las presiones inflacionarias en los Estados Unidos siguieron contenidas, por lo menos con cifras a febrero, pese al crecimiento relativamente sólido de la demanda, a los mayores precios del petróleo y al debilitamiento del dólar (Gráfico 3). Sin embargo, las cifras de marzo¹ son menos claras.

En este entorno, el aumento de tasas por parte de la Fed siguió siendo gradual (25 puntos básicos (pb) por reunión). En la actualidad, su nivel es de 275 pb, 50 pb por encima del nivel de diciembre pero aún muy por

GRÁFICO 3

INFLACIÓN ANUAL DE LOS ESTADOS UNIDOS

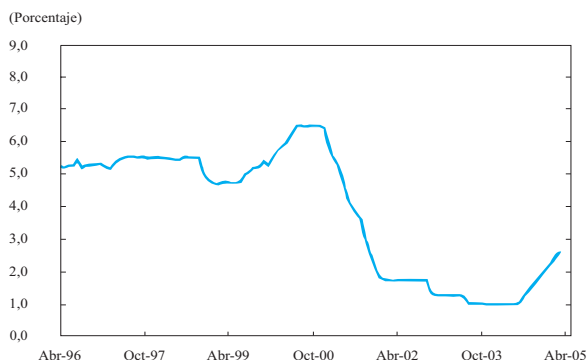


Fuente: Datastream.

¹ Difundidas al público el pasado 20 de abril.

GRÁFICO 4

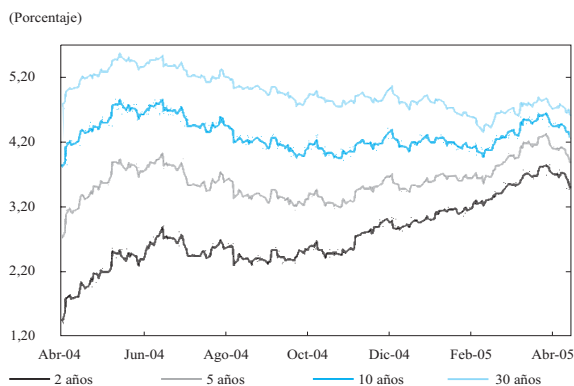
TASA DE INTERÉS DE LA FED



Fuente: Datastream.

GRÁFICO 5

TASAS DE INTERÉS DE LOS BONOS DE LOS ESTADOS UNIDOS



Fuente: Datastream.

GRÁFICO 6

PRIMA DE RIESGO-PAÍS EMBI+ PAÍSES LATINOAMERICANOS (*)



(*) 15 de abril.
Fuente: Bloomberg.

debajo de sus niveles de largo plazo que se estiman en 5% (Gráfico 4).

A pesar de la política moderada por parte de la Fed, la mayor incertidumbre condujo a un aumento en la volatilidad de los mercados financieros mundiales y logró interrumpir las tendencias a la baja de variables como las tasas de interés de largo plazo de la economía norteamericana y las primas de riesgo-país de las economías emergentes. En los Estados Unidos las tasas de interés de largo plazo se incrementaron por primera vez desde mediados de 2004 (Gráfico 5), mientras que las primas de riesgo-país repuntaron desde los bajos niveles alcanzados en febrero (Gráfico 6).

La subida de tasas de interés de la Fed y la posibilidad de un ajuste más rápido en los próximos meses, evitó un debilitamiento adicional del dólar frente a las principales monedas del mundo, e incluso hizo posible su recuperación marginal en marzo (Gráfico 7). Aún así, la moneda norteamericana ha seguido afectada por el creciente desequilibrio externo en los Estados Unidos (Gráfico 8).

Para Colombia y otros países emergentes de la región, el aumento en la percepción de riesgo impulsó una subida en el tipo de cambio a finales de febrero y marzo. Este salto, sin embargo, resultó ser transitorio y en las últimas semanas el tipo de cambio tendió a retornar a los niveles de febrero (Gráfico 9).

GRÁFICO 7

TASA DE CAMBIO DIFERENTES MONEDAS FRENTE AL DÓLAR



Fuente: Datastream.

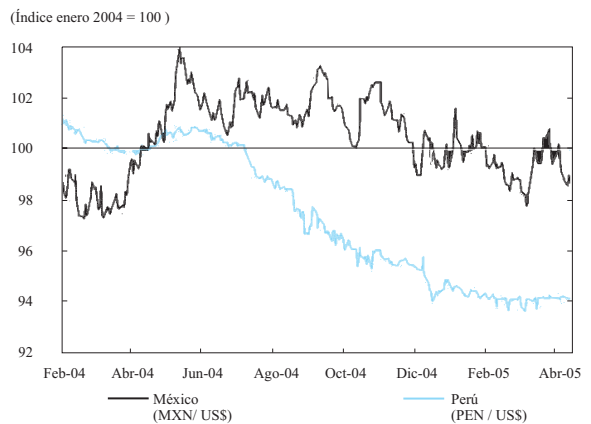
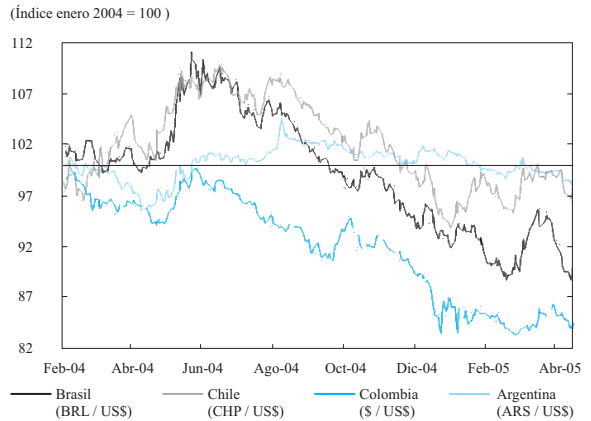
En términos generales, lo que se observó en el primer trimestre fue una tendencia hacia la apreciación de los tipos de cambio de los países de la región. El caso de Colombia no fue la excepción, y la apreciación entre diciembre y marzo de 2,4% (11,9% anual) fue mayor que la prevista en los informes anteriores (Gráfico 10). Sin embargo, lo ocurrido durante este mes indica que el mercado estará más atento a cualquier evento que señale un posible cambio en la postura por parte de la Fed que pueda hacerle más atractivo invertir en los Estados Unidos que en el resto del mundo.

En el caso de Colombia, los eventos externos de marzo generaron también un incremento de las tasas de los TES, en especial de las de largo plazo, por primera vez desde mediados de 2004. No obstante, en las últimas semanas parte del repunte había sido corregido siguiendo la tendencia hacia la apreciación del tipo de cambio (Gráfico 11).

A medida que la economía mundial ha seguido expandiéndose a un ritmo relativamente alto, los precios de los *commodities* y en particular de los exportados por Colombia (petróleo, café, níquel, carbón y oro, principalmente) siguieron en niveles altos o incluso aumentaron en los últimos meses. Sobresale el caso del café, cuyo precio en los tres primeros meses del año se incrementó más de 46% frente al nivel promedio de

GRÁFICO 9

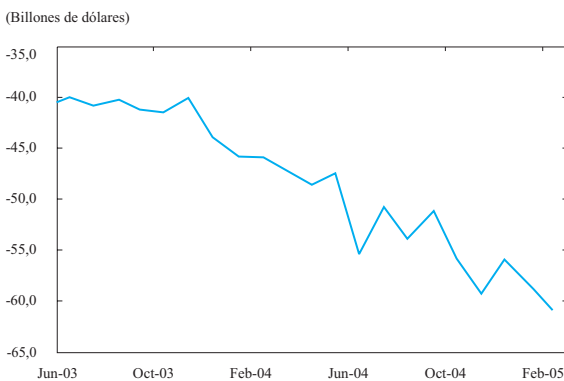
TASA DE CAMBIO DE DIFERENTES MONEDAS LATINOAMERICANAS FRENTE AL DÓLAR



Fuente: Datastream.

GRÁFICO 8

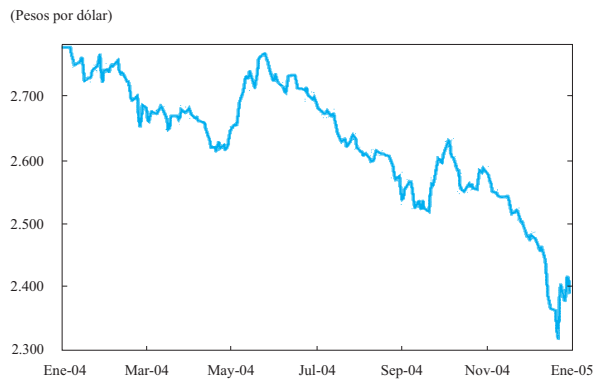
BALANCE COMERCIAL DE LOS ESTADOS UNIDOS



Fuente: Departamento de Comercio de los Estados Unidos.

GRÁFICO 10

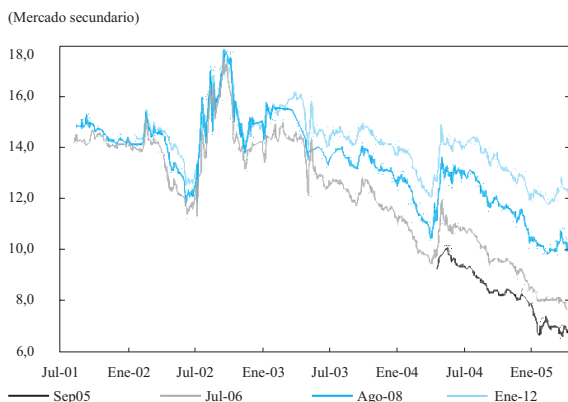
TASA REPRESENTATIVA DE MERCADO (*)



(*) Tasa calculada hasta el 25 de abril de 2005. Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 11

TASAS DE INTERÉS DE TES (*)
EN EL MERCADO SECUNDARIO

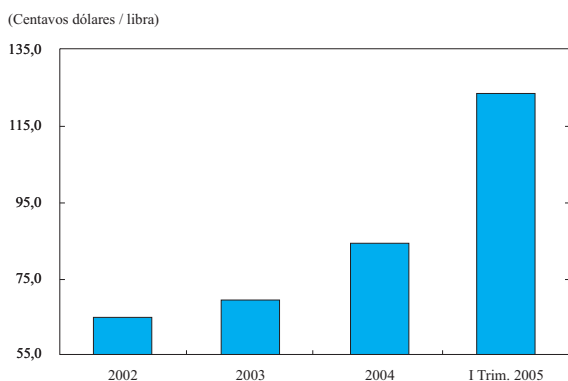


(*) Información a abril 18 de 2005.
Fuente: Banco de la República.

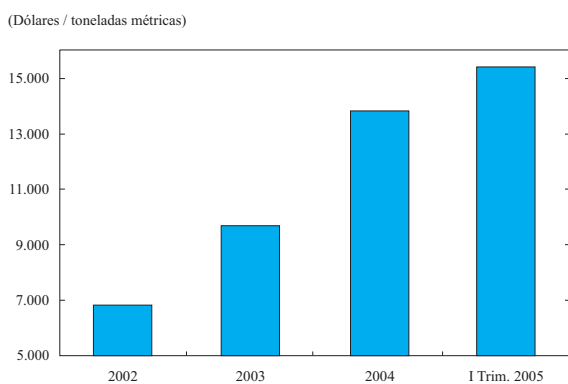
GRÁFICO 12

PRECIO INTERNACIONAL

CAFÉ



NÍQUEL



Fuente: Banco Mundial (Pinksheet).

2004, al igual que el del níquel con un crecimiento de 11% (Gráfico 12). Cabe señalar que en el *Informe sobre Inflación* de diciembre no se esperaba un comportamiento tan favorable en los precios de los productos primarios exportados por Colombia.

B. COYUNTURA INTERNA

1. El crecimiento en 2004

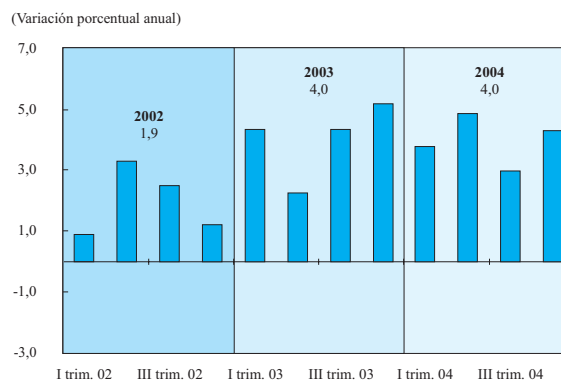
Con las cifras de PIB para el cuarto trimestre dadas a conocer por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) puede afirmarse que la economía en 2004 continuó en una fase de expansión del ciclo económico. En esta oportunidad, el crecimiento fue de 4% por segundo año consecutivo (Gráfico 13).

Las mismas cifras muestran que la desaceleración del tercer trimestre de 2004 fue en gran parte transitoria y relacionada con choques de oferta, como había sido señalado en el informe anterior. En el cuarto trimestre el PIB creció 4,3% (con una caída de cultivos ilícitos de 16%), recuperando el ritmo que traía desde mediados de 2003.

Al respecto conviene señalar que el DANE corrigió hacia arriba las cifras del PIB de 2004, especialmente las del tercer trimestre (de 2,4% a 2,9%) y las de 2003 (de 3,8% a 4,0%). Esto ocurrió en buena parte

GRÁFICO 13

CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB



Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE). Cálculos del Banco de la República

por la revisión de la metodología de cálculo para obras civiles. No obstante lo anterior, el PIB de 2004 estuvo afectado negativamente por la contracción de obras civiles en 17,2%.

A diferencia de 2003, en 2004 los sectores no transables como la construcción, el comercio y los servicios fueron los más dinámicos, con un crecimiento de 4,4% en todo el año. Para los sectores transables la cifra fue de 3,2%, principalmente por el bajo dinamismo del sector agropecuario (crecimiento de 2,1% en el año) (Gráfico 14).

Por el lado del gasto, en 2004 la demanda interna (absorción) se aceleró, al aumentar 5,4% respecto al año inmediatamente anterior. El crecimiento fue importante en el cuarto trimestre (6,5% anual). Desde mediados de 2003 la demanda interna viene creciendo a tasas de 5%, aproximadamente, muy por encima del ritmo de crecimiento del PIB (Gráfico 15).

Los factores más dinámicos por el lado de la demanda en 2004 fueron la inversión privada (con un crecimiento de 22,5%) y las exportaciones (9,2%). El año anterior la inversión total alcanzó una tasa de 19,1% como porcentaje del PIB, la cual está por encima del promedio histórico de los últimos 30 años (17,2%) (Gráfico 16).

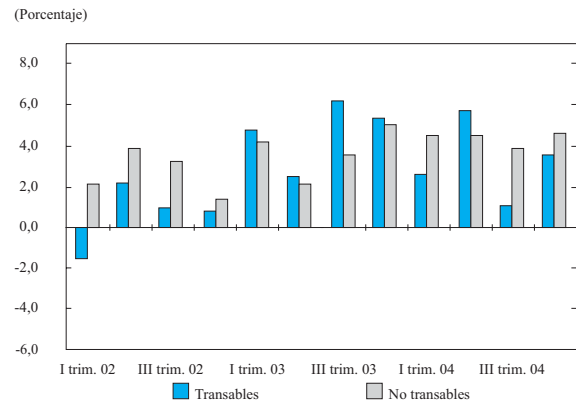
Las importaciones crecieron en 2004 impulsadas por la recuperación de la economía. El 80,2% de las importaciones en Colombia corresponden a bienes intermedios y de capital, y crecieron a tasas de 25,0% y 16,4%, respectivamente. Como se observa en el Gráfico 17, existe una relación estrecha entre el ciclo económico y las importaciones. Así, por ejemplo, en los años en los cuales las importaciones han crecido más de 8% en términos reales, la economía ha crecido 4% o más. Esto se explica porque las importaciones de bienes intermedios y de capital, dependen, principalmente, del ritmo de actividad económica.

2. Demanda externa y producción de transables

Las condiciones externas favorables permitieron un importante aumento de las exportaciones colombianas

GRÁFICO 14

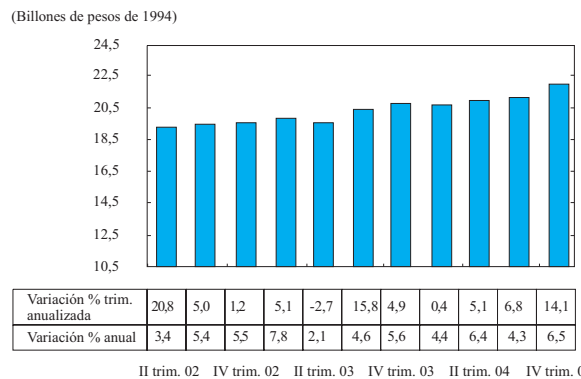
PIB DE TRANSABLES Y NO TRANSABLES



Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 15

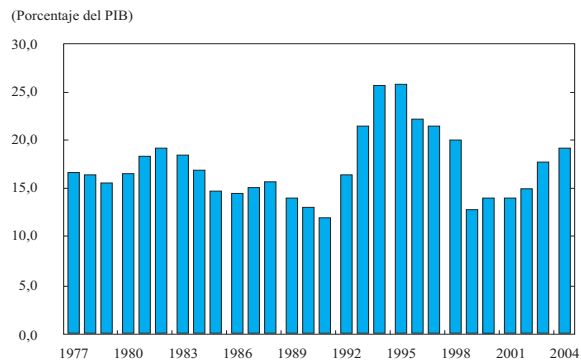
DEMANDA INTERNA (SERIE DESESTACIONALIZADA)



Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 16

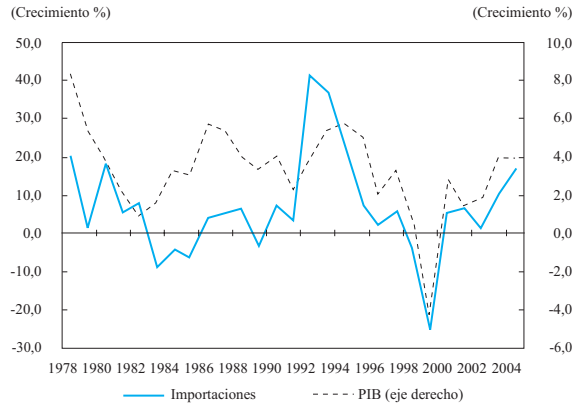
INVERSIÓN TOTAL COMO PORCENTAJE DEL PIB



Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 17

CRECIMIENTO REAL ANUAL DEL PIB Y DE LAS IMPORTACIONES



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

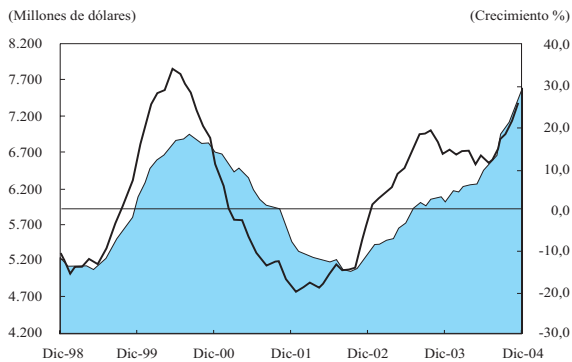
en 2004. Para este año su valor en dólares ascendió a US\$16,2 b, el nivel más alto en la historia económica del país. Respecto a 2003 el crecimiento fue 25,6% para las exportaciones totales, uno de los más altos de los últimos años, y 28% para las no tradicionales (gráficos 18 y 19). Así mismo, las exportaciones crecieron fuertemente hacia todos los destinos, principalmente hacia Venezuela y los Estados Unidos.

El dinamismo de las exportaciones en 2004 impulsó el crecimiento de los sectores transables, especialmente de la industria manufacturera. Este sector tuvo un crecimiento de 4,8% en 2004, el mayor desde 2001 (Gráfico 20).

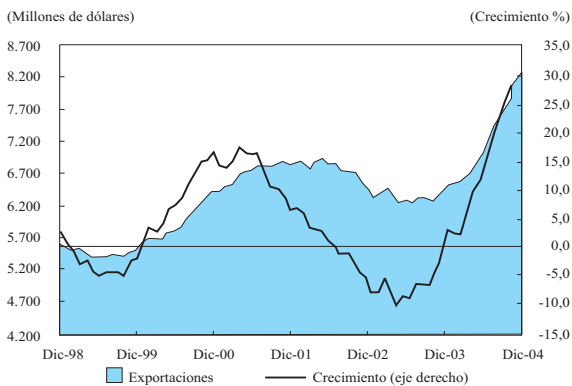
GRÁFICO 18

EXPORTACIONES (ACUMULADO 12 MESES)

TRADICIONALES



NO TRADICIONALES

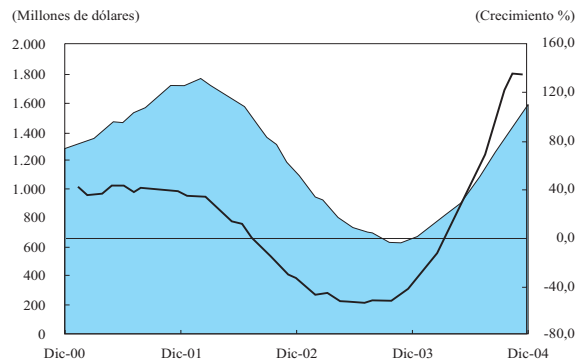


Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

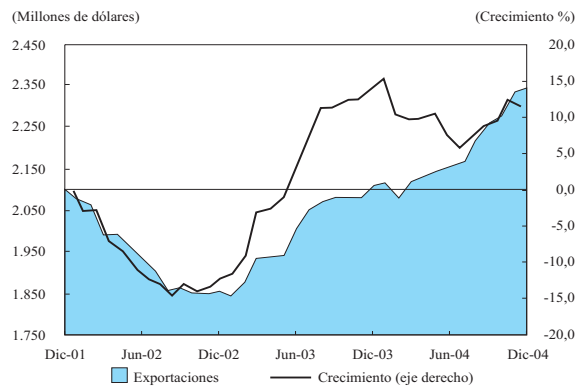
GRÁFICO 19

EXPORTACIONES NO TRADICIONALES (ACUMULADO 12 MESES)

A VENEZUELA



A LOS ESTADOS UNIDOS



Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

Aunque en el último trimestre del año la industria se desaceleró, el ritmo de expansión fue importante (4%). Las cifras a enero de 2005 mostraron una desaceleración adicional (el crecimiento fue de 2,0%), pero esto puede obedecer a un número menor de días hábiles frente al mismo mes de 2004. Una vez se ajusta por este factor, el crecimiento sigue en niveles de 4%.

Los resultados del sector agropecuario en 2004 encierran un comportamiento opuesto, por ramas. Por un lado, los productos agrícolas diferentes a café y la ganadería crecieron a buen ritmo. Por otro lado, la producción de café registró una caída de 1,2% para el promedio del año.

Algo similar pasó en el sector minero. Mientras la producción de carbón se incrementó 16,2%, y la de minerales no metálicos lo hizo en 8,6%, impulsada por la construcción privada, la de petróleo se contrajo en 1,7% y la de minerales metálicos en 5,0%.

3. Demanda interna y producción de no transables

Con la información del cuarto trimestre se descartó una desaceleración de la demanda interna, como consecuencia de un posible debilitamiento en el gasto de los hogares. Esta variable, que había reducido su ritmo de crecimiento anual de 4,4% en el primer trimestre a 4,1% y 3,2% en los siguientes dos trimestres, mostró un repunte importante a finales de año (3,8%).

Las variaciones trimestrales anualizadas fueron más consistentes a lo largo del año. Estas mostraron una aceleración en el crecimiento del consumo de los hogares de 1,5% en el primer trimestre a 6,3% en el último segmento del año (Gráfico 21).

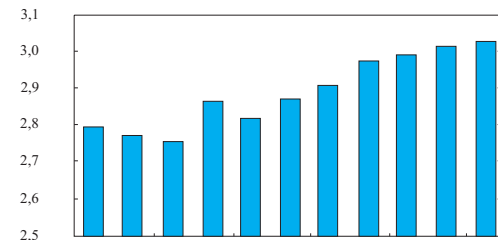
La expansión del consumo de los hogares en 2004 fue posible gracias a la dinámica del consumo de bienes durables (18,5%) y semidurables (4,0%), principalmente. El consumo de no durables y servicios también creció, pero a un ritmo más moderado (2,8% y 2,4%, respectivamente).

Dentro de los factores que permitieron dicha expansión sobresale la reducción del desempleo y la mayor formalización del empleo. La tasa de desempleo se redujo en cerca de 1,5 puntos porcentuales en 2004

GRÁFICO 20

PIB DE LA INDUSTRIA MANUFACTURERA (SERIE DESESTACIONALIZADA)

(Billones de pesos de 1994)



Variación % trim. anualizada	21,5	-3,1	-2,4	16,3	-6,5	7,7	4,9	10,4	2,3	2,3	1,4
Variación % anual	3,3	2,2	0,6	7,5	0,7	3,4	5,3	3,9	6,3	4,9	4,0

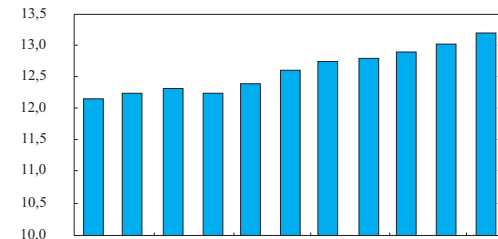
II trim. 02 IV trim. 02 II trim. 03 IV trim. 03 II trim. 04 IV trim. 04

Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 21

CONSUMO DE LOS HOGARES (SERIE DESESTACIONALIZADA)

(Billones de pesos de 1994)



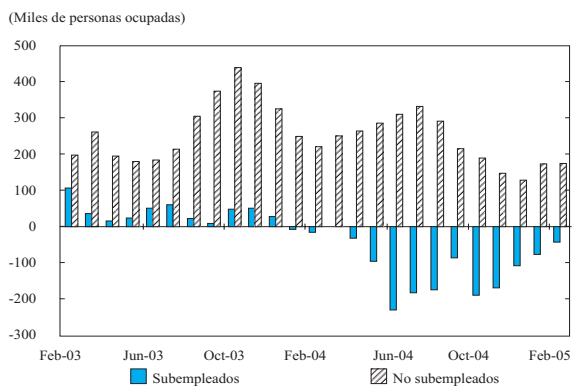
Variación % trim. anualizada	5,0	2,8	2,5	-2,5	4,9	7,2	4,1	1,5	3,5	3,8	6,3
Variación % anual	2,8	3,3	3,5	1,9	1,9	3,0	3,4	4,4	4,1	3,2	3,8

II trim. 02 IV trim. 02 II trim. 03 IV trim. 03 II trim. 04 IV trim. 04

Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 22

DESCOMPOSICIÓN DE LA CREACIÓN DE EMPLEO EN 13 CIUDADES



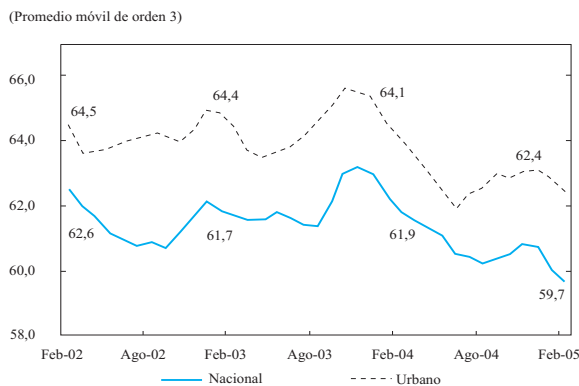
(en los ámbitos nacional y urbano), y a febrero de 2005 mantenía esta tendencia.

Por otro lado, si bien el empleo total creció poco, especialmente en la segunda mitad de 2004, esto obedeció en parte a una caída del subempleo. El empleo formal, por el contrario continuó expandiéndose (aunque a un menor ritmo en el segundo semestre). La información disponible para 2005 muestra que esta recuperación se ha mantenido (Gráfico 22).

Como se ha mencionado en informes anteriores, la caída en la tasa de desempleo ha sido posible por una reducción importante de la oferta de trabajo, medida a través de la tasa global de participación (TGP) (Gráfico 23).

GRÁFICO 23

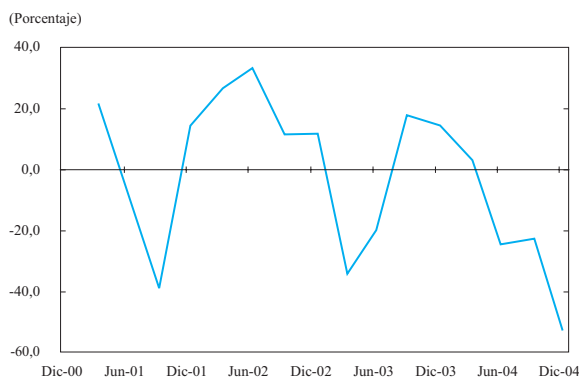
TASA GLOBAL DE PARTICIPACIÓN



La caída de la TGP podría estar asociada con un mejoramiento y mayor estabilidad del ingreso familiar, producto de la formalización del empleo. Usualmente, un ingreso familiar mayor y más estable permite la salida de trabajadores secundarios del mercado (jóvenes, amas de casa y adultos mayores). Estos grupos poblacionales son los que precisamente han abandonado el mercado laboral recientemente, como lo señala la variación de los ocupados por grupos de edad (Gráfico 24).

GRÁFICO 24

CREACIÓN DE EMPLEO PARA PERSONAS CON EDADES DE 12 A 17 AÑOS (*)



(*) Corresponden al 2,5% del total de los ocupados.
Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

Aunque el consumo de los hogares ayudó a la expansión del gasto privado en 2004, ésta se dio principalmente por el aumento de la formación bruta de capital fijo privada. En 2004, la inversión privada fue el renglón de gasto que más aportó al crecimiento económico (con 2,8% de 4,0%), y logró compensar la caída en la formación bruta de capital fijo en obras civiles (de 17,0%). Con el cuarto trimestre de 2004, la inversión completó 10 trimestres creciendo más de 10% real anual.

El crecimiento de la demanda interna permitió que el PIB de no transables privado (excluidos servicios del gobierno y obras civiles) creciera más de 5% en 2004, lo cual dio continuidad a la dinámica estable de estos sectores, que se mantiene desde finales de 2002 (Gráfico 25).

C. AGREGADOS MONETARIOS, CREDITICIOS Y TASAS DE INTERÉS

La economía mantiene una amplia liquidez. En lo corrido del año, los principales agregados monetarios han crecido a tasas superiores que las del producto nominal (más del 10% anual) y tendieron a acelerarse.

El caso más sobresaliente corresponde a M3, cuya tasa de crecimiento ya venía aumentando desde la segunda mitad del año pasado. Dicha tendencia se acentuó en el primer trimestre de este año, y, para marzo, el incremento nominal anual de M3 era de 17,4%, el más alto desde octubre de 1998. Por diversas razones asociadas con la recesión económica de 1999, con la crisis financiera subsiguiente y el gravamen sobre las transacciones financieras, el agregado M3 había permanecido muy poco dinámico en los últimos cinco años, situación que se estaría revirtiendo en los últimos tres trimestres (Gráfico 26).

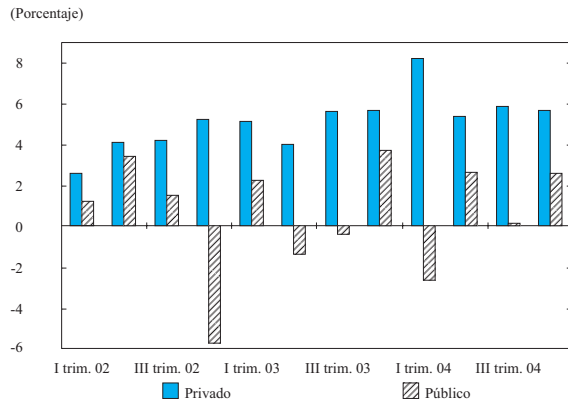
El comportamiento reciente de M3 se explica en buena parte por el mayor dinamismo que viene mostrando el M3 público frente al privado. Por otro lado, su aceleración sugiere que los colombianos tienen una mayor preferencia por activos denominados en pesos, en línea con la apreciación del tipo de cambio, las bajas tasas de interés externas y una percepción más favorable del riesgo-país.

En el primer trimestre de este año, una de las principales fuentes de expansión primaria fue la acumulación de reservas internacionales. Durante este período, el Banco de la República efectuó compras discrecionales de divisas por US\$773,8 millones (m), lo que implicó una expansión de la base monetaria por \$1.813 miles de millones (mm). Sin embargo, parte de la expansión por este concepto se está compensando mediante el saldo neto de Repos, el aumento de los depósitos por parte del Gobierno en el Banco de la República y la venta de divisas al Gobierno (Cuadro 1).

De todas maneras, la liquidez primaria continuó exhibiendo un crecimiento alto y similar al de finales del año pasado. Más aún, entre diciembre de 2004 y marzo de este año, la base monetaria aceleró su ritmo de crecimiento anual de 16,3% a 19,2%. Algo similar sucedió con M1, cuyo crecimiento pasó de 15,9% a 18,1% en el mismo período (Gráfico 27).

GRÁFICO 25

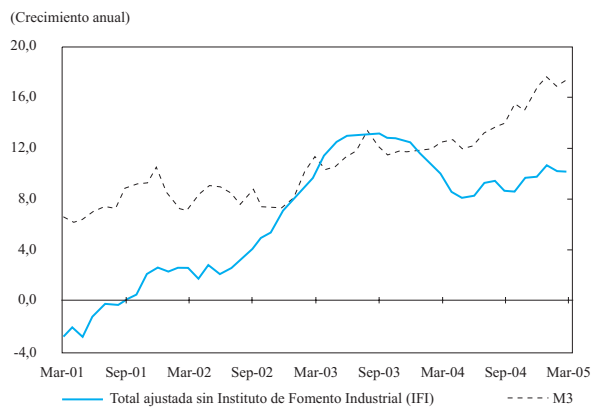
PIB DE NO TRANSABLES



Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 26

CARTERA BRUTA NOMINAL (*) Y M3



(*) En M/L excluyendo FEN.
Fuente: Superintendencia Bancaria. Cálculos del Banco de la República.

FUENTES DE LA BASE MONETARIA
(MILES DE MILLONES DE PESOS)

	Variación anual		Variación	Año
	2003	2004	anual Mar-05	corrido Mar-05
I. Gobierno	1.565	(236)	(1.507)	(1.964)
Traslado utilidades	1.482	803	454	454
Pesos	830	803	0	0
Dólares	651	0	454	454
Depósitos en el Banco de la República	83	(1.039)	(1.961)	(2.418)
II. TES Regulación	568	(2.524)	819	2.759
Compras definitivas	893	1.023	3.819	2.802
Ventas definitivas		(2.972)	(2.513)	0
Vencimiento	(325)	(575)	(487)	(43)
III. Repos	1.492	(1.058)	(853)	(1.723)
Expansión 1/	1.386	(1.086)	(1.199)	(1.723)
Contracción	106	28	346	0
IV. Divisas	(703)	6.194	3.511	(1.575)
Opciones de acumulación	(703)	4.183	3.075	0
Intervención discrecional	0	3.264	5.076	1.813
Venta de divisas al Gobierno	0	(1.252)	(4.640)	(3.387)
V. Otros 2/	(412)	272	453	90
Variación total de la base	2.510	2.647	2.423	(2.413)
Saldo de la base	16.615	19.262	16.848	16.848

1/ Incluye Repos a un día, *Overnight*, y a mediano plazo.

2/ Dentro de otros se encuentra el efecto monetario del PyG, los vencimientos de TES A, la recuperación de cartera y las inversiones del Banco de la República

Fuente: Banco de la República.

Aunque no hay información concluyente, la aceleración de la base podría sugerir una mayor demanda de dinero. Es así como el incremento de la base en lo corrido del año se ha dado a través de un aumento importante de la reserva bancaria. En la actualidad, parte de la liquidez adicional, producto del cierre de la ventanilla de contracción a finales de 2004, ha incrementado los niveles de sobreencaje en el sistema bancario.

Otro indicio sobre un posible aumento de la demanda por liquidez es el escaso movimiento de las tasas de interés en los últimos meses, pese al cierre de la ventanilla ya mencionado luego de su ajuste a la reducción en 25 pb en las tasas de intervención, también a finales del año pasado. La tasa interbancaria se redujo 42 pb entre diciembre y marzo, y la DTF pasó de 7,76% a 7,34% (Gráfico 28).

La caída en las tasas pasivas aún no se ha transmitido plenamente a todas las tasas de colocación. Por tipo de tasas se observa una desaceleración en las de colocación, destinadas a los hogares (tarjeta y consumo). Menos claro ha sido la transmisión a las de colocación destinadas a las firmas (preferencial, ordinaria y tesorería (Gráfico 29).

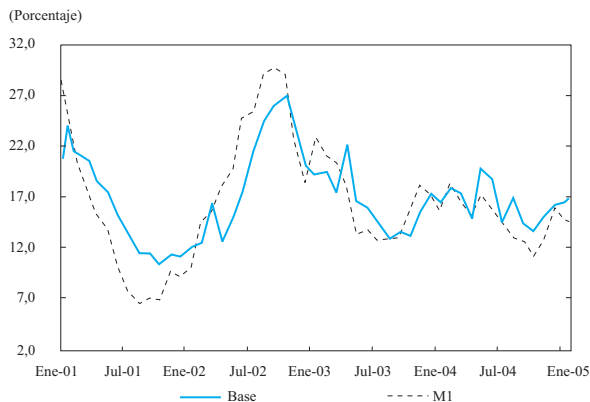
A marzo, la cartera bruta en moneda local creció por debajo del ahorro financiero –M3– (10,3% vs.17,4%) (Gráfico 26). La cartera bruta total ha estado liderada por la de consumo y microcrédito, cuyo crecimiento es alto (a marzo era 31,3%), ligeramente por debajo del dato observado a diciembre pasado (33,6%). Por el contrario, la cartera comercial se incrementó a un ritmo menor (9,5% en marzo), aunque no muy diferente del que se ha venido observando desde mediados del año pasado. La cartera hipotecaria siguió contrayéndose.

La cartera en moneda extranjera ha sido mucho más dinámica: entre diciembre y marzo, su crecimiento anual pasó de 54% a 77% (Gráfico 30). Al parecer, las firmas están aprovechando la apreciación del peso para obtener créditos en moneda extranjera (la gran mayoría a corto plazo) a tasas de interés muy bajas, y cubren el riesgo cambiario a través de la compra de *forwards*. El cierre de la operación total les garantiza tasas inferiores a las que tendrían que pagar en el mercado doméstico.

Quizás el dinamismo que traía el crédito (en moneda local) en el último año haya sido afectado por el fortalecimiento de otras alternativas de financiamiento para los hogares y empresas. Como ya se ilustró en el informe anterior, la emisión de bonos y papeles y la

GRÁFICO 27

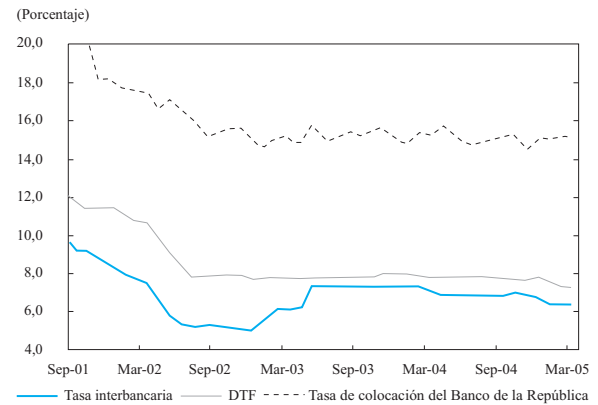
AGREGADOS MONETARIOS
TASAS DE CRECIMIENTO ANUAL
DEL PROMEDIO MENSUAL



Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 28

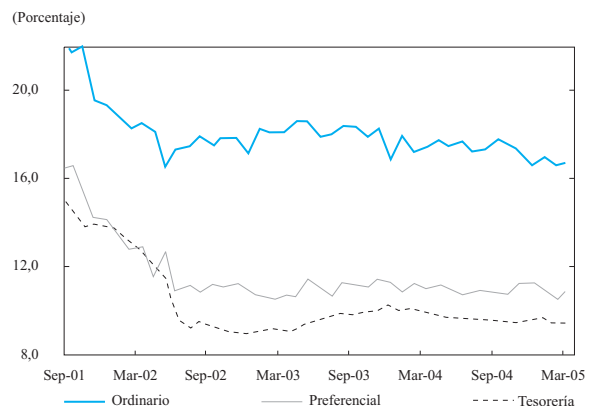
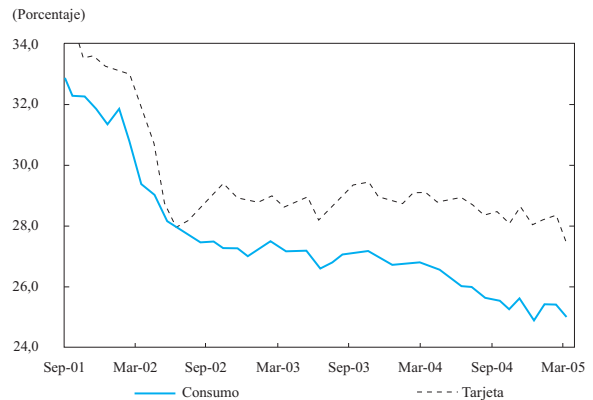
TASAS DE INTERÉS NOMINALES



Fuente: Superintendencia Bancaria. Cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 29

TASA DE INTERÉS NOMINAL
POR TIPO DE COLOCACIÓN



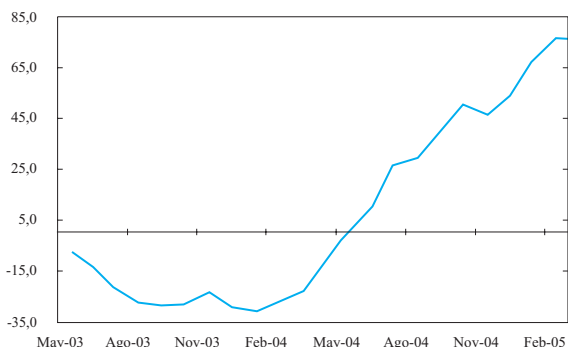
Fuente: Superintendencia Bancaria. Cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 30

CARTERA BRUTA

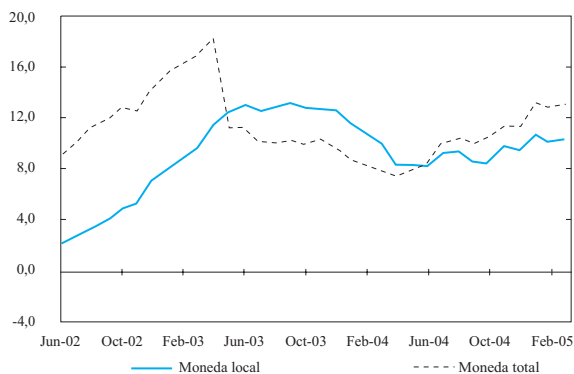
MONEDA EXTRANJERA

(Crecimiento anual %)



MONEDA LOCAL Y TOTAL

(Crecimiento anual %)

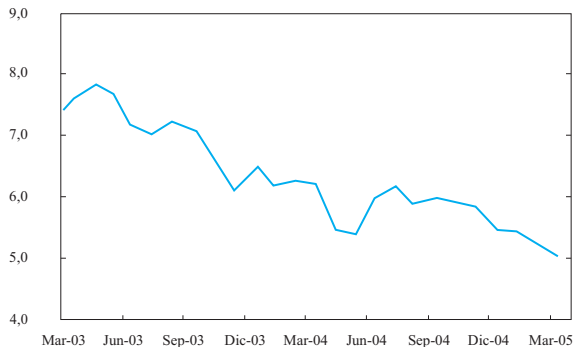


Fuente: Superintendencia Bancaria. Cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 31

INFLACIÓN ANUAL AL CONSUMIDOR

(Porcentaje)



Fuente: DANE.

re inversión de utilidades de las firmas están complementando fuertemente el crédito comercial. En el caso del consumo, la sustitución se ha traducido en una mayor preferencia de los hogares hacia los créditos blandos de fondos especiales de empleados y cooperativas, mientras que en el crédito hipotecario las cuentas de ahorro programado (AFC y VIS) vienen sustituyendo al crédito directo.

D. LA INFLACIÓN A MARZO Y SUS DETERMINANTES

1. Los datos a marzo

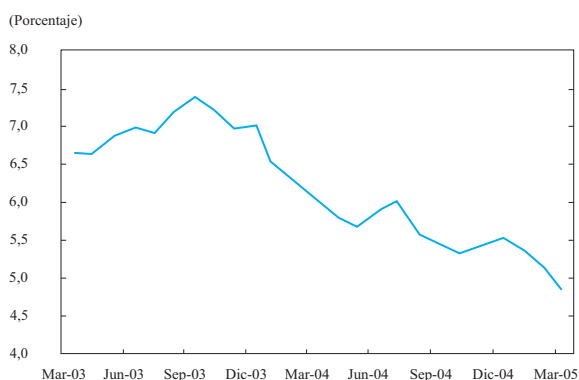
En marzo, la inflación anual al consumidor fue de 5,0%, menor en 48 pb a la registrada en diciembre de 2004 (Gráfico 31). La menor inflación al consumidor se logró gracias a una reducción marcada en la inflación sin alimentos, la cual se ubicó en 4,8% en marzo, 70 pb por debajo de la observada a finales de 2004 (Gráfico 32). Por otra parte, la inflación de alimentos fluctuó alrededor de 5,5% en el primer trimestre (Gráfico 33).

Todos los indicadores de inflación básica mantuvieron una tendencia decreciente en el primer trimestre de 2005 (Gráfico 34). En marzo, 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 ubicó en 4,8%, su menor registro histórico y 50 pb por debajo de la cifra de diciembre.

La descomposición de la inflación sin alimentos entre transables, no transables y regulados muestra que las reducciones han sido generalizadas. Así, la inflación de transables fue de 2,5% en marzo (Gráfico 35), 100 pb menor que la de diciembre (3,52%); la de no transables fue 4,8% (Gráfico 36), menor en 50 pb y la de regulados fue 9,5% (Gráfico 37), y también cayó frente a diciembre en 70 pb. La contribución más importante a la reducción de la inflación sin alimentos (en 70 pb) provino de la inflación de transables (36 pb). Pero también la caída de la inflación de no transables contribuyó de manera significativa (26 pb), algo que no se había observado en 2004.

GRÁFICO 32

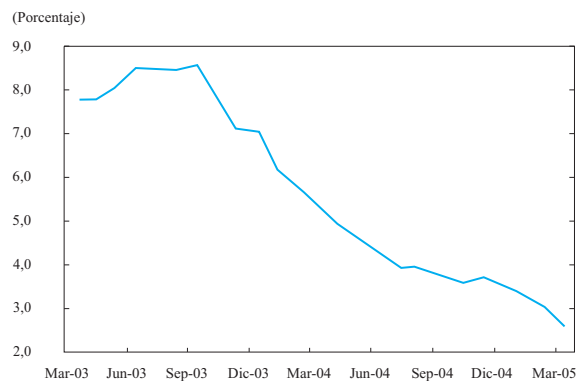
IPC SIN ALIMENTOS (VARIACIÓN ANUAL)



Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 35

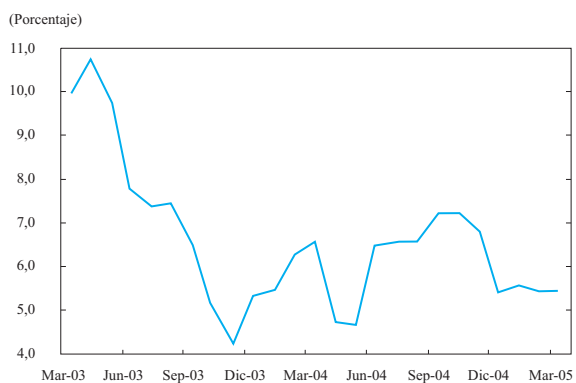
IPC DE TRANSABLES EXCLUYENDO ALIMENTOS Y REGULADOS (VARIACIÓN ANUAL)



Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 33

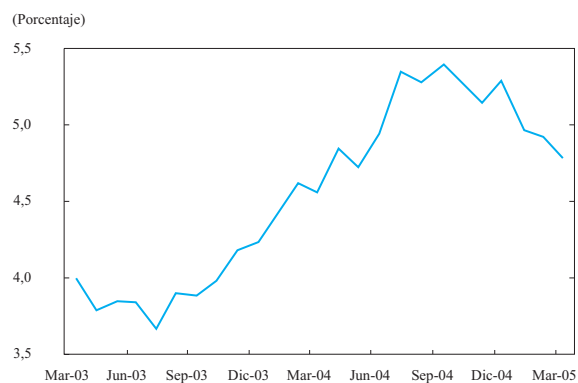
IPC DE ALIMENTOS (VARIACIÓN ANUAL)



Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 36

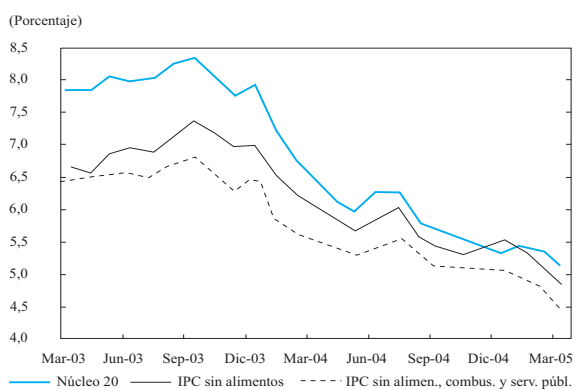
IPC DE NO TRANSABLES EXCLUYENDO ALIMENTOS Y REGULADOS (VARIACIÓN ANUAL)



Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 34

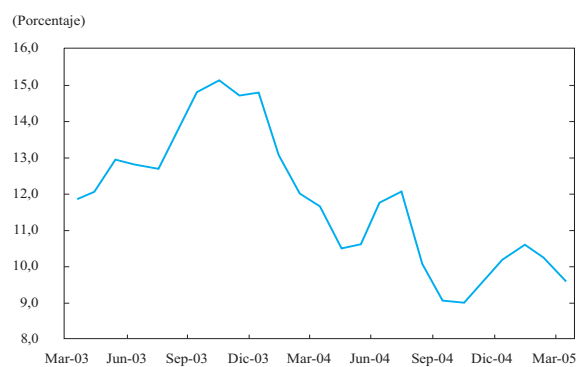
INDICADORES DE INFLACIÓN BÁSICA (VARIACIÓN ANUAL)



Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

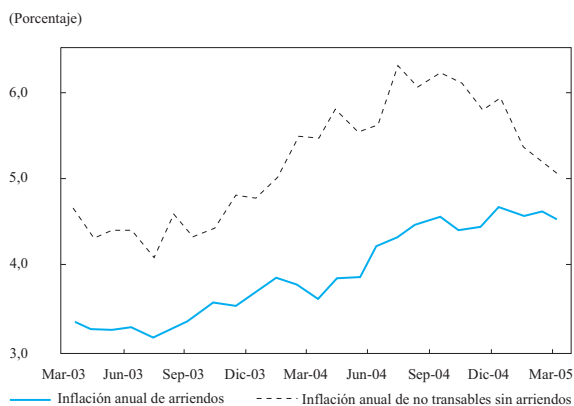
GRÁFICO 37

IPC DE REGULADOS (*) SIN ALIMENTOS



(*) Acueducto y alcantarillado, energía eléctrica, gas, combustible y transporte público.
Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

IPC DE ARRIENDOS Y RESTO DE NO TRANSABLES



Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

Desde hace ya casi un año, la reducción de la inflación de transables (sin alimentos) ha estado asociada con la apreciación del tipo de cambio. La caída de la inflación de este grupo fue mayor en los últimos meses que durante la segunda mitad del año anterior, y esto puede obedecer a dos fenómenos: por un lado, a la aceleración de la apreciación a finales de 2004, la cual se transmitió a precios solo a comienzos de este año, dado el rezago normal entre estas dos variables; por otro lado, al hecho de que las revisiones de precios por parte de las firmas suelen concentrarse en el primer trimestre de cada año². De esta forma, la apreciación acumulada durante el segundo semestre de 2004 solo vino a manifestarse en menores ajustes de precios de transables a comienzos de 2005.

Dentro de los transables, el único subgrupo que no presentó una reducción fue el de textos, cuadernos y otros artículos y gastos escolares. A marzo, sus precios se reajustaban a una tasa anual de 8,5%, muy por encima de la de diciembre (7,3%). En los últimos cinco años estos bienes presentan inflaciones por encima de las metas fijadas por el Banco de la República, pero han descrito un ciclo que guarda relación con la evolución del tipo de cambio.

En el primer trimestre de 2005, la inflación de no transables mostró una tendencia claramente descendente, luego de incrementarse constantemente entre julio de 2003 y julio de 2004, y de permanecer relativamente estable en la segunda mitad del año pasado. El quiebre en la tendencia de la inflación de no transables es también generalizado al interior del grupo. En el caso de arriendos, la reducción de la inflación, aunque muy pequeña, es significativa por su peso en el IPC y porque el nivel (a marzo fue 4,5%) está en el límite inferior del rango meta (Gráfico 38). Para el resto de bienes y servicios (subgrupo de “resto”) la caída de la inflación fue amplia (90 pb) y alcanzó en marzo un nivel de 5,0% (Gráfico 38).

Por la volatilidad que presentan estos subíndices, en la actualidad es difícil determinar si el quiebre en la tendencia de la inflación de no transables (con solo un trimestre de historia) es permanente o transitorio. Es de esperar que una buena parte de la reducción sea permanente si a ella han contribuido presiones menores de demanda y unas expectativas decrecientes y acordes con las metas de inflación.

Finalmente, respecto a la inflación de regulados, la reducción en el primer trimestre se observó en las tres grandes componentes del grupo: servicios públicos, combustibles y transporte regulado. Aunque en este año se han registrado impor-

En la actualidad es difícil determinar si la caída en la inflación de no transables es permanente o transitoria.

² Véase “Distribución de los ajustes de inflación en un año”, Recuadro 1 del *Informe sobre Inflación* de septiembre de 2004, p. 33.

tantes aumentos en los precios de los combustibles, estos han sido menores que los del mismo período del año pasado, con lo cual la inflación anual para este componente se ha reducido. Algo similar ha pasado con el transporte público regulado.

2. Los determinantes de la inflación

En el primer trimestre, la reducción de la inflación siguió obedeciendo a la apreciación acumulada del tipo de cambio. La caída de la tasa representativa del mercado (TRM) a comienzos de año frenó, probablemente, las alzas de precios de los bienes transables, usuales en esta época.

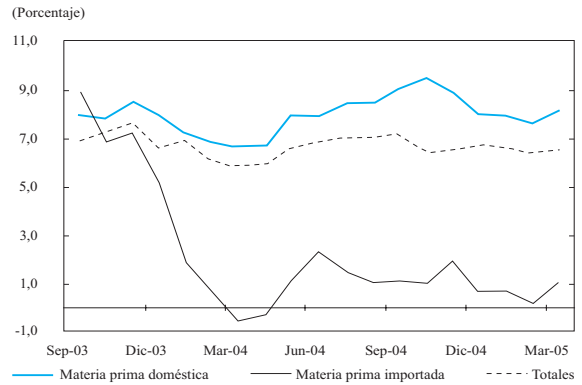
La apreciación, además, siguió neutralizando los efectos alcistas generados por el aumento en el precio de los combustibles y el transporte y en los de algunas materias primas importadas y de origen agropecuario. El indicador de costos totales, calculado por el Banco, a partir de la metodología de la matriz insumo-producto y la evolución del índice de precios del productor (IPP), indica una inflación anual estable de 6,5%, desde septiembre del año pasado (Gráfico 39). Esta situación contrasta con una inflación mucho más alta y creciente (8,1% en marzo) para los costos de materias primas domésticas (Gráfico 39).

La caída significativa de la inflación de no transables también sugiere la existencia de bajas presiones inflacionarias de demanda y de expectativas de inflación decrecientes. Sin embargo, dado el carácter no observable de estas variables, resulta difícil precisar cuál de los dos factores ha contribuido más al quiebre de tendencia de la inflación de no transables. Lo que sí parece estar claro es que su influencia cobró importancia en los últimos meses, algo que no estaba plenamente contemplado en los pronósticos ni en el informe de diciembre.

La evidencia en el caso de las expectativas inflacionarias es relativamente clara. Las diferentes encuestas señalan una reducción en los últimos meses a niveles acordes con la meta de 5%. Dentro de todos los indicadores disponibles el que registra el descenso más marcado es el obtenido a partir del diferencial de tasas entre TES tasa fija y TES UVR (Gráfico 40). Las expectati-

GRÁFICO 39

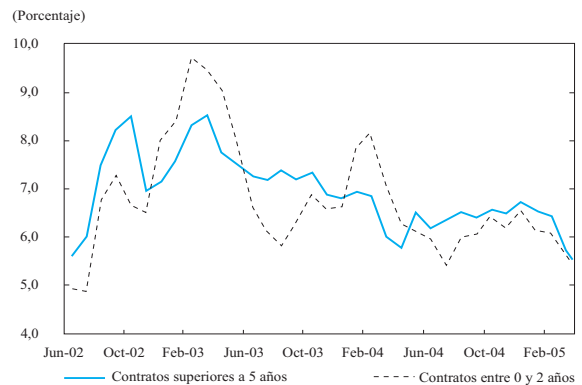
INDICADORES DE COSTOS DE PRODUCCIÓN (VARIACIÓN ANUAL)



Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 40

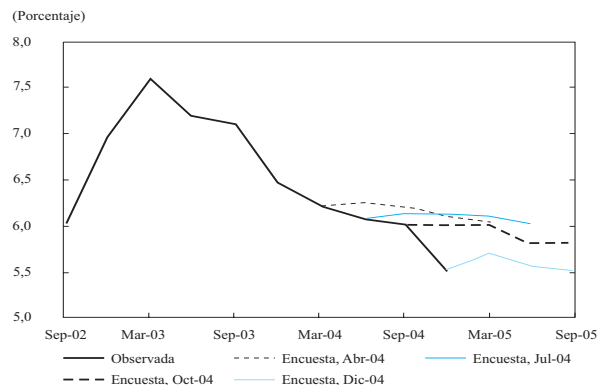
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN DERIVADAS DE LOS CONTRATOS TES TASA FIJA Y TASA VARIABLE (*)



(*) Con información a abril 18.
Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 41

INFLACIÓN OBSERVADA Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN (INFLACIÓN ANUAL)



Fuente: Banco de la República.

CUADRO 2

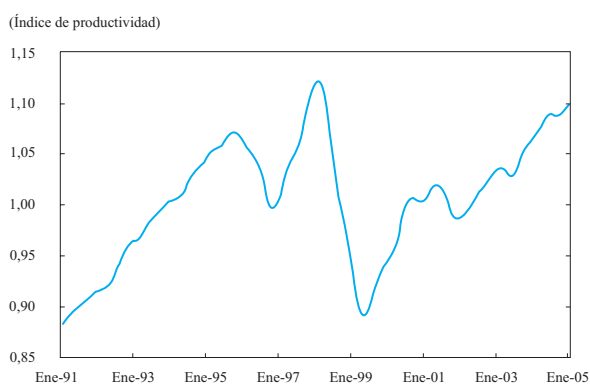
PORCENTAJE DE BENEFICIADOS POR NIVEL DE INCREMENTO SALARIAL PACTADO

Incremento	<5	[5,6]	[6,7]	[7,8]	[8,9]	>9
Dic. 2004	1,90	10,66	36,10	41,37	7,92	2,05
Feb. 2005	1,77	64,37	20,43	11,55	1,79	0,09

Fuente: Ministerio de la Protección Social. Cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 42

PRODUCTIVIDAD LABORAL POR HORA TRABAJADA EN LA INDUSTRIA (SERIE DESESTACIONALIZADA Y SIN RUIDOS)



Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

vas medidas por la encuesta trimestral de enero muestran una historia similar (Gráfico 41) y es de esperar que, con la reducción reciente de la inflación, la encuesta que se está recogiendo en abril presente una nueva disminución de las expectativas. Así mismo, la encuesta mensual, efectuada en abril a las entidades financieras y bursátiles, indica que el sistema financiero espera una inflación de 5,2% para fin de año.

La reducción de las expectativas se ha reflejado en los ajustes salariales, por lo menos en aquellos negociados a través de convenciones colectivas. Las cifras del Ministerio de la Protección Social muestran un descenso significativo de la magnitud de los ajustes para 2005 respecto de los efectuados en 2004. Para el presente año, los incrementos salariales se encuentran muy en línea con el rango-meta definido por la JDBR: el 66% de los trabajadores cobijado por las convenciones pactó reajustes por debajo de 6,0%, un porcentaje mucho mayor que el observado en 2004 (12,5%) (Cuadro 2). Esta situación también contribuye a frenar los costos, tanto en el caso de los bienes y servicios no transables, como en el de los transables.

La evidencia sobre la brecha del producto es menos concluyente. Algunas evidencias a favor de la hipótesis de una brecha del producto más abierta son:

- ✦ El importante crecimiento observado en la inversión. Este fenómeno ya cumple cerca de tres años, y ha sido importante particularmente en sectores como el industrial, según lo señalan algunos indicadores parciales como las importaciones de bienes de capital efectuadas por dicho sector.
- ✦ La reducción de la inflación básica y de no transables en el contexto de un crecimiento relativamente satisfactorio sugiere que ha habido ganancias en productividad. En este sentido, la nueva inversión, efectuada en gran parte a través de la importación de bienes de capital y mediante la fusión y reorganización de las empresas, debe haber favorecido la introducción de cambios técnicos en sectores como el industrial y el de comunicaciones, o quizá en otros de carácter no transable como el de comercio y transporte.
- ✦ Un indicio en esta dirección es el comportamiento de la productividad del trabajo en la industria (ajustada por horas trabajadas), la cual muestra un aumento importante y continuo desde 2001. El crecimiento anual para 2003 y 2004 ha sido de alrededor de 3% en promedio (Gráfico 42).

✦ La caída reciente en la tasa de desempleo y la esperada en los próximos años, al suponer un crecimiento de 4%, permitió revisar y reducir la estimación de la tasa de desempleo de inflación estable (o tasa de desempleo en la cual no tendrían lugar aceleraciones de la inflación –Nairu³). De esta forma, la brecha medida a partir de las cifras del mercado laboral se amplió frente a la estimada en el informe anterior. En otras palabras, se considera que el mercado laboral presenta una situación más holgada para 2005 que lo que se consideraba anteriormente.

Existen otros indicios en la dirección contraria, que sugieren una brecha del producto más cerrada. Uno de los más importantes corresponde al porcentaje de empresas del sector industrial, que considera que la falta de demanda es un problema para la expansión de la producción (según la encuesta de la Asociación Nacional de Industriales (ANDI)). Dicha proporción guarda una relación estrecha con varias estimaciones de la brecha del producto, y ha venido cayendo de manera ininterrumpida desde hace varios trimestres (Gráfico 43). En la misma línea, la estimación de la brecha con metodología estadística estándar (filtro Hodrick–Prescott o filtro Band–Pass) muestran también una brecha bastante cerrada para finales de 2004.

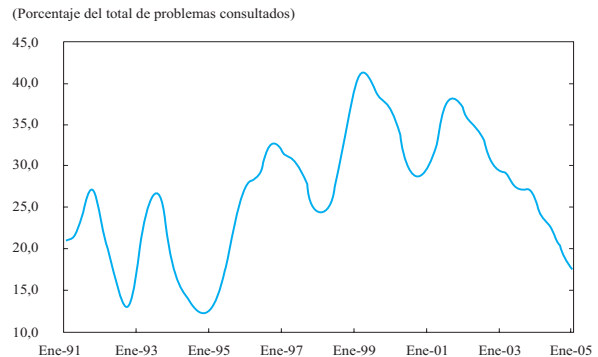
La tendencia de los indicadores de utilización de capacidad instalada para la industria (UCI), de Fedesarrollo (con cifras a noviembre), y de la ANDI (con cifras a enero) sugieren que la brecha se ha seguido cerrando⁴ (Gráfico 44), pero indican que todavía se cuenta con excesos de capacidad productiva suficientes para responder a aumentos de la demanda vía cantidades más que precios. Un indicador alternativo derivado de la encuesta de Fedesarrollo a noviembre como es el porcentaje de empresas cuya UCI es más alta que su promedio histórico, también indica resultados similares (Gráfico 45).

³ Por sus siglas en inglés *Non Accelerating Inflation Rate of Unemployment*.

⁴ El dato de enero para la ANDI sí muestra un salto importante frente al mismo mes de años anteriores, si no se considera únicamente su componente de tendencia.

GRÁFICO 43

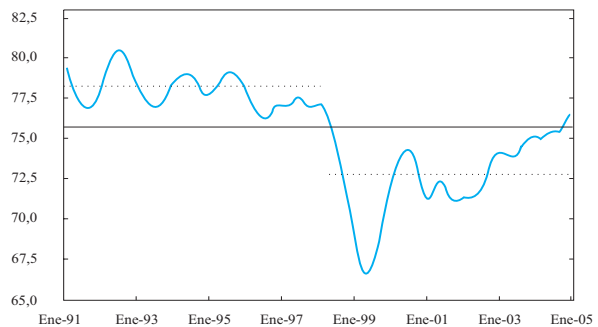
LA DEMANDA COMO PRINCIPAL PROBLEMA PARA LOS EMPRESARIOS (*)
(COMPONENTE TENDENCIAL)



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

GRÁFICO 44

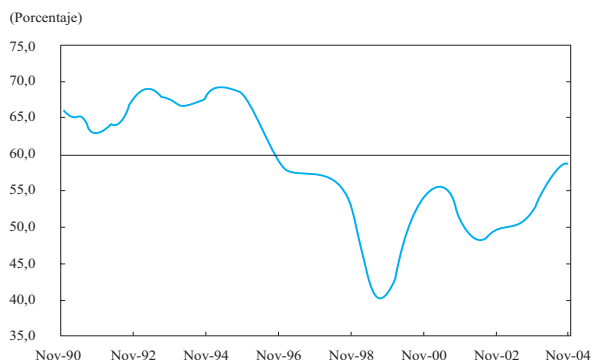
UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA SEGÚN LA ANDI
(COMPONENTE TENDENCIAL)



Fuente: Fedesarrollo y ANDI. Cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 45

EMPRESAS CON CAPACIDAD INSTALADA POR ENCIMA DEL PROMEDIO HISTÓRICO



Fuente: Fedesarrollo. Cálculos del Banco de la República.

Finalmente, los modelos utilizados por el Banco de la República tendieron a sobreestimar la inflación básica durante el primer trimestre en una magnitud que no es despreciable. Por ejemplo, en el caso del modelo de mecanismos de transmisión (MMT), en el informe de diciembre se proyectó la inflación sin alimentos en 5,3% (frente a un dato observado de 4,8%). Estos errores de pronóstico sugieren la existencia de una sorpresa desinflacionaria en el primer trimestre del año. En este mismo sentido, se desconoce si dicha sorpresa es transitoria y si se revertirá en el segundo trimestre, o si es de carácter permanente.

LOS DESBALANCES EN LOS ESTADOS UNIDOS Y EL DEBILITAMIENTO DEL DÓLAR¹

El dólar se ha depreciado frente a sus principales socios comerciales desde marzo de 2002 (Cuadro R1). Aunque en 2004 el peso colombiano se apreció en promedio 11,5% en términos nominales, entre 2002 y 2004 se devaluó 1,87% frente al dólar.

CUADRO R1
DEVALUACIÓN NOMINAL PROMEDIO
(PORCENTAJE)

	Japón	Reino Unido	México	Canadá	China	Zona del euro
2002	4,16	(4,20)	3,35	1,45	0,00	(4,92)
2003	(7,25)	(7,88)	11,72	(10,88)	(0,16)	(16,63)
2004	(7,47)	(11,14)	4,63	(7,03)	0,09	(8,94)
2002-2004	(14,18)	(18,15)	16,89	(17,14)	(0,07)	(24,08)

Fuente: Datastream.

Para la mayoría de los analistas el debilitamiento del dólar se debe a los grandes desbalances que presenta la economía norteamericana. Con datos a septiembre de 2004, el déficit en cuenta corriente de la economía americana equivalía al 5% del PIB (US\$577 b), principalmente por el tamaño del déficit comercial de bienes (5,4%) (Gráfico R1). Aunque la balanza de servicios es superavitaria (0,5%), como la deuda ya se encuentra en niveles cercanos al 30% del PIB, se estima que en 2005, por primera vez, el pago de intereses superaría los ingresos por las inversiones en el exterior².

Aunque este nivel de endeudamiento aún no es muy alto, su dinámica de crecimiento es cada vez mayor. Algunos cálculos han mostrado que si los Estados Unidos comenzaran a reducir su déficit a partir de este año, el nivel de endeudamiento ascendería al 50% antes de estabilizarse³. Países como Nueva Zelanda y Australia han convivido con endeudamientos superiores, porque, por un lado, debido al tamaño de sus economías, sus déficit no presionan el ahorro mundial⁴; y, por el otro, las reservas de los demás países del mundo no se encuentran denominadas en sus monedas⁵. A continuación se explican las principales causas de los desbalances macroeconómicos en los Estados Unidos y las posibles salidas al problema.

¹ Para un análisis más detallado véase Torres, J. L. y J. M. Ramírez (2005). "El debilitamiento del dólar", Departamento de Programación e Inflación, Banco de la República.

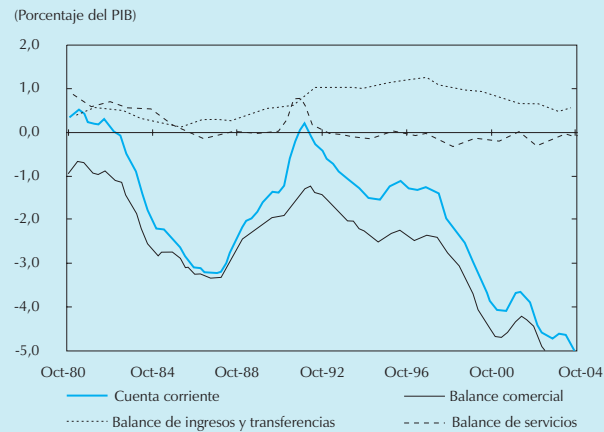
² Esto no había ocurrido antes porque las inversiones americanas en el exterior son en su mayoría inversión extranjera directa y acciones (que rindieron en 2004 en promedio 7,6% e. a.), mientras que su deuda es principalmente tesoros y agencias (que rindieron en 2004 en promedio 3,4% e. a.).

³ HSBC (2005). "Global Economics: the US current account deficit: a ticking time bomb", Q1.

⁴ La financiación del déficit de la economía estadounidense absorbe el 85% de los superávit de las demás economías del mundo.

⁵ Alrededor del 65% de las reservas internacionales mundiales se encuentran denominadas en dólares.

GRÁFICO R1
BALANCE COMERCIAL



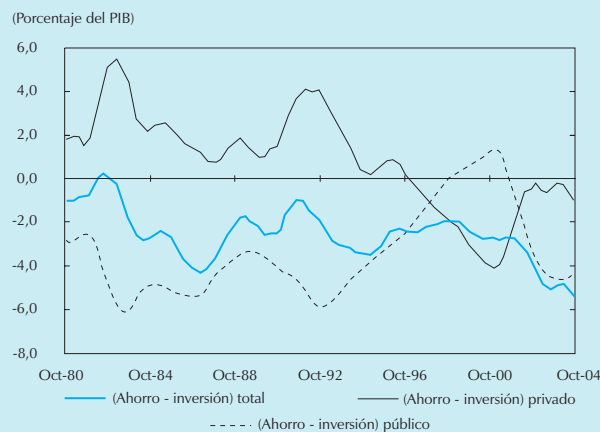
Fuente: Bureau of Economic Analysis.

I. Balances ahorro – inversión

Utilizando identidades macroeconómicas básicas se puede relacionar el déficit en la cuenta corriente con los balances de ahorro e inversión de los diferentes agentes de una economía. El Gráfico R2 muestra que durante los ochenta y hasta mediados de los noventa el sector privado norteamericano generó excesos del ahorro sobre la inversión (de ingresos sobre gastos), mientras que el sector público fue deficitario. Esta situación se invirtió entre 1997 y 2000. Sin embargo, desde el inicio del mandato del presidente Bush en 2001, el sector público pasó de un superávit fiscal de 1,3% a un déficit que en septiembre de 2004 llegó a 4,4%.

De otro lado, la disminución del desbalance privado (de 4% en 2001 a 1% en 2004) se explica por el aumento en el ahorro de las empresas (de 2% a 4%) y por la caída en la inversión

GRÁFICO R2
BALANCES AHORRO E INVERSIÓN



Fuente: Bureau of Economic Analysis.

privada en una magnitud similar. Por el contrario, el ahorro de los hogares muestra una tendencia decreciente de largo plazo (de 9% en 1982 a 1% en 2004).

Dentro del sector público el deterioro fiscal se explica por la caída en el ahorro federal. En la era Clinton los ingresos del Gobierno pasaron de 18% a 21% (entre 1993 y 2000), mientras que los gastos se redujeron de 23% a 19%. En la presidencia Bush, en cambio, los ingresos cayeron de 21% a 17% (entre 2000 y 2004), mientras que los gastos se incrementaron de 19% a 20%⁶. Las variaciones en los ingresos se explican principalmente por ajustes a los impuestos de las personas naturales, cuya carga tributaria pasó de 7,5% a 10,5% en la era Clinton, y se redujeron a 6,7% al final del período de Bush⁷. Hasta ahora el Gobierno norteamericano no ha mostrado interés en desmontar los alivios tributarios que introdujo en la recesión de 2001. Los planes de la Oficina de Presupuesto para reducir el déficit fiscal a la mitad en los próximos cuatro años se basan en la reducción de los gastos del Gobierno (con base en recortes a los subsidios agrícolas, y a gastos en salud y en educación, y en la eliminación de varios programas y agencias de asistencia social). Se considera poco probable que el Congreso apruebe una ley en esta dirección⁸. Por lo tanto, es difícil esperar una reducción en el déficit fiscal en el futuro próximo, al menos con las políticas que se han delineado hasta ahora.

II. La financiación de los desbalances

¿Cómo se han financiado los desbalances? En el Gráfico R3 se observa que la cuenta de capitales registra una entrada neta de capitales de 6 puntos del PIB, que se explica por una inversión extranjera directa neta (IED) de -1% y por deuda neta (diferente de IED) de 7%. Es decir, que la financiación del déficit en cuenta corriente ya no tiene lugar con inversiones de largo plazo, sino con inversiones de portafolio que probablemente son mucho más líquidas y más susceptibles a cambios en las percepciones de riesgo de los agentes.

Por otra parte, el financiamiento externo neto del sector público pasó de 2% a más de 6% del PIB entre 1999 y 2004. Gran parte de esta financiación se ha hecho con papeles del tesoro y la mayoría de estos han sido comprados por los bancos centrales de países extranjeros, los cuales muchas veces acumulan reservas en dólares para defender sus monedas del debilitamiento de la moneda norteamericana. Las reservas denominadas en dólares se incrementaron a nivel mundial 1,8 trillones en dieciocho meses⁹, financiando el 60% del déficit americano en 2004¹⁰.

⁶ Los gastos se habrían aumentado al menos otro punto de no ser por la reducción el pago de intereses de la deuda soberana, gracias a que la Fed redujo sus tasas de interés seis veces en 2001 y otras seis en 2002, llevando la tasa de préstamos *overnight* de 6,5% a 1%.

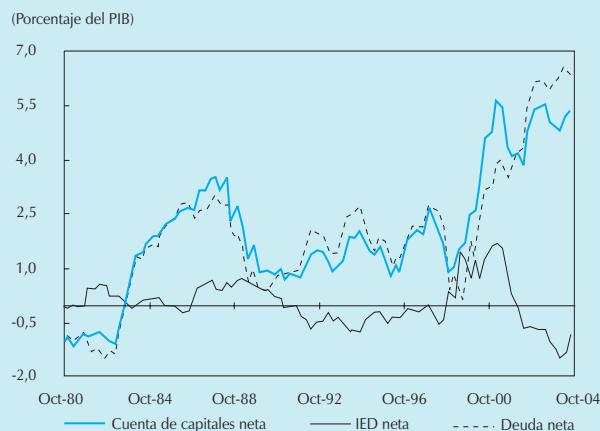
⁷ En esta última administración también se introdujo un pequeño alivio en el impuesto a las utilidades de las empresas, pero sólo significó una reducción de los ingresos en medio punto del PIB (de 2% a 1,5%).

⁸ El año pasado la administración Bush presentó un proyecto de ley para eliminar 65 programas oficiales con el fin de ahorrar cinco billones de dólares, pero, finalmente, el Congreso sólo aprobó la eliminación de cuatro programas, esto permitió ahorrar doscientos millones de dólares. Para este año se propone eliminar 150 programas para ahorrar quince billones de dólares.

⁹ La última adición de un trillón de reservas denominadas en dólares tardó una década, lo que da claros indicios de que hay cambios fundamentales en el funcionamiento reciente de la economía mundial.

¹⁰ Los bancos asiáticos (incluyendo a Japón) son quienes han participado más activamente, al aumentar sus reservas de 1,1 a 1,8 trillones de dólares entre 2002 y 2003. Las de Japón aumentaron US\$265 b., las de China US\$191b. y las de India en US\$52 b.

GRÁFICO R3
CUENTA DE CAPITALES NETA



Fuente: Bureau of Economic Analysis.

Esta situación plantea pérdidas que pueden llegar a ser cuantiosas para estos bancos centrales (invierten en papeles que rinden a tasas reales negativas), al tiempo que se exponen a gigantescas pérdidas de capital si tienen lugar mayores depreciaciones del dólar.

III. ¿Cuáles son las salidas?

El problema de los desbalances macroeconómicos en los Estados Unidos no se soluciona fácilmente. Dado el tamaño que ya alcanza el déficit comercial, no se puede esperar que el superávit en servicios llegue a contrarrestar el déficit en bienes, o que éste sea compensado por la alta rentabilidad de las inversiones norteamericanas en el exterior. De otro lado, la posibilidad de que continúe la compra masiva de bonos del Tesoro por parte de bancos centrales (como Japón, China, y algunas economías emergentes) tampoco parece sostenible a mediano plazo. De hecho, algunos países como Rusia, Corea del Sur, India e Indonesia ya han expresado su deseo de comenzar a diversificar las monedas en las que tienen denominadas sus reservas internacionales¹¹.

Algunos factores sugieren que el ajuste requerido del dólar podría ser aún más grande de lo que hasta ahora ha sido. En primer lugar, los Estados Unidos son una economía relativamente cerrada, donde el comercio exterior (la suma de las exportaciones y las importaciones) corresponde tan sólo al 25% del PIB. Por esta razón, se requieren variaciones considerables en

¹¹ Incluso en China se ha reducido la participación de los activos en dólares en el total de las nuevas compras.

la tasa de cambio para lograr ajustes significativos del déficit en la cuenta corriente, y estos todavía no han tenido lugar. Adicionalmente, se ha estimado que la elasticidad de demanda de las importaciones con respecto al ingreso en los Estados Unidos es significativamente mayor que la elasticidad de demanda de importaciones provenientes de los Estados Unidos frente a incrementos en el ingreso del resto del mundo (efecto Houthakker–Magee). En consecuencia, en un escenario en el que los Estados Unidos crezca a la misma tasa que sus socios comerciales su déficit comercial tendería a ampliarse. Finalmente, los Estados Unidos representa cerca del 35% del PIB mundial, por esto cualquier reducción en su déficit implica que el resto del mundo debe absorber una parte de la oferta de bienes transables. Es difícil que esto ocurra dadas las altas tasas de ahorro de los países asiáticos y el bajo crecimiento de la demanda interna en Europa. En estas condiciones, es posible que la reducción del déficit comercial en los Estados Unidos implique un menor crecimiento económico global.

Por las razones anteriores, a corto plazo se puede esperar que el déficit de los Estados Unidos continúe ampliándose, que el dólar siga debilitándose frente al resto de sus socios comerciales y que los niveles de endeudamiento de la economía norteamericana se incrementen aún más. Para alterar estas tendencias, de acuerdo con la mayoría de los análisis, se requeriría un incremento en los impuestos que redujeran el déficit fiscal, una mayor depreciación del dólar frente a los socios comerciales de los Estados Unidos que incluya a los países asiáticos y un incremento de las tasas de interés por parte de la Fed hasta llegar, al menos, a sus niveles históricos (5%). Probablemente estas medidas disminuirían la inversión y el consumo de los hogares norteamericanos, y aumentarían el ahorro. En conjunto, estas políticas reducirían el ritmo de crecimiento de la economía estadounidense, y por ende, de la economía mundial.

¿Significa lo anterior que la economía de los Estados Unidos va a tener un *atterrizaje forzoso*? Aunque en las mismas condiciones cualquier economía emergente seguramente lo habría tenido, los Estados Unidos no necesitan defender su tipo de cambio, y su moneda todavía constituye la principal moneda de reserva de los bancos centrales del mundo. A pesar de esto, y de que la mayoría de los analistas descartan por ahora una corrección drástica de los desequilibrios (también por los graves costos que impondría sobre la economía mundial), muchas de las decisiones económicas de la actual administración no parecen contribuir a solucionar dichos desequilibrios.

II. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS

*Los pronósticos muestran un crecimiento mundial dinámico.
Las exportaciones y la inversión seguirán impulsando
el crecimiento económico, sin que se esperen
presiones inflacionarias.*

Los aumentos recientes en el precio del petróleo y el aumento en el déficit externo de la economía de los Estados Unidos sugieren mayores riesgos sobre el desempeño de la economía mundial. Estas circunstancias, unidas a las mayores tasas de interés, anticipan una disminución del ritmo de crecimiento para 2005 en los Estados Unidos y otras economías desarrolladas. Aún así, los pronósticos muestran un crecimiento mundial dinámico, en parte porque todavía no se espera que la desaceleración de la economía estadounidense sea muy grande, y también gracias a la expansión de China y al buen desempeño de la mayoría de las economías emergentes. Se espera que la Fed continúe con la política de ajuste gradual de tasas y no se prevé una corrección abrupta en los desequilibrios macroeconómicos en los Estados Unidos.

Así, en 2005 los capitales fluirán a las economías emergentes, y los precios internacionales de los productos primarios de exportación se mantendrán en niveles altos y cercanos a los de 2004. Colombia se favorecerá de estas condiciones, que se deben reflejar en un menor déficit externo para 2005 frente al esperado hace tres meses. En este entorno, las exportaciones y la inversión seguirán impulsando el crecimiento económico. El aumento en la demanda doméstica no deberá generar presiones inflacionarias importantes para los próximos trimestres, toda vez que la economía aún cuenta con excesos de capacidad productiva, y que ha habido incrementos importantes de la inversión y de la productividad. Estos factores deben aumentar el crecimiento potencial de la economía. Así mismo, la reducción de las expectativas de inflación y las menores presiones hacia la depreciación previstas para los próximos meses podrían sostener la tendencia decreciente de la inflación sin alimentos.

*La existencia de excesos
de capacidad
productiva, la reducción
de las expectativas de
inflación y las menores
presiones hacia la
depreciación previstas
para los próximos meses
podrían sostener la
tendencia decreciente de
la inflación sin
alimentos.*

A. EL CONTEXTO EXTERNO Y EL TIPO DE CAMBIO

Las perspectivas de crecimiento mundial para 2005 continúan siendo buenas aunque inferiores a las observadas en 2004 (Cuadro 3). El pronóstico de

**PRONÓSTICOS DE CRECIMIENTO
PARA LOS PRINCIPALES SOCIOS COMERCIALES
(PORCENTAJE)**

	Observado 2004	Pronóstico para 2005, a:	
		Abr-05	Ene-05
Principales socios			
Estados Unidos	4,4	3,7	3,5
Ecuador	6,5	3,5	3,4
Venezuela	17,3	5,4	4,6
Otros socios			
Zona del euro	1,8	1,9	1,9
Japón	2,6	1	1,5
China	9,5	8,6	8
Perú	5,1	4,6	4,2
México	4,4	3,9	3,7
Chile	5,9	5,7	5,4
Argentina	9	6,7	5,1
Brasil	5,2	3,7	3,7
Bolivia	3,6	3,5	3,8
Total socios comerciales (*)	5,8	3,8	3,3

(*) Cálculo balanza de pagos según exportaciones no tradicionales.
Fuente: Datastream - Concensus.

crecimiento para la economía los de Estados Unidos es de 3,7%, un poco superior al esperado en el trimestre anterior (3,5%), pero inferior al 4,4% observado en 2004.

En este contexto se espera un menor crecimiento del consumo de los hogares, al cual también contribuiría el incremento gradual en las tasas de interés que ha tenido lugar en esa economía en el último año. El bajo crecimiento de la economía y del consumo de los hogares mantendrían el control de las presiones inflacionarias. A pesar de esto, existen riesgos inflacionarios asociados a los precios del petróleo, y a los efectos de la continua depreciación del dólar. Sin embargo, no se espera que esos riesgos se materialicen en los próximos trimestres.

La zona del euro debe continuar con un crecimiento moderado; el esperado para 2005 es de 1,9%, similar al observado durante 2004, favorecido por la inversión y por el consumo, aunque este último podría verse afectado por los altos precios del petróleo. De otro lado, el saneamiento de las finanzas públicas en varios de los países que conforman la zona del euro no parece ser factible en el corto plazo.

Las perspectivas de crecimiento para Japón son mucho más moderadas que las observadas durante 2004. El crecimiento de los últimos trimestres ha sido muy pobre, y no se proyecta una mejoría. Para 2005 el pronóstico de crecimiento es de 1%, muy por debajo del pronóstico de hace tres meses (1,5%) y del observado en 2004 (2,6%). La principal razón para esta desaceleración es la pérdida de dinamismo de las exportaciones y de la demanda interna.

A diferencia de Japón y de la zona del euro, las perspectivas de crecimiento para los países en desarrollo son mucho más alentadoras. Los países asiáticos seguirán impulsados por la economía china –que ha mostrado un fortalecimiento continuo, contrario a lo que se esperaba,– y por las medidas que las autoridades monetarias han tomado para controlar las presiones inflacionarias. Para 2005 se espera un crecimiento de 8,6%, superior al esperado hace tres meses (8,0%). Si bien durante hace algún tiempo las autoridades chinas han comenzado a generar expectativas sobre una posible flexibilización de su tasa de cambio, este proceso puede ser más lento y complejo de lo que se cree. Así, por ejemplo, diversos análisis estiman que una apreciación abrupta del remimbi (la moneda china) podría inducir un alza pronunciada en las tasas de interés de los bonos del Tesoro norteamericano, con un aumento en la percepción de riesgo de los mercados financieros internacionales. Además, dada la fragilidad del sistema financiero chino, la apreciación podría poner en peligro la propia sostenibilidad del crecimiento de esa economía.

Diversos análisis estiman que una apreciación abrupta del remimbi podría inducir un alza pronunciada en las tasas de interés de los bonos del Tesoro norteamericano, con un aumento en la percepción de riesgo de los mercados financieros internacionales.

Las economías latinoamericanas continúan con un buen crecimiento y no se esperan correcciones fuertes a la baja en el precio de los commodities.

Las economías latinoamericanas continúan con un buen crecimiento, gracias a una demanda externa favorable, principalmente de los Estados Unidos y China, y a la expansión de la demanda interna. La región también ha sido favorecida por los buenos precios de algunos *commodities* que benefician a la mayoría de países de América Latina. En este sentido los pronósticos para 2005 son favorables, aunque menores a los observados durante 2004.

Se espera un buen crecimiento para Venezuela y Ecuador, dos de los principales socios comerciales de Colombia, dados los altos ingresos que estos países han recibido y recibirán por la exportación de petróleo. Sin embargo, factores como la actual política externa más restrictiva, los disturbios políticos y sociales en Ecuador y el próximo período electoral para 2006 podrían generar alguna incertidumbre sobre el desempeño de estas economías en el futuro.

En conjunto, en el último trimestre el pronóstico del crecimiento (ponderado) de los socios comerciales de Colombia no varió, el cual se ubica en 3,5% para 2005. El crecimiento promedio, ponderado por la participación en las exportaciones no tradicionales, es de 3,8%, inferior al observado en 2004 (5,8%).

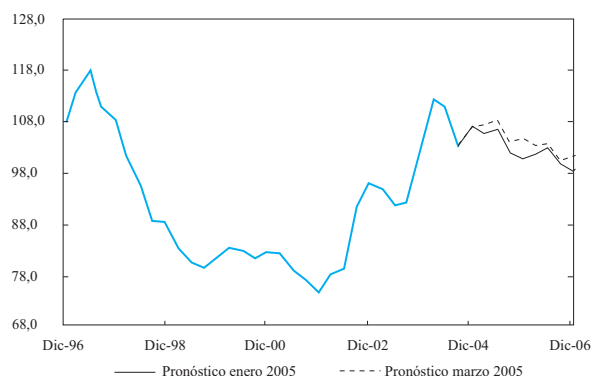
A pesar de la menor demanda mundial, en 2005 no se esperan correcciones fuertes a la baja en los precios de los *commodities*. Más aún, los últimos pronósticos han corregido ligeramente al alza con respecto a los elaborados en enero, aunque, en todo caso, serían inferiores a los observados en 2004. Los pronósticos actuales han incrementado los precios de algunos *commodities* como los metales y el café, que han mostrado un buen comportamiento en lo corrido de 2005. En conjunto, los pronósticos de The Economist Intelligence Unit (EIU) indican una caída de 2,2% frente a 2004 en el índice total de los *commodities* WCF (World Commodity Forecasts), inferior a la caída que se esperaba hace tres meses (4,3%) (Gráfico 46).

Adicionalmente, a diferencia del trimestre anterior, los pronósticos para el precio del petróleo han presentado un fuerte incremento. Dado el comportamiento del precio del petróleo a comienzos de este año (por el aumento en la demanda y algunos problemas de oferta) el precio podría mantenerse relativamente alto durante 2005. Según EIU, el precio WTI del petróleo para 2005 podría ubicarse en promedio en US\$45,67 por barril, muy superior al esperado hace tres meses (US\$39,21).

La mayor incertidumbre sobre el precio del petróleo se fundamenta en los bajos excesos de capacidad de producción por parte de la OPEP que hace más sensible los precios a cualquier choque, y la demanda mundial aún fuerte, que si bien se espera sea menor a la observada durante 2004, podría sostener el precio promedio alrededor de US\$45 a US\$50 por barril.

GRÁFICO 46

ÍNDICE DE PRECIOS DE LOS COMMODITIES (WCF)



Fuente: EIU.

Los términos de intercambio para Colombia aumentarían en 2005, aunque en menor proporción que en 2004, dado que los pronósticos de los precios del petróleo y de la mayoría de bienes tradicionales exportados por el país aumentaron con respecto a los precios observados en 2004 –entre ellos café y oro– (Cuadro 4).

Las principales fuentes de incertidumbre en el contexto internacional son el comportamiento de los precios del petróleo, el ritmo de ajuste de las tasas de interés por parte de la Fed y la evolución de los desbalances de la economía norteamericana. Un aumento mayor en los precios del petróleo podría tener efectos significativos en el crecimiento de las economías mundiales y en la inflación. Sin embargo, con la información disponible a marzo, no se le asigna una gran probabilidad a este escenario.

Con respecto a los desbalances macroeconómicos en los Estados Unidos, la menor dinámica de la demanda interna en esta economía y el debilitamiento del dólar deberían ayudar a corregir lentamente el déficit actual de cerca del 6% del PIB (anualizado). Sin embargo, este efecto puede ser neutralizado si no hay, al mismo tiempo, una reducción del déficit fiscal. A este respecto, están en trámite en el Congreso un conjunto de iniciativas del Gobierno para reducir diversas partidas de gasto. Sin embargo, no se conocen iniciativas dirigidas a aumentar las tasas impositivas, una medida que diversos analistas juzgan necesaria para reducir en forma sostenible el déficit fiscal. Antes bien, se han planteado nuevos recortes en las tasas de tributación de ingresos altos.

Aunque el incremento continuo en el déficit en cuenta corriente y el nivel del déficit fiscal plantean la posibilidad de un ajuste abrupto, muy probablemente con consecuencias traumáticas para la economía mundial, en el escenario central del presente informe (al cual se le asigna la mayor probabilidad), se espera que el ajuste de estos desbalances continúe en forma gradual, y que se mantenga la tendencia a un debilitamiento adicional, pero moderado, del dólar.

Las principales fuentes de incertidumbre en el contexto internacional son el comportamiento de los precios del petróleo, el ritmo de ajuste de las tasas de interés por parte de la Fed y la evolución de los desbalances de la economía norteamericana.

CUADRO 4

PRECIOS INTERNACIONALES

	Promedios			Proyección actual 1/ 2005	Proyección anterior 2/ 2005
	2002	2003	2004		
Café (<i>exdock</i>) (dólares por libra)	0,7	0,7	0,9	1,2	0,8
Petróleo (dólares por barril)	24,2	29,0	37,3	40,6	36,3
Carbón (dólares por tonelada)	30,8	28,2	36,1	36,1	36,5
Ferroniquel (dólares por libra)	1,1	1,4	2,3	2,3	1,9
Oro (dólares por onza <i>troy</i>)	310,2	362,5	409,3	484,5	410,0

1/ Balanza de pagos estimada en marzo de 2005.
2/ Balanza de pagos estimada en enero de 2005.
Fuente: Banco de la República.

También se esperan aumentos graduales en las tasas de referencia de la Fed hacia una posición neutral de la política monetaria en la economía de los Estados Unidos. Aunque entre los analistas hay relativo consenso sobre la magnitud del ajuste total requerido en las tasas, existe incertidumbre sobre el ritmo de dicho ajuste. En el escenario central se espera un incremento de 125 pb en lo que resta del año, lo que situaría las tasas en 4%, aún por debajo de su nivel de equilibrio.

CUADRO 5

BALANCE EN CUENTA CORRIENTE
(PORCENTAJE DEL PIB)

	1994	2004
Argentina	(3,7)	2,2
Brasil	(0,3)	1,9
Chile	(3,0)	2,5
Colombia	(4,7)	(1,1)
México	(7,0)	(1,1)
Perú	(5,3)	(0,1)
Indonesia	(1,7)	2,8
Corea	(1,2)	4,0
Malasia	(6,3)	13,5
Filipinas	(4,6)	4,6
Tailandia	(5,6)	4,4

Fuente: World Economic Outlook, Proyección balanza de pagos del Banco de la República; De Gregorio (1998).

En este escenario de ajustes paulatinos en las tasas de la Fed y sin uno abrupto de los desequilibrios macroeconómicos en los Estados Unidos, 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. A esto contribuye también la mejoría en los factores fundamentales de la mayoría de las economías emergentes. Por ejemplo, a diferencia de los déficit en cuenta corriente que tenían muchas economías emergentes a mediados de la década de los noventa, en la actualidad estas mismas economías presentan superávit o déficit sustancialmente más pequeños (Cuadro 5).

Sin embargo es importante resaltar que ante un movimiento inesperado de las tasas de interés externas, las economías emergentes serían afectadas negativamente, entre ellas las latinoamericanas. En esa situación, los inversionistas podrían optar por inversiones más seguras y generar así incrementos en las primas de riesgo-país de estas economías. Los países más vulnerables son, probablemente, aquellos que presentan mayores niveles relativos de endeudamiento y que no aprovecharon las condiciones favorables para reducir sus niveles de endeudamiento externo, y/o aquellos con menor récord de crecimiento y menores perspectivas de crecimiento futuro.

B. PERSPECTIVAS INTERNAS Y DEMANDA

Para el primer semestre se proyecta un crecimiento de 3,7% (Cuadro 6); la distribución de éste entre los trimestres está afectada por el número de días hábiles: el primer trimestre tiene tres días hábiles menos que el primer trimestre de 2004, mientras que el segundo trimestre tiene dos días hábiles más.

El efecto de los días hábiles podría afectar varios sectores productivos (entre ellos transporte y comercio) pero sobre todo, se espera que afecte la producción industrial. El crecimiento de la producción manufacturada podría llegar a ser incluso negativo en el primer trimestre de 2005.

Pese a que buena parte de este resultado se puede atribuir a factores irregulares como el mencionado (que sería superado en parte en el segundo trimestre), no se

PIB SECTORIAL
(PORCENTAJE)

	2004	2005 I Semestre
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	2,1	2,8
Explotación de minas y canteras	2,8	5,2
Electricidad, gas y agua	2,9	1,4
Industria manufacturera	4,8	2,5
Construcción	10,7	16,5
Edificaciones	30,6	7,5
Obras civiles	(17,2)	38,4
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	5,6	3,4
Transporte, almacenamiento y comunicación	5,0	5,5
Establecimientos financieros, seguros, inmuebles y servicios a las empresas	4,3	3,7
Servicios sociales, comunales y personales	2,8	1,9
Servicios de intermediación financiera medidos indirectamente	12,2	6,1
Subtotal valor agregado	3,8	3,7
PIB	4,0	3,7

Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

puede descartar un menor dinamismo del sector industrial para el año. Lo anterior se traduciría en una disminución del ritmo de crecimiento de 4,5% en el segundo semestre de 2005, una vez corregidos los datos por estacionalidad y ruidos, a variaciones anuales cercanas al 4,0% en el primer semestre de 2005.

El sector agropecuario crecería 2,8% en el primer semestre. Dentro de los factores que contribuirían a este crecimiento están el aumento en la producción de café, que a febrero muestra una importante recuperación frente a 2004 (por encima de 10%), la continuidad en el ciclo de liquidación ganadera y la presencia de un clima normal.

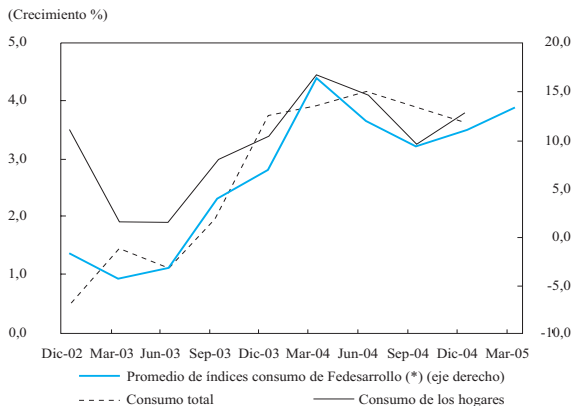
En minería se proyectan crecimientos importantes a lo largo del año, sobre todo por la producción de carbón (aumento de 12,0% en el volumen exportado de acuerdo con proyecciones de la balanza de pagos). La producción de petróleo continuaría con una tendencia decreciente debido al agotamiento de las reservas, mientras que para el oro y el níquel se proyectan crecimientos anuales de 0% y 1%, respectivamente.

De otro lado, se espera un repunte importante de obras civiles asociado al retraso que se observó en la implementación de planes de inversión en 2004, especialmente en los gobiernos regionales y locales. La construcción de vivienda se desaceleraría a lo largo del año, completando el ciclo de expansión y empezando un declive moderado.

Se espera un repunte importante de obras civiles asociado al retraso que se observó en la implementación de planes de inversión en 2004, especialmente en los gobiernos regionales y locales.

GRÁFICO 47

CONSUMO TOTAL DE LOS HOGARES Y ENCUESTA DE CONSUMO DE FEDESARROLLO



(*) Promedio de índice de confianza del consumidor, de expectativas de consumo y de condiciones económicas, respectivamente.
Fuente: Fedesarrollo. Cálculos Banco de la República.

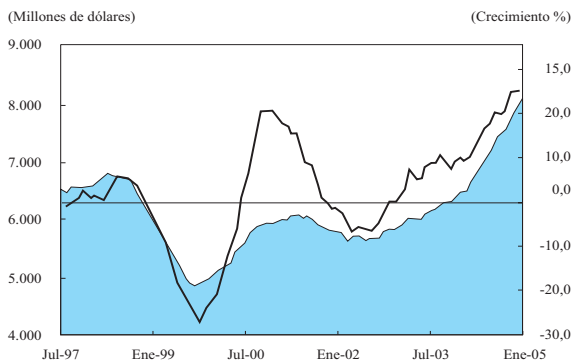
Desde el punto de vista de la demanda, en 2005 continuaría el fortalecimiento del consumo de los hogares. Así lo señalan, para el primer trimestre, indicadores como el de la encuesta de consumo de Fedesarrollo (Gráfico 47).

En efecto, ejercicio reciente encontró una relación muy estrecha entre el nivel de los indicadores de la mencionada encuesta y las variaciones anuales del consumo de los hogares y del consumo total que mide el DANE. Aunque todavía no se han realizado suficientes muestras como para concretar la *significancia* de las relaciones, con la información disponible se encuentran correlaciones mayores al 90% entre el crecimiento del consumo de los hogares y el promedio de los índices de Fedesarrollo (índice de confianza del consumidor, índice de condiciones económicas e índice de expectativas del consumidor).

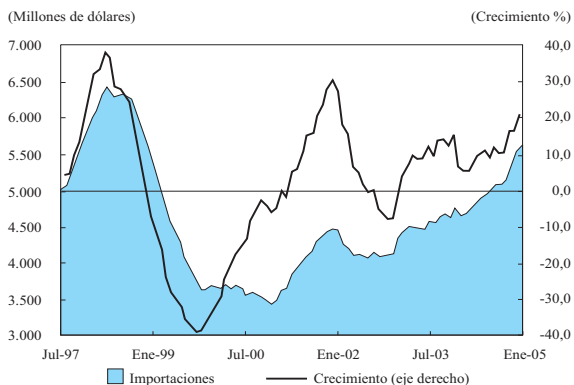
GRÁFICO 48

IMPORTACIONES TOTALES (ACUMULADO 12 MESES)

BIENES INTERMEDIOS



BIENES DE CAPITAL



Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

La inversión en maquinaria y equipo continúa siendo dinámica, a juzgar por las importaciones de bienes de capital para la industria, que en los dos primeros meses del año crecieron 41%, en dólares.

Este hecho, junto con el crecimiento de otras importaciones, respalda la idea de que la actividad económica podría seguir en expansión y que continuará su dinamismo en los próximos trimestres: a febrero, las importaciones de materias primas crecían 12% en dólares, y las de bienes de consumo durable 42,6% (Gráfico 48).

Con el fin de evaluar, en conjunto, los posibles efectos sobre el crecimiento de 2005 de los mayores términos de intercambio, la recuperación de las obras civiles, el aumento real del consumo del Gobierno (proyectado de acuerdo con las cifras del plan financiero) y el incremento en los volúmenes de las exportaciones tradicionales, entre otros factores, se utilizó el modelo multisectorial de equilibrio general (MEG).

Las corridas preliminares del MEG indican que el crecimiento en 2005 podría ser mayor que 4,0%, dependiendo del comportamiento de las exportaciones no tradicionales. El dinamismo que han presentado en los últimos meses y las últimas proyecciones de crecimiento de los principales socios comerciales sugieren

que las exportaciones no tradicionales podrían aumentar cerca de 6,0% (en términos reales) en 2005.

En el mercado laboral, y en concordancia con el dinamismo esperado en la actividad económica, se proyecta un crecimiento del empleo a ritmos mayores que los de 2004, así como una mejoría continua en su calidad mediante una mayor formalización de la mano de obra.

También es posible que tenga lugar una reducción adicional en la tasa global de participación, como se ha observado desde el año pasado. En consecuencia, se espera una caída adicional en la tasa de desempleo tanto en el ámbito nacional y para las 13 ciudades.

De otro lado, los cálculos preliminares indican que el ingreso disponible crecería cerca de 4,5% en 2005, o incluso más si el crecimiento del PIB supera el 4% (Gráfico 49)⁵.

El Gráfico 50 muestra la evolución de algunos de los principales rubros que entran en el cálculo del ingreso disponible, como las remesas provenientes del exterior y los ingresos tributarios.

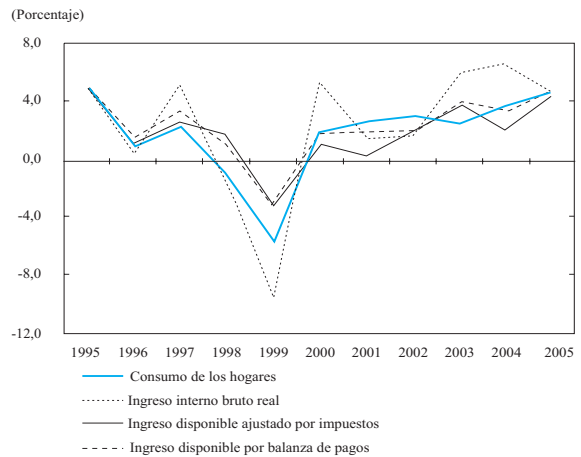
C. PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN

El escenario básico para el pronóstico de inflación presentado en el informe de diciembre contemplaba un tipo de cambio menos apreciado que el que se observó en el corrido del año. Así mismo, suponía una recuperación del crecimiento para el cuarto trimestre más moderada que la reportada efectivamente por el DANE. Más aún, como ya se indicó esta entidad corrigió en forma significativa las cifras de crecimiento para el tercer trimestre y para los trimestres anteriores (desde 2003).

⁵ Se utilizaron tres metodologías diferentes para el cálculo del ingreso disponible: la primera, derivada de la balanza de pagos (ingreso disponible por balanza de pagos), incluye el PIB, las rentas netas de factores y las transferencias netas; la segunda (ingreso disponible ajustado por impuestos) tiene en cuenta la evolución de la carga tributaria, además del crecimiento del PIB y de las cuentas externas (remisión neta de utilidades, los intereses netos de la deuda externa, remuneración neta de empleados desde el exterior, transferencias externas del Gobierno, remesas y otras transferencias), y la tercera es el ingreso interno bruto real, derivado de las cuentas del PIB por el lado de la demanda más la capacidad de compra de las exportaciones.

GRÁFICO 49

INGRESO DISPONIBLE REAL

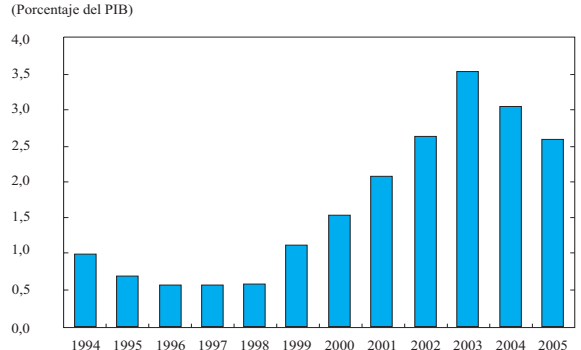


Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República.

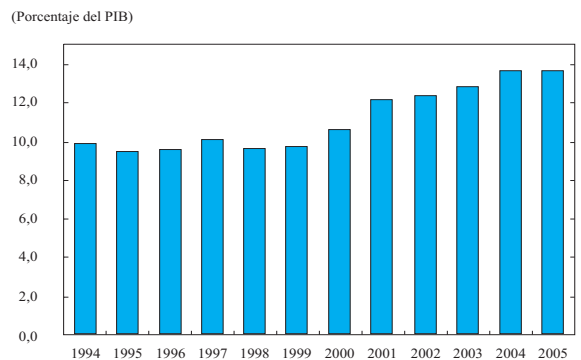
GRÁFICO 50

PRINCIPALES VARIABLES EN LA MEDICIÓN DEL INGRESO DISPONIBLE REAL

REMESAS



INGRESOS TRIBUTARIOS



Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República.

En el resto de 2005 las tasas de la Fed aumentarían 125 pb adicionales (25 pb por reunión), y terminarían el año en 4%.

Como es usual, en la siguiente sección se describe el *escenario básico* en términos del contexto externo e interno que se considera más probables para los próximos trimestres. De este escenario se derivan los supuestos para las variables exógenas que se utilizan en la estimación del modelo central del Banco (MMT), para pronosticar la inflación a mediano y largo plazos. La senda central de pronóstico de inflación se acompaña de un balance de riesgos que intenta recoger la incertidumbre que rodea al escenario básico.

1. Contexto externo

En este informe se considera que el aumento de volatilidad de los indicadores financieros internacionales en el primer trimestre –por el aumento en el precio del petróleo y un posible apretón de la política monetaria de los Estados Unidos– no cambia sustancialmente las condiciones externas relevantes para la economía colombiana, previstas en el informe de diciembre. Así, en materia de liquidez internacional seguimos de cerca el consenso de los analistas, a la espera de que las autoridades monetarias de los Estados Unidos mantengan su postura de ajuste gradual de tasas. Esto significa que en el resto de 2005 las tasas de la Fed aumentarían 125 pb adicionales (25 pb por reunión), y terminarían el año en 4%, un aumento marginal frente a lo considerado en el informe anterior (3,75%). Este nivel continúa inferior al promedio histórico considerado por los modelos del Banco, y que está en 5%.

En materia de crecimiento, se espera una desaceleración en la economía de los Estados Unidos como consecuencia de las tasas de interés más altas y por los altos precios del petróleo. Sin embargo, los pronósticos para el conjunto de principales socios comerciales de Colombia no cambiaron sustancialmente respecto al informe de diciembre. Incluso, para el caso de Venezuela y Ecuador, los pronósticos de crecimiento aumentaron dado el impacto positivo que tienen los mayores precios del petróleo en estas economías. Tampoco se prevé un enfriamiento de la economía china y de otros países asiáticos, con lo cual se garantizaría una demanda mundial dinámica.

Lo anterior permite confiar en buenos precios para los productos primarios de exportación de los países de la región, incluidos los de Colombia. De hecho, se han aumentado los pronósticos para el resto del año, especialmente en el caso de los precios del café y del petróleo.

Así las cosas, pese a la mayor incertidumbre internacional y la desaceleración de la economía de los Estados Unidos, el contexto internacional, en lo que respecta al crecimiento de las exportaciones, parece ser más favorable para Colombia en la actualidad que hace tres meses. Esta situación surge, principalmente, de las demandas derivadas de sus socios comerciales petroleros (Venezuela y Ecuador), y de que Colombia misma se beneficia de los altos precios del petróleo, y de los precios de otros productos básicos.

Teniendo en cuenta lo anterior, los nuevos pronósticos de inflación suponen un menor déficit en cuenta corriente y, por lo tanto, menores presiones hacia la

Para Venezuela y Ecuador, los pronósticos de crecimiento aumentaron dado el impacto positivo que tienen los mayores precios del petróleo en estas economías.

depreciación del tipo de cambio en 2005, que lo contemplado en este sentido en el informe de diciembre. Para 2006, sin embargo, se espera un mayor déficit en la cuenta corriente y mayores presiones a la devaluación del peso.

Este escenario supone que no hay cambios sustanciales en los flujos de capital durante 2005. Este supuesto es válido siempre y cuando no haya un ajuste abrupto de las tasas de interés en los Estados Unidos, lo cual implica que las presiones inflacionarias se mantienen contenidas. No obstante, los pronósticos cambiarios son, hoy en día, más inciertos que a comienzos de año: por ejemplo, un cambio mayor de tasas en el contexto de un déficit comercial y fiscal crecientes en los Estados Unidos podría alejar bruscamente los capitales de Colombia y de otras economías emergentes, y aumentar así las presiones sobre el tipo de cambio.

2. Contexto interno

El buen crecimiento de la economía durante el cuarto trimestre y la permanencia de condiciones externas favorables permiten esperar un crecimiento para el presente año de alrededor de 4%, un poco mayor que el estimado en el informe de diciembre. Para los dos primeros trimestres, los modelos de corto plazo anticipan un aumento anual del PIB de alrededor de 3,7%, en promedio. Dada la existencia de un menor número de días hábiles en el primer trimestre (por Semana Santa en marzo), se espera que el ritmo de expansión sea menor en este período que durante el segundo trimestre.

En esta oportunidad se le atribuye un papel más importante a la demanda externa que el previsto en el informe anterior, gracias al aumento en los pronósticos de los precios de los productos de exportación y al crecimiento de Ecuador y Venezuela. La otra fuente de crecimiento será, nuevamente, la inversión privada, aunque la construcción de edificaciones será menos dinámica que en 2004 y quizá menor que la prevista en el informe anterior. Parte de este menor dinamismo será compensado por la expansión de la inversión pública, la cual revertirá la fuerte contracción observada en 2004 por obras civiles. Por otro lado, el consumo del Gobierno en 2005 aumentará más que el año anterior.

En cuanto al consumo de los hogares, se estima que continuará su crecimiento moderado, tal como se ha observado en los dos años anteriores. No se descartan algunos sobresaltos asociados con choques de oferta, pero, en términos generales, no se espera una desaceleración en el año.

Tanto el consumo de los hogares como la inversión privada seguirán estimulados por una amplia liquidez y bajas tasas de interés, inferiores a sus promedios históricos. Otra consideración tiene que ver con la confianza de los consumidores, cuyo nivel en lo corrido del año continúa aceptable y similar al observado en 2004. De manera equivalente, el índice de confianza y el clima de negocios para los empresarios de la industria continúan en niveles altos, lo que deberá favorecer la inversión privada.

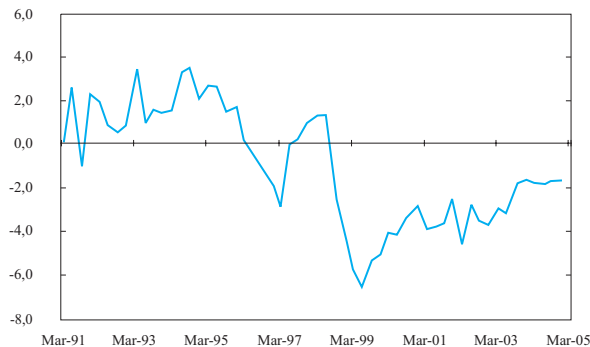
El contexto internacional parece ser más favorable para Colombia en la actualidad que hace tres meses.

Tanto el consumo de los hogares como la inversión privada seguirán estimulados por una amplia liquidez y bajas tasas de interés, inferiores a sus promedios históricos.

GRÁFICO 51

BRECHA DEL PRODUCTO

(Porcentaje del PIB potencial)

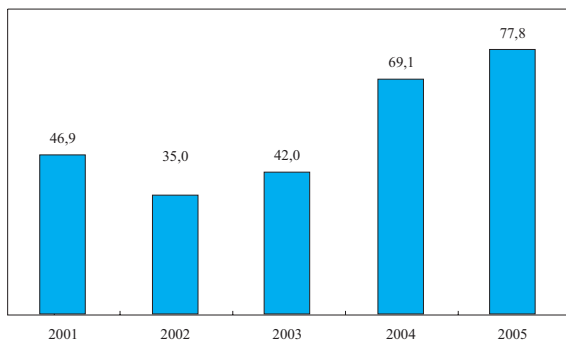


Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 52

CREDIBILIDAD EN LA META DE INFLACIÓN DE 2001 A 2005

(Porcentaje)



Fuente: Banco de la República.

Dada las consideraciones anteriores y el mayor crecimiento observado para 2004 (especialmente el del cuarto trimestre), en el presente informe se supone una brecha más cerrada para el final del año (-1,5%) frente a la considerada en el informe anterior (-1,8%) (Gráfico 51).

3. Otros factores determinantes de la inflación

Un factor favorable para la reducción de la inflación, y que ha sido particularmente importante desde finales del año pasado, es la evolución de las expectativas de inflación. Su caída en los primeros meses del año a niveles de 5% deberá redundar en unos ajustes de precios más acordes con la meta del Banco de la República. A su vez, la reducción de la inflación a marzo por debajo de las expectativas permite esperar una caída adicional de estas últimas dado el componente adaptativo que han mostrado. Así mismo, el cumplimiento de la meta en 2004 se tradujo en un aumento significativo de la credibilidad en la política monetaria, como se puede constatar con el mayor porcentaje de personas que a comienzos de año creía en el cumplimiento de la meta de 5% para 2005 (Gráfico 52).

De cierta manera, puede afirmarse que la economía en 2005 entraría en un círculo virtuoso en materia de inflación, en el que el aumento en la credibilidad de la política y la disminución de las expectativas de inflación permiten reducir la inflación observada. Esto, a su vez, refuerza la caída de las expectativas meses adelante y desincentiva aumentos futuros en precios.

Otro factor que favorece el cumplimiento de las metas es el ritmo al cual se ajustan los salarios. Como se mencionó en secciones anteriores, los reajustes se dan a tasas inferiores al 6%, por lo menos en el caso de la industria. Si a esto se añade que la productividad laboral puede estar en aumento a tasas promedio históricas (entre 1,5% y 3,0%), las presiones salariales sobre costos son probablemente menores. Es factible que dicha situación se mantenga el resto del año dadas las condiciones muy holgadas que todavía tiene el mercado laboral.

Dos circunstancias, que ya fueron identificadas en el informe de diciembre de 2004, operarían en sentido contrario: la primera de ellas corresponde a un posible aumento en la inflación de alimentos en la segunda mitad del año. Aunque la probabilidad de que se presente un fenómeno de El Niño se ha reducido, aún no es completamente improbable. Varios modelos satélites del Banco de la República prevén un aumento de la inflación de alimentos para la segunda mitad del año. Si

Varios modelos satélites del Banco de la República prevén un aumento de la inflación de alimentos para la segunda mitad del año.

bien los resultados no superan el 6,5%, el margen de error asociado a estos pronósticos suele ser alto, por lo que no se pueden descartar incrementos mayores. El otro factor negativo es el del precio de los combustibles y su incidencia en el precio del transporte. Los incrementos no anticipados en el precio internacional del petróleo a comienzos de año podrían traducirse en mayores aumentos en el precio doméstico de los combustibles frente a lo estimado en el informe de diciembre. Hay que señalar, sin embargo, que la apreciación del tipo de cambio en el primer trimestre, junto con la mayor estabilidad prevista para el resto del año, podría ejercer un efecto contrario. Teniendo en cuenta estas tendencias, en el informe actual se mantuvo la estimación de estos choques en la misma magnitud que en el informe anterior.

La economía en 2005 entraría en un círculo virtuoso en materia de inflación, en el que el aumento en la credibilidad de la política y la disminución de las expectativas de inflación permiten reducir la inflación observada.

4. Los pronósticos de inflación

A partir de los supuestos y consideraciones presentados anteriormente, el sistema de pronósticos del Banco de la República (modelo central o MMT y modelos satélites)⁶ redujo los pronósticos de inflación en el corto y mediano plazos frente a los presentados en el informe anterior. En la actualidad se espera que la inflación básica o sin alimentos continúe con una tendencia decreciente en los próximos tres trimestres y se sitúe en la parte inferior del rango meta (4,5% - 5,5%) para finales de año. Así, el pronóstico central para diciembre es de 4,2% frente a 4,8% previsto en el informe de diciembre. La tendencia decreciente de la inflación sin alimentos podría revertirse temporalmente a comienzos de 2006, pero sería retomada más adelante para terminar dicho año en 4,1% (Cuadro 7).

La magnitud de la reducción del pronóstico de inflación básica a mediano y largo plazo ha sido sustancial; esto obedece a varias razones:

CUADRO 7

PRONÓSTICOS DEL MODELO CENTRAL (MMT)

	Inflación total	Inflación sin alimentos	Inflación de alimentos	Brecha del producto
Mar-05	5,1	4,8	5,6	(1,7)
Jun-05	4,8	4,6	5,3	(1,6)
Sep-05	4,8	4,5	5,5	(1,5)
Dic-05	4,7	4,2	6,0	(1,3)
Mar-06	4,9	4,7	5,4	(1,1)
Jun-06	4,7	4,5	5,1	(0,8)
Sep-06	4,3	4,3	4,1	(0,5)
Dic-06	4,1	4,1	4,0	(0,3)

Fuente: Banco de la República.

⁶ Como ya se ha explicado en anteriores informes, los pronósticos de inflación del Banco de la República se efectúan en dos etapas: en la primera se realizan pronósticos de corto plazo (PCP) a dos trimestres a partir de modelos satélites de inflación, crecimiento, brecha, entre otros, que resultan más confiables a horizontes cortos; en la segunda, y a partir del PCP, se efectúan los pronósticos de mediano y largo plazos con base en el modelo central del Banco o MMT.

Mayores entradas de capital o precios de los principales productos de exportación de Colombia superiores a los contemplados en el escenario central...

- ✦ La inflación sin alimentos se redujo significativamente en el primer trimestre y, además, estuvo por debajo de los pronósticos efectuados por la mayoría de los modelos satélites. Esto redujo el PCP y la senda central del MMT por la alta inercia que históricamente ha tenido la inflación en Colombia. Dicha circunstancia ha hecho que en los modelos, incluido el MMT, el dato rezagado tenga un peso importante en el pronóstico de la inflación. En palabras técnicas, los modelos son altamente autorregresivos.
- ✦ La apreciación del tipo de cambio en el primer trimestre fue mayor que la prevista y, además, en el informe actual se prevén menores presiones hacia la depreciación en 2005 que hace tres meses. El resultado es un menor pronóstico de inflación de transables. A comienzos de 2006, sin embargo, se prevé un aumento en la inflación de transables que se transmite a la inflación básica, y esto está relacionado con las presiones hacia la depreciación del peso anticipadas en el mediano plazo.
- ✦ Las expectativas de inflación están ahora más cerca de la meta del Banco de la República para 2005 que hace tres meses. Este factor disminuyó las presiones en este frente.

Respecto a la inflación total, los cambios en los pronósticos no fueron sustanciales. Para diciembre de 2005 se espera una cifra de 4,7%, y de 4,1% para diciembre de 2006. En el informe anterior las cifras eran 5,0% y 4,0%, respectivamente. En contraste con esta estabilidad en los pronósticos entre ambos informes, está el aumento en la inflación de alimentos esperada para finales del presente año: 6,0% (frente a 5,5% en el informe de diciembre).

5. Balance de riesgos

En la definición del balance de riesgos asociado al pronóstico central se tuvieron en cuenta las siguientes consideraciones:

- ✦ Para el primer año de proyección, el consumo privado 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 el segundo año de proyección, se considera que la brecha tiene la misma probabilidad de estar sobre o subestimada, lo cual indica un balance de riesgos neutral.
- ✦ A la proyección de la inflación de alimentos para el primer año se le asigna un sesgo hacia arriba, dada su tradicional volatilidad y la tendencia alcista actual. El sesgo se modifica como neutral para el segundo año de pronóstico.
- ✦ Mayores entradas de capital o precios de los principales productos de exportación de Colombia superiores a los contemplados en el escenario central podrían generar presiones menores hacia la depreciación del tipo de cambio que las consideradas en el escenario central.

...podrían generar presiones menores hacia la depreciación del tipo de cambio que las consideradas en el escenario central.

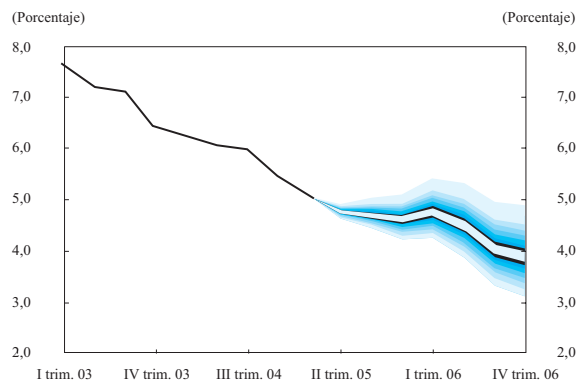
Los resultados del balance de riesgos se recogen en el cuadro de distribución de probabilidades del *Fan Chart* (Gráfico 53). La distribución de probabilidades muestra que la inflación total en diciembre de 2005 se situaría por debajo de 5% con una probabilidad de 80,7%; y, para diciembre de 2006, esta probabilidad sería de 92,5%. Para 2005 el rango con más alta probabilidad está entre 4,5% y 5,0%, mientras que para 2006 el de mayor probabilidad es el rango menor a 4,0%. Por su parte, el *Fan Chart* muestra un intervalo de confianza balanceado en torno a la senda central de pronóstico de la inflación.

La inflación total en diciembre de 2005 se situaría por debajo de 5% con una probabilidad de 80,7%; y, para diciembre de 2006, esta probabilidad sería de 92,5%.

Finalmente, conviene señalar que el balance de riesgos, al igual que la senda central del MMT presentada en la sección anterior, supone una política monetaria activa que se ajusta para garantizar el cumplimiento de las metas inflación en el largo plazo.

GRÁFICO 53

DISTRIBUCIÓN DE PROBABILIDADES EN LA INFLACIÓN (*FAN CHART*)



PROBABILIDAD ACUMULADA DE OBSERVAR UNA INFLACIÓN AL CONSUMIDOR POR DEBAJO DEL RANGO INDICADO

Rangos de inflación (%)	2005			2006			
	Jun.	Sep.	Dic.	Mar.	Jun.	Sep.	Dic.
>6,5]	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<6,5]	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
<6,0]	100,0	100,0	100,0	99,7	99,6	99,9	99,9
<5,5]	100,0	100,0	99,5	93,0	94,7	98,8	98,8
<5,0]	97,4	84,9	80,7	58,3	72,7	91,1	92,5
<4,5]	0,1	7,2	21,2	15,1	34,5	67,2	73,6
<4,0]	0,0	0,0	0,7	1,2	8,3	32,4	42,7

Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

**PROYECCIONES DE ANALISTAS LOCALES Y EXTERNOS
PARA ALGUNAS VARIABLES MACROECONÓMICAS**

Este es un recuento de las proyecciones más recientes de analistas locales y extranjeros sobre las principales variables de la economía colombiana para 2005 y 2006. En el momento de la consulta los agentes contaban con información a marzo de 2005.

I. Proyecciones para 2005

Tanto los analistas locales como los extranjeros mantuvieron su pronóstico de crecimiento (realizado el trimestre anterior) en 3,7% (Cuadro A1). Dos de los doce analistas redujeron su pronóstico, tan sólo uno lo incrementó y los nueve restantes lo mantuvieron constante. Esto sugiere que los pronósticos no se vieron afectados por la corrección (al alza) que hizo el DANE a las series de crecimiento, debido al cambio en la medición de las obras civiles.

**CUADRO A1
PROYECCIONES PARA 2005**

	Crecimiento del PIB real %	Inflación IPC %	Tasa de cambio nominal (fin de)	DTF nominal %	Déficit (% del PIB)		Tasa de desempleo (13 ciudades) %
					Fiscal (SPC)	Cta. Cte.	
Analistas locales							
Revista <i>Dinero</i>	3,4	5,2	2.509	7,7	2,5	n.d.	13,5
BBVA Ganadero	3,8	5,2	2.550	7,5	2,5	2,0	12,0
Citibank Colombia	3,8	5,2	2.509	7,7	2,7	1,3	14,2
Suvalor-Corfinura	3,5	5,2	2.543	8,2	2,6	n.d.	n.d.
Corfivalle	4,0	5,5	2.514	7,9	2,7	n.d.	13,0
ANIF	3,8	5,2	2.500	7,5	2,5	n.d.	12,5
Fedesarrollo	3,9	5,0	n.d.	8,7	2,5	2,6	15,5
Promedio	3,7	5,2	2.521	7,9	2,6	2,0	13,5
Analistas externos							
Goldman Sachs	3,5	5,5	2.420	7,4	2,4	2,0	14,8
CS First Boston	3,5	5,0	2.375	n.d.	2,5	0,9	12,8
IDEA Global	4,3	5,0	2.400	7,5	2,1	0,8	12,5
J. P. Morgan Chase	3,5	5,5	2.450	7,5	2,4	0,3	13,5
Deutsche Bank	3,6	4,9	2.500	7,6	2,6	2,1	11,7
Promedio	3,7	5,2	2.429	7,5	2,4	1,2	13,1

SPC: Sector público consolidado.

n.d. No disponible.

Fuentes: Revista *Dinero* y Consensus Forecast.

En cuanto a la inflación, el pronóstico de los analistas locales disminuyó 10 pb para igualar al de los extranjeros (que se incrementó diez puntos) en 5,2%. Puesto que el dato de la inflación anual en marzo fue 5%, estos pronósticos suponen que la inflación debe incrementarse, en promedio, en el resto del año. Al igual que hace un trimestre, aunque todos los analistas confían en el cumplimiento de la meta, sus pronósticos se sitúan en la mitad superior del intervalo que fijó la JDBR para este año (entre 4,5% y 5,5%).

Para el tipo de cambio la diferencia entre el pronóstico de los agentes locales y los extranjeros es de \$92 (hace un trimestre era de \$8). Cinco de los 12 analistas corrigieron su pronóstico a la baja, uno lo incrementó y los otros seis lo mantuvieron igual. En promedio, los analistas locales bajaron su pronóstico en \$12, mientras que los extranjeros lo hicieron en \$96. En general, los agentes esperan que la divisa se devalúe 3,4% en comparación con el precio de fin de 2004 (hace un trimestre la devaluación esperada era 5,6%). La máxima devaluación esperada es de 6,1% y la mínima de -1% (11% y 1%, respectivamente, hace un trimestre). Sólo uno de los analistas espera una apreciación del tipo de cambio (fin de) para 2005, pero hace un trimestre ninguno pensaba que esto fuera posible.

Para la DTF, el promedio de los analistas locales se sitúa en 7,9% y el de los extranjeros en 7,5% (hace un trimestre eran 8% y 8,1%, respectivamente, y hace dos trimestres eran 8,3% y 8,4%, en su orden). Este pronóstico implica que, en promedio, los analistas esperan que la DTF se mantenga en el mismo nivel que se observó a finales de 2004. Nueve de los doce analistas corrigieron a la baja, sólo uno al alza y dos se mantuvieron. Para el déficit fiscal se espera que sea del orden de 2,5% del PIB, nivel similar al que venían pronosticando desde hace seis meses. Con respecto al déficit en cuenta corriente, los analistas locales los sitúan en 2% (1,8% hace un trimestre) y los extranjeros en 1,2% (1,8% hace un trimestre). Por último, los agentes esperan que la tasa de desempleo en 13 ciudades se sitúe en 13,3% (los locales subieron su pronóstico de hace un trimestre en 0,2% y los extranjeros lo bajaron 0,2%). Cinco analistas corrigieron a la baja, tres al alza y cuatro mantuvieron sus pronósticos.

II. Proyecciones para 2006

El Cuadro A2 muestra algunos pronósticos para finales de 2006. En materia de crecimiento los analistas locales prevén 3,8% y los extranjeros 3,6% (igual que hace un trimestre). Para la inflación, los analistas locales esperan que sea 4,8% y los extranjeros 5,2% (4,9% y 5,3%, respectivamente, hace un trimestre). En cuanto al tipo de cambio, los analistas locales esperan en promedio que la TRM se ubique alrededor de \$121 por encima de lo que prevén los analistas extranjeros (\$50, hace un trimestre). En promedio, para 2006 se espera una devaluación anual de 10% frente a los pronósticos para fin de 2005 (6% hace un trimestre). De esta manera, en promedio, los analistas esperan que para finales de 2006 la TRM se ubique en \$2.643 por dólar (\$2.685, hace un trimestre), un nivel similar al observado en julio de 2002.

CUADRO A2
PROYECCIONES PARA 2006

	Crecimiento del PIB real %	Inflación IPC %	Tasa de cambio nominal (fin de)
Analistas locales			
Revista <i>Dinero</i>	3,6	5,0	2.760
BBVA Ganadero	3,0	4,7	2.720
Citibank Colombia	3,6	4,8	2.734
Suvalor-Corfinsura	3,8	5,0	2.695
Corfivalle	4,5	5,0	2.607
ANIF	n.d.	n.d.	n.d.
Fedesarrollo	4,0	4,0	n.d.
Promedio	3,8	4,8	2.703
Analistas externos			
Goldman Sachs	3,3	5,0	2.550
CS First Boston	3,5	5,5	2.442
IDEA Global	4,0	4,5	2.520
J. P. Morgan Chase	3,3	5,2	2.600
Deutsche Bank	3,8	6,0	2.800
Promedio	3,6	5,2	2.582

n.d. No disponible.

Fuente: Revista *Dinero* y *Consensus Forecast*, enero 2005.

Estos pronósticos implican una devaluación de 10% del peso en 2006 (12% hace un trimestre) frente a los niveles que alcanzó a finales de 2004. Hay diferencias grandes, sin embargo, en la distribución de esta devaluación. Para dos analistas la distribución se da por igual en los dos años, para uno se concentraría principalmente en 2005 y para siete se concentraría principalmente en 2006 (hace un trimestre: cinco, tres y dos, respectivamente). Es decir que, en general, las expectativas se han modificado, y la mayoría de los analistas pospuso para 2006 parte de la devaluación que pronosticaban hace un trimestre para 2005.

DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS TRES MESES

Antecedentes: *Informe sobre Inflación* de diciembre de 2004

En el cuarto trimestre de 2004 hubo varios cambios importantes en la situación inflacionaria. Se cumplió la meta de inflación de 5,5% para el año y la inflación sin alimentos se redujo sustancialmente. Al mismo tiempo, se presentó una disminución importante en las expectativas de inflación, un hecho que no se había observado hasta el tercer trimestre. De otro lado, la apreciación cambiaria fue mayor: en el último trimestre la tasa de cambio nominal disminuyó 6% en promedio con respecto al nivel que había tenido en los tres primeros trimestres. Finalmente, el crecimiento económico se redujo en el tercer trimestre de acuerdo con la información del DANE. Este dato generó incertidumbre acerca de la fortaleza de la recuperación económica, aunque parte de la desaceleración obedecía a factores de oferta. La desaceleración del crecimiento, junto con una probable expansión del PIB potencial de la economía debido a la dinámica de la inversión y de la productividad en los últimos años, indicaba que la brecha del producto podía haberse ampliado a finales de 2004 y reducir así las presiones inflacionarias.

La aceleración de la apreciación en el cuarto trimestre se debió, fundamentalmente, a entradas de capitales externos en un contexto internacional caracterizado por el debilitamiento del dólar frente a la mayoría de las monedas y a movimientos de capitales privados hacia las economías emergentes. La JDBR consideró que estos factores tenían carácter transitorio. Por esta razón, juzgó conveniente tratar de moderar la magnitud de la apreciación con el propósito de mitigar el efecto adverso que ésta pudiera tener sobre los sectores productores de bienes transables, y al mismo tiempo, evitar que una corrección abrupta del tipo de cambio que pusiera en riesgo el cumplimiento de la meta de inflación. Con este fin, en el cuarto trimestre del año el Banco compró divisas por US\$1.325 m, a través de compras discrecionales y US\$ 180 m mediante opciones de volatilidad. En su conjunto, este monto correspondió al 52% de las compras totales de reservas internacionales durante 2004 que ascendieron a US\$2.905 m.

En el análisis de las perspectivas de la tasa de cambio para 2005 se suponía un escenario externo con aumentos graduales en las tasas de interés de corto plazo en los Estados Unidos, un mayor debilitamiento del dólar y reducciones moderadas en el crecimiento mundial y en los precios de los productos básicos. En estas circunstancias, no se esperaba un repunte importante del tipo de cambio, pero sí una posible depreciación respecto a los valores observados a finales de 2004 (\$2.390 por dólar).

La mayor apreciación cambiaria observada en 2004 y la evolución esperada del tipo de cambio en 2005, aunado a la posible ampliación de la brecha de producto y la baja en las expectativas de inflación crearon condiciones propicias para el relajamiento de la política monetaria frente a la postura definida en los anteriores informes de inflación. En este contexto, en diciembre 21

de 2004 la JDBR redujo en 25 pb las tasas de interés de intervención y cerró la ventanilla y las subastas de contracción. Estas medidas se reflejaron en una caída de cerca de 50 pb en la TIB desde finales de año. Igualmente, la JDBR anunció que el Banco continuaría interviniendo en el mercado cambiario con monto y plazo indefinidos.

Decisiones de política monetaria en el primer trimestre de 2005

Situación inflacionaria

El hecho más destacado de la situación inflacionaria en el primer trimestre fue la reducción en la inflación de no transables y la caída en las expectativas de inflación. Estos factores contribuyeron a la fuerte caída de la inflación básica y total durante el trimestre. Parte de esta reducción fue el resultado de la apreciación del tipo de cambio y su efecto sobre la inflación de transables.

De otro lado, el crecimiento del cuarto trimestre, y la revisión del PIB por parte del DANE, desde 2003 confirmaron el mayor dinamismo de la economía en los últimos dos años y el carácter transitorio de la desaceleración de la actividad económica que se observó en el tercer trimestre de 2004, explicado principalmente por factores de oferta.

Aunque la nueva información sugería que la brecha del producto se estaría cerrando más rápido de lo previsto en los informes anteriores, también se consideró probable que el PIB potencial creciera a tasas mayores, como resultado del dinamismo de la inversión y del mayor crecimiento de la productividad total factorial. Un análisis de diversos indicadores no mostraba una evidencia concluyente sobre cambios en la brecha de producto con respecto al último informe de inflación. Algunos de ellos señalaban una brecha del producto más cerrada, como se discute en el Capítulo I, en particular, con respecto a la utilización de capacidad instalada, las respuestas sobre la importancia de problemas de demanda en la industria y el porcentaje de empresas con utilización de capacidad instalada mayor que el promedio histórico. Sin embargo, estos indicadores se referían exclusivamente a la industria y podrían haber ignorado lo que ocurría en otros sectores de la economía.

Otros hechos sugerían que no necesariamente la brecha de producto se estaría cerrando. Tal era el caso de la reducción en la inflación de los no transables y, en particular, de varios servicios. Además, se estimó que la tasa de desempleo continuaba por encima de los niveles que señalarían el surgimiento de presiones inflacionarias en el mercado laboral, y que la diferencia entre la tasa de desempleo observada y la tasa de desempleo de inflación estable era mayor que la estimada en el último informe.

Con la información anterior, se mantuvo el supuesto de brecha del producto para el primer trimestre de 2005 en el mismo nivel en el que se encontraba en el último *Informe sobre Inflación*. Sin embargo, debe insistirse en la incertidumbre que rodea los supuestos sobre la brecha de producto, su evolución a través del tiempo y el impacto que tal incertidumbre puede tener sobre la evaluación de la postura de la política monetaria. De allí la importancia de continuar monitoreando rigurosamente la evolución del nivel de precios, la actividad económica, y demás variables macroeconómicas fundamentales.

Perspectivas económicas

Para tomar las decisiones de política monetaria se requiere identificar no solamente la situación en la cual se encuentra la economía (en términos de su ubicación en el ciclo económico, la amplitud de la brecha del producto, o la tasa de desempleo, entre otros), sino también la situación en la cual podría estar después de uno y dos años. Este lapso corresponde al rezago con el cual la política monetaria afecta los precios. De esta manera, una parte considerable del análisis de inflación consiste en prever las principales tendencias externas e internas de la economía.

A este respecto los pronósticos mostraban que, aunque la economía mundial y la de nuestros principales socios comerciales crecerían a tasas inferiores a las de 2004, en todo caso mantendrían un gran dinamismo en 2005. Más aún, los pronósticos de crecimiento de Venezuela y Ecuador fueron corregidos al alza con respecto a los del último informe. Algo similar ocurrió con los pronósticos de términos de intercambio. Incluso las proyecciones de precios de algunos productos básicos exportados por Colombia aumentaron con respecto a los niveles del año anterior (especialmente petróleo, café y oro).

En cuanto a las tasas de interés externas se ratificó el escenario central de ajustes graduales por parte de la Fed hacia una posición neutral de la política monetaria. No obstante, aunque existe un consenso relativo entre los analistas sobre la magnitud total del ajuste que haría la Fed, hay incertidumbre sobre el ritmo al cual pueda realizarse.

En las condiciones anteriores 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 repuntes importantes en las primas de riesgo-país. En este contexto, los ingresos de exportaciones para Colombia podrían ser mayores a los previstos en el último informe, y no habría una tendencia definida a la depreciación de la moneda durante 2005 (aún así, persistirían presiones hacia una devaluación en 2006). Sin embargo, si el ritmo de ajuste de las tasas de interés de la Fed es mayor que el esperado, o si la evolución de los desbalances de la economía de los Estados Unidos presiona las tasas de interés al alza, aumentaría la percepción de riesgo en los mercados internacionales. Esto afectaría los flujos de capitales hacia los países emergentes. En tales circunstancias, la moneda colombiana tendería a depreciarse incluso en 2005.

Tasa de interés de política

Una vez especificado el contexto externo e interno que caracterizan el escenario base, se requiere identificar el nivel de la tasa de interés de corto plazo compatible con el cumplimiento de la meta de inflación en 2005 y con la reducción de la inflación hacia el rango anunciado para 2006. Esta identificación surge del análisis del *Informe sobre Inflación*, y se sintetiza en los escenarios del modelo central de pronóstico (MMT). Como se describe en el Capítulo II, los resultados del modelo mostraron que existía una gran probabilidad de cumplir la meta de 2005 (entre 4,5% y 5,5%) y de 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%).

Sin embargo, en caso de que se materialice un mayor crecimiento económico que implique un cierre más rápido 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 hacen los bancos centrales de la mayoría de las economías, tanto desarrolladas como emergentes.

Por otra parte, si los aumentos en el acervo de capital y en la productividad implican una brecha inicial menor o su cierre más lento, existiría la posibilidad de mantener el estímulo monetario con el que actualmente opera la economía. No obstante, dada la incertidumbre sobre el estado y la evolución de la brecha, resultaba difícil asignarle una mayor probabilidad a alguno de los escenarios anteriores.

También se tuvo en cuenta el hecho de que los modelos de pronósticos no previeron una parte del descenso en la inflación en el primer trimestre. Por esta razón, no era posible determinar si ese comportamiento de la inflación tenía un carácter permanente o transitorio.

La incertidumbre sobre el nivel de la brecha de producto, sobre la evolución futura de la tasa de cambio y sobre la solidez del descenso reciente de la inflación hacían necesario reunir más información antes de introducir cambios en la política monetaria.

Teniendo en cuenta los aspectos anteriores, en la reunión del 22 de abril, la JDBR decidió mantener la postura de la política monetaria con las siguientes implicaciones:

1. Mantuvo sin modificaciones la estructura de las tasas de interés del Banco (Cuadro A).
2. Mantuvo cerradas la ventanilla y la subasta de contracción.
3. Mantuvo el esquema de intervención cambiaria discrecional.

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

Fecha	Lombarda		Subasta	
	De contracción		De expansión	
2001 17 de Dic.	6,25	7,50	8,50	12,25
2002 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
2003 20 de Ene.	4,25	5,25	6,25	10,00
29 de Abr.	5,25	6,25	7,25	11,00
2004 23 de Feb.	5,00	6,00	7,00	10,75
23 de Mar.	4,75	5,75	6,75	10,50
20 de Dic.	4,50	5,50	6,50	10,25
22 de Dic. (*)	n.a.(*)	n.a.(*)	6,50	10,25

(*) No aplica. Desde el 22 de diciembre de 2004, el Banco suspendió las operaciones de contracción monetaria (subasta y lombarda).
Fuente: Banco de la República.

En la implementación de esta última política, que se lleva a cabo desde septiembre de 2004, el Banco de la República hizo compras discretionales en el mercado cambiario por US\$ 773,83 m en el primer trimestre de 2004 (Cuadro B).

CUADRO B
OPCIONES DE COMPRA-VENTA DE DIVISAS
DEL BANCO DE LA REPÚBLICA (AÑO 2004)

	Monto (Millones de dólares)
Compras	773,8
Opciones Put	0,0
Para acumulación de reservas internacionales	0,0
Para el control de la volatilidad	0,0
Intervención discrecional	773,8
Ventas	1.250,0
Gobierno nacional	1.250,0
Compras netas	-476,2

Fuente: Banco de la República.