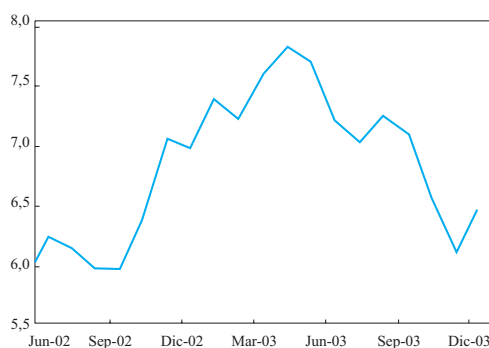


LA SITUACIÓN INFLACIONARIA Y SUS PERSPECTIVAS

I. INTRODUCCIÓN

En 2003 la inflación de precios al consumidor fue de 6,49%, 49 puntos básicos (pb) por encima del límite superior del rango-meta que se había fijado entre 5% y 6% (Gráfico 1). Los items que más presionaron la inflación estuvieron relacionados con aumentos en los precios controlados y los choques transitorios de oferta. En particular, se destacan el reajuste de las tarifas de los servicios públicos (con una inflación de 14,5% a fin de año) y de los combustibles (21,8%), y el repunte en diciembre de la inflación de alimentos (5,3%). Este último estuvo afectado por factores climáticos y por el paro de transporte que tuvo lugar en las primeras semanas de diciembre.

GRÁFICO 1
INFLACIÓN ANUAL AL CONSUMIDOR
(PORCENTAJE)



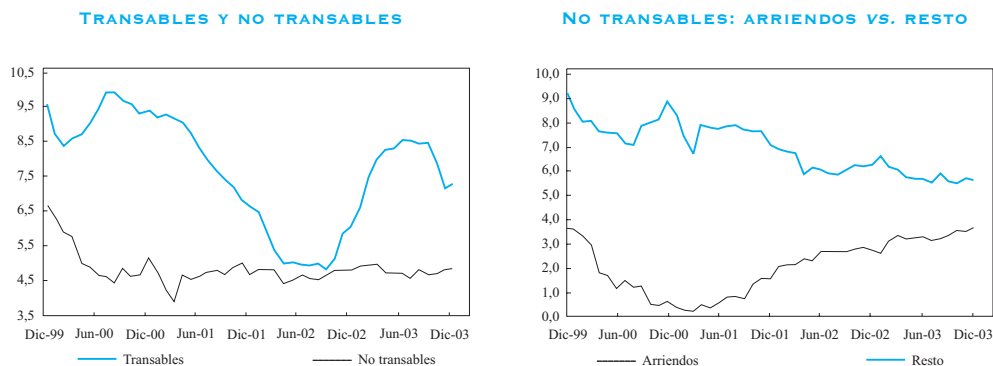
Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), cálculos del Banco de la República.

La inflación de los otros rubros de la canasta (excluyendo alimentos primarios, servicios públicos y combustibles) presentó dos tendencias distintas (Gráfico 2, panel izquierdo): aquellos que son transables, y que por lo tanto son afectados por el comportamiento de la tasa de cambio, tuvieron una inflación por encima de la meta (7,3%), pero disminuyendo con respecto a los niveles que alcanzó en el tercer trimestre (8,5%). Este comportamiento refleja el impacto rezagado sobre los precios de los movimientos de la tasa de cambio, la cual se depreció 14,7% en promedio entre

2002 y 2003. La estabilización y posterior reducción del tipo de cambio permitió que la inflación de transables comenzara a disminuir.

Por su parte, la inflación de los rubros que son no transables, se situó por debajo de la meta (4,9% en diciembre de 2003). En los últimos tres años la inflación de este grupo se ha mantenido entre 4,5% y 5,0%. Un análisis más detallado muestra que en el interior de este grupo se mueven dos tendencias contrarias: la inflación de arriendos, que presenta una tendencia creciente en los últimos años, y la inflación del resto de no transables, que ha venido reduciéndose en forma gradual (Gráfico 2, panel derecho).

GRÁFICO 2
INFLACIÓN BÁSICA ANUAL (*)
(PORCENTAJE)



(*) IPC excluyendo alimentos primarios, combustibles y servicios públicos.
Fuente: DANE, Cálculos del Banco de la República.

De otro lado, el crecimiento económico siguió acelerándose y para los tres primeros trimestres de 2003 se ubicó en 3,4% en promedio. El mayor dinamismo de la demanda interna, y en especial de la inversión privada, son los principales factores que explican el mayor crecimiento de la economía colombiana.

La pregunta central de la política monetaria es cómo se comportarán las anteriores variables (inflación de transables, inflación de no transables y la actividad económica) en los próximos dos años. Con este propósito, se necesita entender la situación actual y futura de la macroeconomía, diferenciando entre los determinantes de la actividad, y la inflación de bienes transables y no transables.

II. LA ACTUAL SITUACIÓN ECONÓMICA

A. Crecimiento, precios y tasas de interés internacionales

Durante el segundo semestre de 2003 la economía mundial continuó recuperándose. Las cifras más recientes sugieren que el crecimiento económico ha seguido acelerándose y que es mayor que el previsto en los anteriores informes de inflación, mejorando las perspectivas para el corto y

mediano plazos. El crecimiento mundial continuó impulsado por el dinamismo de la economía de los Estados Unidos, cuyo desempeño durante el tercer trimestre (8%) superó todas las expectativas.

El mayor crecimiento de la economía norteamericana ha sido posible, en buena parte, gracias a las excepcionalmente bajas tasas de interés, cuyos niveles actuales son los menores desde la década de los años sesenta, pero ocurre simultáneamente con la profundización de sus desequilibrios macroeconómicos fundamentales. Así, el déficit en cuenta corriente de balanza de pagos ha alcanzado niveles históricamente altos (5% del producto interno bruto (PIB) a finales de 2003), al tiempo que el déficit fiscal sigue en aumento.

Con la mayor demanda y optimismo sobre la recuperación de la economía mundial los precios de los *commodities* han aumentado. Precios de productos básicos exportados por Colombia como carbón, níquel, oro y café han registrado incrementos de alguna consideración, mientras que el petróleo se mantiene en niveles superiores a los 30 dólares, por encima de las previsiones efectuadas en informes anteriores. Así mismo, desde mediados de año se ha observado un repunte importante en los precios de las acciones junto con una disminución de los precios de la deuda de los países emergentes, incluido Colombia.

En el contexto anterior, el hecho más destacado del mercado internacional de capitales ha sido la depreciación del dólar frente al euro, el yen y las monedas de la mayoría de países emergentes, sobresaliendo muy especialmente la pérdida de valor frente a las monedas de los países de América Latina. Todo parece indicar que el retroceso del dólar está estrechamente relacionado con el alto déficit en cuenta corriente de los Estados Unidos y con los diferenciales de tasas de interés a favor de inversiones fuera de dicho país.

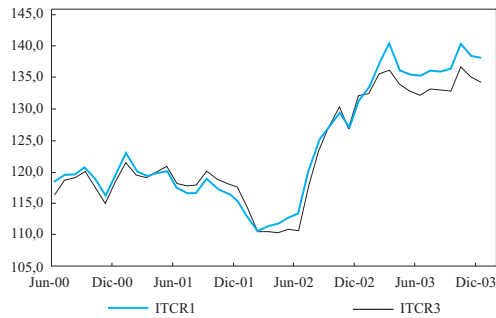
B. Producción de transables y tasa de cambio en Colombia

En Colombia, el contexto externo más favorable ha estimulado el crecimiento del sector de bienes transables durante 2003. En particular, el aumento en los precios de los *commodities* se ha traducido en un mejoramiento importante en los términos de intercambio frente a los niveles observados en los dos años precedentes. Lo anterior, unido al mayor dinamismo que presenta la demanda mundial permitió un crecimiento importante de las exportaciones tradicionales desde comienzos de 2003, lideradas por las de carbón, oro y ferroníquel. La mayor demanda externa también permitió una recuperación de las exportaciones industriales no tradicionales a los Estados Unidos, compensando la contracción de las ventas hacia Venezuela y Ecuador.

A su vez, el mejor desempeño de la demanda externa se ha reflejado en una considerable aceleración del PIB de sectores transables como el minero, cuyo crecimiento en los tres primeros trimestres del año es de 12,5%, y de diversas ramas de la industria como textiles, químicos, y papel, entre otras. Dicha recuperación, además, no parece haberse interrumpido a pesar de la apreciación nominal del tipo de cambio en el segundo semestre de 2003, lo cual, en buena parte, obedece a que la tasa de cambio real se encuentra en niveles históricamente altos gracias a la fuerte depreciación real de años anteriores, y en especial la que tuvo lugar entre el segundo semestre de 2002 y el

primer trimestre de 2003 (Gráfico 3). Más aún, el peso se ha depreciado en términos reales frente a monedas diferentes al dólar, e inclusive se ha mantenido la competitividad cambiaria frente a otros países que participan en los mercados de las exportaciones colombianas.

GRÁFICO 3
ÍNDICE DE LA TASA DE CAMBIO REAL
(1994 = 100)



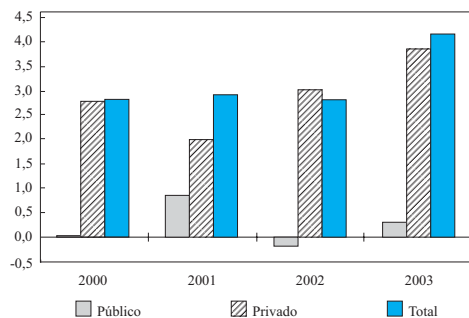
Nota: el ITCR1 utiliza el IPP como deflactor y el ITCR3 utiliza el IPC.
Fuente: Banco de la República.

C. Demanda interna y producción de bienes no transables

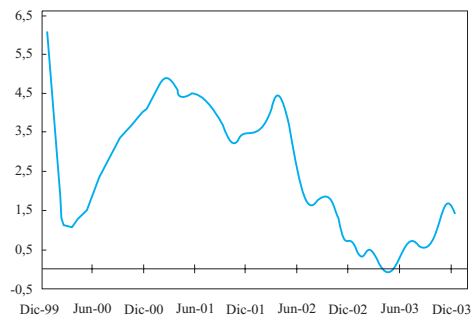
Desde el segundo trimestre de 2002 se observa una aceleración en la tasa de crecimiento de la demanda interna. La recuperación, que se ha sostenido fundamentalmente por el dinamismo de la demanda privada, se explica en buena parte por el largo período durante el cual se han mantenido bajas las tasas de interés reales. Ello ha permitido la reducción de los costos y niveles de endeudamiento, y ha asegurado un sano servicio de la deuda para prestatarios y prestamistas (Gráfico 4). Reflejo de esta situación es la recuperación del crédito, que a finales de 2003 mostró un crecimiento real de 3,2% (con cifras a diciembre), el primero en varios años. El crecimiento de la cartera comercial y de consumo ha sido sustancialmente mayor, como se aprecia en el Gráfico 5.

GRÁFICO 4

CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO REAL
DE LA DEMANDA INTERNA
(CAMBIO PORCENTUAL ANUAL)

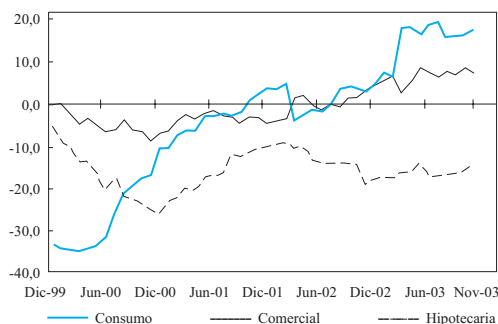


TASA DE INTERÉS REAL DE CAPTACIÓN,
DTF A 90 DÍAS
(PORCENTAJE)



Fuente: DANE, Superintendencia Bancaria y Banco de la República.

GRÁFICO 5
CARTERA BRUTA REAL EN MONEDA NACIONAL, POR TIPO DE CRÉDITO
(CRECIMIENTO ANUAL)



Fuente: Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos (SGEE).

Adicional a las bajas tasas de interés, otros factores que han estimulado el crecimiento en el sector no transable son: i) el aumento en el ingreso nacional por el fuerte incremento en las transferencias del exterior y la mejora en los términos de intercambio; ii) la reducción del *spread* de la deuda externa, que ha facilitado la consecución de ahorro externo a menor costo; iii) la evolución favorable en el precio de algunos activos, como las acciones y la finca raíz, con el consecuente efecto positivo sobre la riqueza, y iv) la mejora en el nivel de confianza de las empresas y los consumidores, favorecida también por los avances en la estrategia de seguridad del gobierno y por sus esfuerzos en reducir el crecimiento de la deuda pública. En tal sentido, el mayor crecimiento ha venido acompañado de una creación de empleo mucho más dinámica en 2003 que en años anteriores y de un mejoramiento en su calidad, como se desprende de la reducción del subempleo.

Todo lo anterior ha permitido la aceleración del crecimiento de diversos sectores no transables, como la construcción, el sector financiero, el comercio y el transporte. El dinamismo de la construcción ha sido particularmente alto gracias al impulso que tiene la construcción de edificaciones de origen privado y resulta especialmente significativo por ser un sector altamente intensivo en mano de obra, con elevado potencial multiplicador del gasto.

D. Capacidad productiva, salarios y expectativas de inflación

Para entender el comportamiento reciente (y futuro) de la inflación, además de tener en cuenta el comportamiento del PIB de los sectores productores de bienes transables y no transables, y de la tasa de cambio, se necesita analizar el comportamiento de la capacidad productiva de la economía, la evolución del costo laboral y las expectativas de inflación. La teoría y evidencia empírica a nivel mundial señalan que las presiones inflacionarias tienden a intensificarse cuando la economía (o algunos de sus sectores) comienza a operar por encima de su capacidad productiva, cuando el crecimiento de los salarios reales supera el de la productividad laboral, o cuando aumentan las expectativas de inflación por encima de la meta.

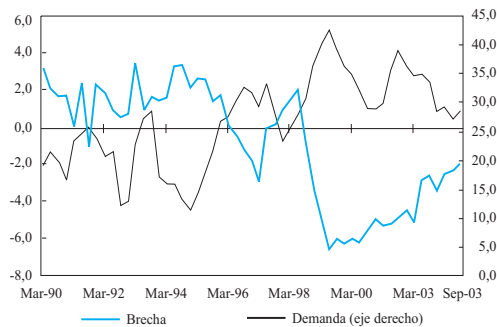
En el presente informe hemos utilizado tres indicadores para evaluar el grado de utilización de la capacidad productiva. El primero de ellos es el índice de uso de la capacidad instalada de

la industria, para el cual existen dos mediciones: la de Fedesarrollo y la de la Asociación Nacional de Industriales (ANDI). Para el segundo semestre de 2003, ambas medidas muestran un aumento en la utilización de la capacidad respecto a los niveles observados en los dos años anteriores, no obstante aún permanecen por debajo del nivel promedio observado entre 1990 y 2003.

Otro indicador de la capacidad productiva utilizado corresponde al porcentaje de empresarios industriales que dice que su principal problema para la expansión de la producción es la falta de demanda, medido por la encuesta de opinión empresarial (EOE) de Fedesarrollo. Para el segundo semestre del año, dicho indicador disminuyó significativamente, siendo el más bajo desde 1997.

Finalmente, un tercer indicador es la brecha del producto. Para el *Informe sobre inflación*, la brecha, empleando el filtro de Hodrick-Prescott, se calcula como la diferencia entre el producto observado y un PIB potencial estimado. Esta estimación sugiere que la brecha es negativa en la actualidad (es decir, que el producto potencial aún supera el observado), pero que se ha estado cerrando de manera gradual desde mediados de 2002, y que para finales de 2003 equivalía a -1,8% del PIB potencial. Como se observa en el Gráfico 6, la brecha tiene una alta correlación negativa (de -0,8) con el porcentaje de empresarios que dicen que la falta de demanda es su principal limitante para la expansión de la producción.

GRÁFICO 6
BAJA DEMANDA COMO PRINCIPAL PROBLEMA
DE LA INDUSTRIA VS BRECHA DE PRODUCTO (*)
(PORCENTAJE)



(*) La brecha se define como la diferencia entre el PIB observado y el PIB potencial.
Fuente: Fedesarrollo, cálculos del Banco de la República.

En síntesis, los tres indicadores coinciden en señalar que, si bien en la economía colombiana sigue existiendo evidencia de excesos de capacidad productiva, estos excesos muy probablemente se han venido reduciendo en el pasado reciente. Ello obedece a la recuperación de la economía a partir del segundo trimestre de 2002, y en especial a la aceleración del crecimiento en los dos últimos trimestres.

De otro lado, los costos laborales pueden representar un peligro para la estabilidad de precios si el incremento de los salarios nominales ajustados por productividad (costo laboral unitario) supera las metas de inflación. La información disponible para el sector industrial muestra que los salarios nominales se han ajustado a tasas decrecientes durante 2003, aunque todavía superiores a la tasa de inflación y a las metas definidas por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR). En

particular, para el promedio de los últimos 12 meses terminados en septiembre de 2003, los salarios nominales de los obreros crecieron a una tasa de 6,6%. Sin embargo, esta situación no parece estar originando presiones inflacionarias, al menos en el caso de la industria, gracias al comportamiento de la productividad laboral por hora trabajada, la cual crecía a una tasa de 3,5% a septiembre. Por lo tanto, el costo laboral unitario no parece ajustarse a tasas incompatibles con las metas de inflación, más aún si se tiene en cuenta que la inflación al productor en la industria manufacturera en 2003 fue de 6,4%.

Por último, las expectativas de inflación, que se incrementaron de manera importante hacia finales de 2002 y comienzos de 2003, empezaron a reducirse en la segunda mitad del año. No obstante, de acuerdo con la última encuesta trimestral realizada por el Banco en octubre, la inflación esperada para 2004 aún supera el rango meta establecido por la JDBR (5% - 6%). Particularmente, los agentes encuestados esperan que la inflación de septiembre de 2004 se sitúe en 6,6%. Sin embargo, una encuesta mensual efectuada entre bancos y comisionistas de bolsa produce resultados menores.

E. Actuales presiones inflacionarias

El mensaje central del análisis anterior en lo relacionado con el comportamiento de la inflación, puede resumirse en los siguientes puntos:

1. La tasa de cambio, cuyo comportamiento desde mediados de 2002 generó importantes presiones inflacionarias a lo largo de 2003, ha empezado a desempeñar un papel favorable al cumplimiento de las metas de inflación. En efecto, después de la fuerte depreciación entre el tercer trimestre de 2002 y el primero de 2003, la tasa de cambio mostró cierta estabilidad y desde las últimas semanas de 2003 y a comienzos de 2004 se ha apreciado entre 3,0% y 3,5%.
2. Los excesos de capacidad se han venido reduciendo, a partir de niveles históricamente altos a comienzos del decenio. La disminución de los excesos se ha dado a una velocidad mayor en los dos últimos trimestres.
3. Todo lo anterior, se ha dado junto con la ocurrencia de un conjunto de choques de oferta (IVA y choques sobre la inflación de alimentos) y de ajustes sustanciales en los precios de bienes y servicios controlados.

Para la formulación de la política monetaria es crucial entender la forma como los anteriores factores han afectado la dinámica de los diferentes indicadores de inflación básica y las expectativas de inflación:

1. La inflación básica de los bienes transables es coherente con la evolución de la tasa de cambio nominal: aumentó rápidamente entre octubre de 2002 y septiembre 2003, reflejando los retrasos en la transmisión de la inflación a los precios al consumidor, y luego comienza a descender de niveles altos.

2. La inflación básica de no transables se redujo de manera permanente desde el año 2000, coherente con la existencia de altos niveles de exceso de capacidad productiva, y desde el año 2001 se ha situado entre 4,5% y 5,0%. En el interior de este grupo se mueven dos tendencias contrarias: la inflación de arriendos, que presenta una tendencia creciente en los últimos años, y la inflación del resto de no transables que ha venido reduciéndose en forma gradual. En 2003 la inflación de arriendos aumentó 91 pb, mientras que la inflación de no transables (excluyendo arriendos) disminuyó 63 pb.
3. En conjunto, los indicadores de inflación básica se mantienen en niveles altos (7,1% en promedio en diciembre de 2003), reflejando el efecto de la tasa de cambio sobre los precios de los bienes transables y algunos choques de oferta no “filtrados” totalmente.
4. Sin embargo, es de esperar que la inflación de bienes transables continúe reduciéndose por el comportamiento estable de la tasa de cambio entre febrero y noviembre de 2003, y su apreciación posterior. Lo anterior se explica por los rezagos que existen entre los movimientos de la tasa de cambio y los precios al consumidor, y por la disminución reciente de la inflación del productor, a pesar del aumento en los precios internacionales de los *commodities*.
5. Las expectativas de inflación se incrementaron de manera importante desde finales de 2002 junto con el aumento de la inflación total y básica, y aunque comenzaron a reducirse en la segunda mitad del año, aún se mantienen por encima de la meta.

III. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS

La economía colombiana parte de unas condiciones al inicio de 2004, caracterizadas por los siguientes factores:

- a. La recuperación del crecimiento de los principales socios comerciales de Colombia.
- b. La existencia de condiciones monetarias holgadas, que estimulan la actividad económica interna a través del mantenimiento de bajas tasas de interés real.
- c. El cierre gradual de la brecha del producto a medida que se acelera el crecimiento de las demandas interna y externa.
- d. La apreciación reciente de la tasa de cambio nominal y su eventual efecto sobre la inflación, la tasa de cambio real y la competitividad del sector transable.

En este contexto se deben analizar las principales tendencias de las demandas externa e interna, y de la producción de bienes transables y no transables.

A. Demanda externa, producción de bienes transables y tasa de cambio real

Se espera un aumento importante en las tasas de crecimiento de los principales socios comerciales de Colombia, desde 1,8% en 2003 a 4,1%, en promedio, para 2004. De acuerdo con pronósticos de Consensus Forecast, se destaca en particular el crecimiento esperado de los Estados Unidos (4,4%), y Venezuela (6,4%). El crecimiento en la zona del euro también presentará un repunte aunque de menor magnitud (de 1,0% en 2003 a 2,4% en 2004). La recuperación del crecimiento económico en América Latina afectará positivamente la entrada de flujos externos de capitales a la región.

En este contexto de mayor crecimiento mundial, seguirán mejorando los términos de intercambio de los países emergentes. En particular, de acuerdo con las proyecciones de balanza de pagos, se espera que se mantengan los altos precios del petróleo y del oro, y que inclusive haya incrementos importantes en el precio internacional del carbón y del café (de alrededor de 9,0%), con lo que continuará la mejora en los términos de intercambio para Colombia.

Con base en lo anterior, en 2004 el modelo de balanza de pagos proyecta importantes incrementos en los ingresos por exportaciones de carbón (22,9% en dólares), y café (11,2%), al tiempo que las exportaciones no tradicionales crecerían 9,7% compensando ampliamente el menor volumen de exportaciones de petróleo (-6,6%) debido a la caída en la producción. El crecimiento proyectado de las exportaciones no tradicionales es coherente con una revaluación nominal promedio esperada de 2,0% en 2004 (4,9% en términos reales) debido al mayor crecimiento de los socios comerciales de Colombia. Adicionalmente, el tipo de cambio real permanece en niveles históricamente altos (9,3% por encima del nivel que tenía en 2002). Como resultado, se prevé un crecimiento importante de la producción de los sectores exportadores y de los sectores transables en general.

Con respecto a las importaciones, se espera que el mayor crecimiento de la demanda interna se refleje en un aumento de 10,5% en dólares.

Para 2004, no se proyectan mejoras sustanciales en los flujos de inversión extranjera directa, mientras que los flujos externos netos de capital del sector público ascienden a US\$1.216 millones (m), como resultado, principalmente, de las menores amortizaciones previstas para el año. Con respecto a los flujos externos privados (sin inversión extranjera directa) se suponen menores salidas netas de capitales por US\$500 m frente a las que tuvieron lugar en 2003. En estas condiciones, y tomando en cuenta la acumulación de reservas internacionales prevista en más de US\$700 m (dada la intervención ya efectuada por el Banco), el déficit en cuenta corriente aumentaría de 1,8% del PIB en 2003 a 2,7% en 2004 (Cuadro 1). Los menores ingresos por exportaciones de petróleo previstos para 2005 (por las caídas en el volumen exportado y en el precio del crudo) y la intención del gobierno de limitar su endeudamiento externo, sugieren que las actuales tendencias revaluacionistas no se mantendrían en el mediano plazo.

Otro factor que podría mitigar las presiones revaluacionistas es un probable ajuste de las tasas de interés en los Estados Unidos, dado el tamaño de los desequilibrios en la cuenta corriente y en el frente fiscal. Diferentes análisis muestran, sin embargo, que en caso de darse, este ajuste en las

CUADRO 1
CUENTA CORRIENTE
(MILLONES DE DÓLARES)

	2001	2002 (pr)	2003 (Proy.)	2004 (Proy.)
Balance en cuenta corriente	(1.251)	(1.580)	(1.416)	(2.399)
Como porcentaje del PIB	(1,5)	(2,0)	(1,8)	(2,7)
Balanza comercial	503	225	152	(786)
Exportaciones	12.772	12.302	13.212	13.652
Importaciones	12.269	12.077	13.061	14.438
Servicios	(1.424)	(1.458)	(1.492)	(1.551)
Rentas	(2.593)	(2.820)	(2.999)	(3.037)
Transferencias corrientes	2.263	2.473	2.924	2.975

(pr) Preliminar.

(Proy.) Proyección.

Fuente: DANE y Banco de la República.

tasas sólo tendría lugar en el segundo semestre del año. En cualquier caso, el bajo nivel actual de las tasas de interés reales en los Estados Unidos y el tamaño de los déficit permiten prever el ajuste de las tasas sobre los bonos del Tesoro, e introducen un mayor grado de incertidumbre sobre el crecimiento de la economía mundial en el mediano plazo¹.

A corto plazo, sin embargo, la tendencia a la revaluación podría mantenerse o ser mayor que la esperada. Por una parte, el financiamiento del déficit fiscal puede reforzar la apreciación por dos vías: Una directa, al financiar la mayor parte de dicho déficit con recursos externos², y otra indirecta, al presionar el mercado interno de deuda e inducir tasas de interés relativamente altas que estimulen entradas de capitales. Por otra parte, factores como las mejores perspectivas de crecimiento de la economía colombiana y de las economías de la región, el incremento en las transferencias del exterior, y la mejora en los términos de intercambio del país, producen una apreciación de la tasa de cambio real de equilibrio.

Cabe anotar que el Banco de la República intervino en el mercado cambiario comprando US\$500 m de divisas en diciembre de 2003 y comienzos de enero de 2004 sin que se revirtiera la tendencia de la tasa de cambio, y en el contexto de un fuerte crecimiento de la base monetaria (Gráfico 7). Esto último indica que el Banco podría enfrentar restricciones para seguir interviniendo en el mercado cambiario.

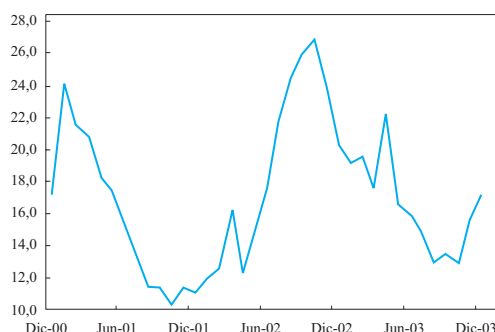
B. Demanda interna y producción de bienes transables

Como se indicó, la demanda interna se ha venido recuperando desde el segundo trimestre de 2002, y para 2004 se espera que siga creciendo a tasas superiores a 4,0% (Cuadro 2).

¹ Debe señalarse que los bancos centrales de otros países, como Inglaterra y Australia han elevado sus tipos de interés recientemente.

² La programación actual de financiamiento del déficit del sector público combinado indica que de un financiamiento neto total (déficit) de \$6,1 billones (b), \$5,1 b provendrían de financiamiento externo neto (83% del total).

GRÁFICO 7
BASE MONETARIA (*)
(CAMBIO PORCENTUAL ANUAL)



(*) Promedio mensual.
Fuente: Banco de la República.

CUADRO 2
INGRESO DISPONIBLE Y DEMANDA AGREGADA, 2001-2004
(CAMBIO PORCENTUAL ANUAL)

	2001	2002 (pr)	2003 (Proy.)	2004 (Proy.)
Ingreso disponible privado	0,3	1,9	3,0	3,6
PIB	1,4	1,8	3,5	3,8
Demanda interna	2,9	2,8	4,2	4,4
Exportaciones de bienes y servicios	2,7	(4,5)	3,6	3,0
Importaciones de bienes y servicios	11,6	0,8	7,4	6,4

(pr) Preliminar.
(Proy.) Proyección.
Fuente: DANE y Banco de la República - SGEE.

El consumo privado debe continuar repuntando gracias al crecimiento del ingreso disponible de los hogares, a pesar de los mayores impuestos asociados a la reciente reforma tributaria. En efecto, se espera que este factor sea más que compensado por el mayor crecimiento económico, la mejora en los términos de intercambio, el alto volumen de transferencias del exterior, y el mejoramiento del empleo. Al mayor dinamismo del consumo contribuyen también el bajo nivel de las tasas de interés real, el fuerte dinamismo del crédito de consumo y el repunte sistemático observado recientemente en los indicadores de confianza de los consumidores. Finalmente, el aumento en los precios de los activos tiene un efecto riqueza positivo.

De otro lado, la inversión privada continuará impulsando el crecimiento de la demanda interna gracias a las bajas tasas de interés, las amplias condiciones financieras existentes en la economía (como lo muestran el crecimiento de M3 y del crédito), las posibles entradas de capitales externos y las expectativas de mayores utilidades futuras. De hecho, las utilidades de las empresas aumentaron sustancialmente en el último año (Cuadro 3). Este aumento también posibilita la financiación de mayores niveles de inversión, a lo cual se agregaría el efecto del incentivo aprobado en la reforma tributaria reciente para la reinversión de utilidades. Además, en varios sectores la utilización de la capacidad ya es relativamente alta, por lo cual es posible que se presenten decisiones de inversión en el corto plazo. Finalmente, es evidente la mejora en el clima de confianza y en la seguridad, y se esperaría que esta situación se mantenga hacia el futuro.

CUADRO 3
RESULTADOS FINANCIEROS DE EMPRESAS
QUE REPORTAN A LA SUPERINTENDENCIA DE VALORES
(MUESTRA DE 116 EMPRESAS NO FINANCIERAS)

	Septiembre		Crecimiento	
	2002	2003	Nominal	Real
	(Millones de pesos)		(Porcentaje)	
Total activo	48.140.988	55.469.984	15,2	7,6
Total pasivo	19.484.376	21.363.941	9,6	2,4
Total patrimonio	28.656.611	34.106.043	19,0	11,1
Ingresos operacionales	15.577.918	18.020.435	15,7	8,0
Utilidad bruta	5.216.540	6.042.285	15,8	8,1
Utilidad operacional	1.355.867	1.658.292	22,3	14,2
Utilidad antes de impuestos	32.543	1.783.764		
Ganancia y pérdidas	20.895	1.937.949		

Fuente: Superintendencia de Valores.

En este contexto, el crecimiento económico en 2004 debe ser superior al de 2003, liderado por sectores como construcción (10,2%), transporte (6,3%), comercio (5,3%) e industria (4,6%).

IV. PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN

De las secciones anteriores se desprende que para los próximos meses se prevé una reducción gradual de la inflación de los sectores transables, excepto, quizás, por algún ajuste en dirección contraria asociado a incrementos superiores a los previstos en los precios de los combustibles. La reducción de este tipo de inflación podría ser mayor si se mantiene la tendencia actual de la tasa de cambio. Por su parte, el dinamismo de la demanda interna permitirá la reducción gradual de los excesos de capacidad utilizada y presionará al alza los precios de algunos bienes y servicios no transables, con diferencias entre productos dependiendo del grado específico de utilización de capacidad de cada sector.

En este informe se presentan pronósticos de inflación y otras variables a horizontes de uno, dos y tres años. Estos se obtuvieron a partir del modelo central del Banco de la República (modelo de mecanismos de transmisión).

A. Modelo de mecanismos de transmisión (MMT)

Para este informe se construyeron dos escenarios: a) el escenario básico que mantiene activa la regla de política y por lo tanto, ofrece una senda de tasas de interés que es compatible con las metas de inflación de largo plazo, y b) un escenario alternativo que presenta los resultados de inflación bajo el supuesto de que se mantienen constantes las tasas de CDT por dos años consecutivos³.

³ Este es un supuesto metodológico común en la elaboración de pronósticos de inflación de diferentes bancos centrales. Corresponde a suponer que no hay un cambio en la postura de la política monetaria en el horizonte de tiempo en el cual es mayor su eficacia, el cual se estima entre seis y ocho trimestres.

1. Escenario básico

Con tasas de interés flexibles, el MMT sugiere que para 2004 la inflación total proyectada es de 4,7%, por debajo del rango meta, y la inflación sin alimentos es de 5,0%. Para 2005 la inflación total proyectada es de 4,8%, dentro del rango meta, y la inflación sin alimentos es también de 4,8%. La tendencia decreciente de la inflación se mantendría en 2006, cuando esta se situaría en 4,6% (Cuadro 4).

CUADRO 4
RESULTADOS DEL MODELO CENTRAL (MMT) - ESCENARIO BÁSICO
(PORCENTAJE)

Fin de	Inflación			Brecha del producto	CDT	Devaluación promedio anual
	Total	Sin alimentos	De alimentos			
2003	6,5	7,0	5,2	(1,8)	8,0	14,9
2004	4,7	5,0	4,2	(0,8)	9,0	(0,5)
2005	4,8	4,8	4,8	(0,4)	9,9	7,6
2006	4,6	4,6	4,6	(0,6)	10,9	5,1

Fuente: Banco de la República.

El escenario básico del MMT supone una apreciación promedio durante 2004 de 0,5% y una depreciación nuevamente durante 2005 y 2006, a tasas similares a las obtenidas en la proyección de la balanza de pagos. Esta evolución de la tasa de cambio es consistente con el ajuste en la tasa de interés interna resultante de la proyección del modelo, y con el supuesto de un incremento en la tasa de interés externa de 60 pb en el segundo semestre del año.

En cuanto a la brecha del producto, el escenario básico supone que su nivel inicial en el cuarto trimestre de 2003 es de -1,83%, compatible con un crecimiento de 3,5% en 2003⁴. Por su parte, los pronósticos indican que la brecha debe cerrarse gradualmente a lo largo de 2004 para terminar en -0,76%, con un cierre adicional de 0,4 puntos porcentuales en 2005. Si se supone un crecimiento del PIB potencial del orden de 3%, la evolución de la brecha proyectada por el MMT equivaldría a un crecimiento del PIB entre 3,5% y 4,0% para 2004.

Los anteriores pronósticos son coherentes con un aumento de las tasas de interés de los CDT a 90 días de 100 pb en 2004 y de 90 pb adicionales en 2005. Este aumento ocurriría en parte, debido al alza de las tasas de interés externas. Cabe recordar que en la actualidad la tasa de los CDT a 90 días es alrededor de 8,0%.

2. Escenario alternativo

Si se mantiene la tasa de CDT constante en 8,0% nominal durante 2004 y 2005, la inflación total sería de 4,8% en 2004, similar a la del escenario básico, pero la de 2005 sería de 5,1% (vs. 4,8% en el escenario básico) y la de 2006 sería de 5,5% (vs. 4,6% en el escenario básico) (Cuadro 5).

⁴ No obstante, con las cifras más recientes, se puede esperar un mayor crecimiento para 2003.

CUADRO 5
RESULTADOS DEL MODELO CENTRAL (MMT)
ESCENARIO CON TASA DE INTERÉS CONSTANTE
(PORCENTAJE)

Fin de	Inflación			Brecha del producto	CDT	Devaluación promedio anual
	Total	Sin alimentos	De alimentos			
2003	6,5	7,0	5,2	(1,8)	8,0	14,9
2004	4,8	5,0	4,2	(0,5)	8,0	(0,6)
2005	5,1	5,1	5,1	0,5	8,0	6,5
2006	5,5	5,5	5,5	(0,6)	13,5	4,8

Fuente: Banco de la República.

Para tratar de alcanzar metas de inflación decrecientes y por debajo del 5% desde 2006, se requeriría un aumento de más de 500 pb en la tasa de CDT en de dicho año. Esta estrategia generaría una volatilidad excesiva en la brecha del producto la cual se cerraría rápidamente en 2004, tornándose positiva en 2005 para hacerse negativa nuevamente en 2006 y 2007. En este caso, la política monetaria estaría induciendo una mayor inestabilidad macroeconómica.

B. Balance de riesgos

Como se desprende del análisis de la situación inflacionaria efectuado en las dos primeras secciones de este capítulo, el balance de riesgos debe incorporar los siguientes aspectos:

1. Una mayor incertidumbre en el mercado cambiario para 2004 y 2005.
2. La posibilidad de una mayor apreciación del peso en 2004.
3. La posibilidad de una reducción más acelerada de la brecha del producto entre 2004 y 2005.
4. Finalmente, un aumento mayor de los precios internacionales que los *commodities* en 2004.

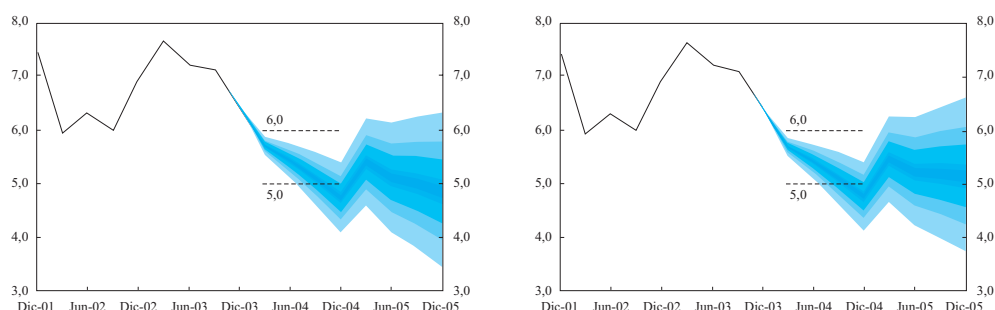
Estos riesgos se incorporan en la distribución de probabilidades de la inflación (Gráfico 8), para el pronóstico en el escenario básico (con tasas de interés variables), y en el escenario alternativo (con tasas de interés constantes). El Cuadro 6 muestra las probabilidades asociadas con diferentes rangos de inflación en cada uno de los escenarios.

Los resultados indican que existe una probabilidad alta de que la inflación en el año 2004 se encuentre por debajo de 6%, independientemente de si se ajustan o no las tasas de intervención. Se observa, sin embargo, que si se mantienen las tasas constantes, se reduce la probabilidad de que la inflación de 2005 se encuentre dentro del rango anunciado (3,5% a 5,5%), pasando dicha probabilidad del 75% al 60%.

GRÁFICO 8
DISTRIBUCIÓN DE PROBABILIDADES DE LA INFLACIÓN
(PORCENTAJE)

(ESCENARIO BÁSICO)

(ESCENARIO CON TASA DE INTERÉS CONSTANTE)



Fuente: Banco de la República.

CUADRO 6
PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN
INTERVALOS DE CONFIANZA
(PORCENTAJE)

	Rangos de inflación					
	[< 4,0%]	[4,0%-4,5%]	[4,5%-5,0%]	[5,0%-5,5%]	[5,5%-6,0%]	[6,0%-6,5%]
Escenario básico (probabilidades)						
Mar-04	0,0	0,0	0,0	2,1	97,8	0,1
Jun-04	0,0	0,0	1,6	64,3	33,9	0,2
Sep-04	0,0	2,1	35,0	54,4	8,4	0,1
Dic-04	3,1	24,5	47,6	22,3	2,5	0,1
Mar-05	0,2	3,2	17,6	37,5	30,7	9,6
Jun-05	3,6	12,6	27,0	30,6	18,7	6,3
Sep-05	8,6	16,0	24,9	24,8	16,2	7,0
Dic-05	15,8	17,8	22,4	20,3	13,6	6,7
Escenario con tasa de interés constante (probabilidades)						
Mar-04	0,0	0,0	0,0	2,1	97,8	0,1
Jun-04	0,0	0,0	1,6	64,3	33,9	0,2
Sep-04	0,0	2,0	34,1	55,0	8,8	0,1
Dic-04	2,6	22,5	47,6	24,3	2,9	0,1
Mar-05	0,1	2,3	14,8	35,8	33,3	11,9
Jun-05	2,2	9,4	23,7	31,4	22,5	8,7
Sep-05	5,0	11,8	22,0	26,2	20,3	10,3
Dic-05	8,8	13,3	20,4	22,4	17,9	10,6

Fuente: Banco de la República.

V. CONCLUSIONES

El comportamiento de la inflación durante 2004 y 2005 dependerá principalmente de dos factores: i) la rapidez con que se cierre la brecha del producto y su efecto sobre la inflación de no transables, y ii) la magnitud y duración de la apreciación y su efecto sobre la inflación de transables.

Con respecto a la brecha del producto, existe una amplia evidencia, la cual muestra que esta brecha debe reducirse alrededor de un punto del PIB en 2004, aunque continuaría siendo negativa al final del año. En un entorno muy favorable de crecimiento la brecha podría cerrarse en 2005. Esto ocurriría, por ejemplo, si el crecimiento promedio en 2004 y 2005 es de 4,0%, mientras que el producto potencial crece 3,0%⁵.

Con respecto a las tendencias de la tasa de cambio, los pronósticos son mucho más inciertos. Existen elementos para pensar que las actuales tendencias de la tasa de cambio no se pueden mantener en el mediano plazo y que se puede esperar, por lo tanto, una corrección al alza del tipo de cambio. En el corto plazo, sin embargo, es posible que la tendencia a la revaluación se mantenga en niveles similares o aun mayores que los observados en lo corrido del año.

De otro lado, los resultados del balance de riesgos del MMT muestran que la probabilidad de cumplir la meta de inflación de 5% a 6% en 2004 es alta, independientemente de la postura de la política monetaria. Sin embargo, la probabilidad de que la inflación de 2005 se mantenga en el rango anunciado (entre 3,5% y 5,5%) es mayor si las tasas se ajustan al alza en cerca de 100 pb a lo largo del año. Este aumento de las tasas sería, en parte, inducido por el aumento de las tasas de interés externas que podría tener lugar en el segundo semestre del año. Por el contrario, si las tasas de interés de política se mantienen constantes durante un período prolongado, se requerirían ajustes abruptos de las tasas de interés en el futuro, introduciendo una volatilidad innecesaria e indeseada en el crecimiento económico y en la brecha del producto. Más aún, se correría el riesgo de que la inflación se “anclara” en niveles de 5,0% o más, incompatibles con la convergencia a niveles de inflación de largo plazo (alrededor de 3,0%).

En este contexto, no es necesario ajustar inmediatamente las tasas al alza, pero tampoco hay razones que indiquen que deban reducirse. Esta política sólo sería recomendable si la tasa de cambio se aprecia en una magnitud mayor que la observada y en forma prolongada. Por el contrario, en el transcurso del año es probable que se requiera un incremento en las tasas de intervención del Banco con el fin de aumentar la probabilidad de lograr una inflación dentro del rango anunciado para 2005 y de mantener el proceso de convergencia gradual a los niveles de inflación de largo plazo.

Con base en las anteriores consideraciones, la JDDBR mantuvo inalteradas las tasas de intervención del Banco en los siguientes niveles: lombarda de expansión 11,0%, mínima de expansión 7,25%, lombarda de contracción 5,25%, mínima de contracción 6,25%.

Junta Directiva del Banco de la República

⁵ El crecimiento potencial de 2004 y 2005 podría ser mayor debido a la dinámica de la inversión entre 2003 y 2004.