



INFORME SOBRE INFLACIÓN

DICIEMBRE DE 2003

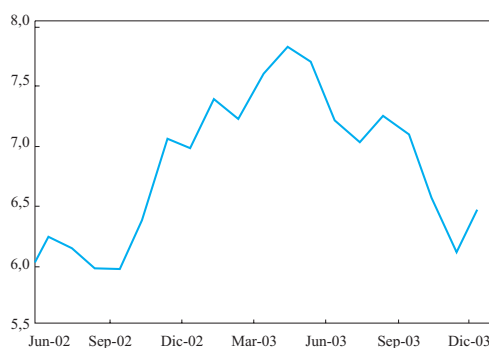
BANCO DE LA REPÚBLICA

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)



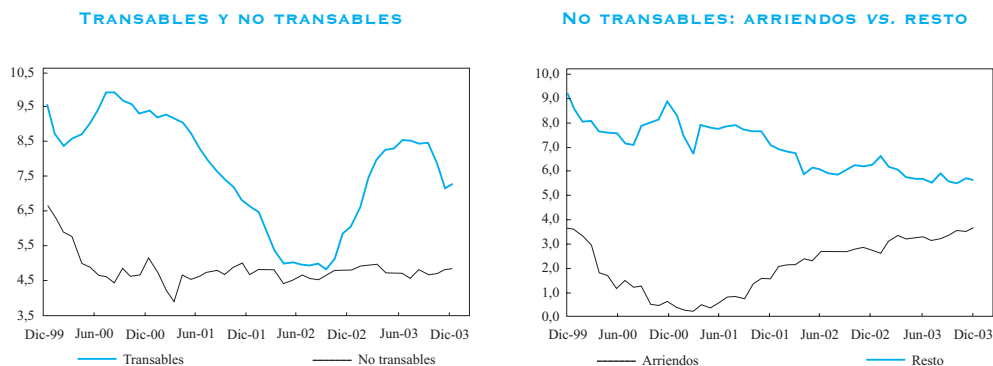
Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE),
cálculos del Banco de la República.

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.

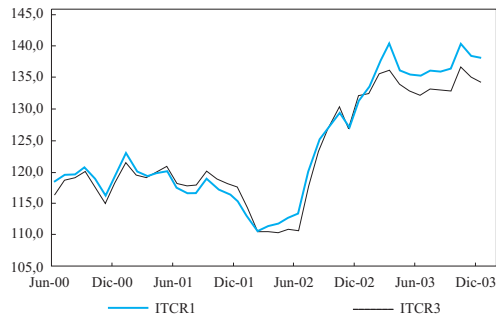
B. Producción de transables y tasa de cambio en Colombia

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)



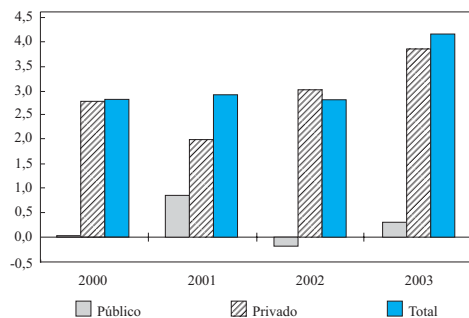
Nota: el ITCR1 utiliza el IPP como deflactor y el ITCR3 utiliza el IPC.
Fuente: Banco de la República.

C. Demanda interna y producción de bienes no transables

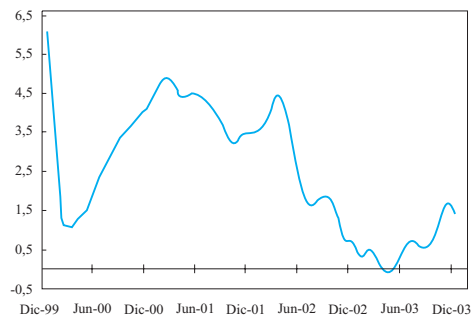
Desde el segundo trimestre de 2002 se observa una aceleración en la tasa de crecimiento de la demanda interna. La recuperación, que se ha sostenido fundamentalmente por el dinamismo de la demanda privada, se explica en buena parte por el largo período durante el cual se han mantenido bajas las tasas 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)

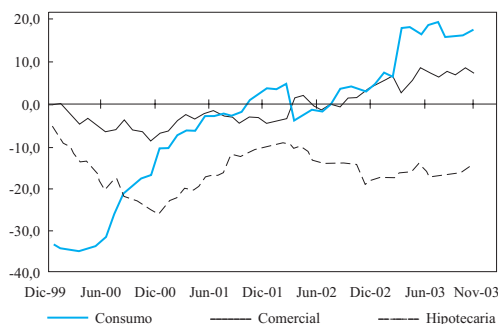


TASA DE INTERÉS REAL DE CAPTACIÓN,
DTF A 90 DÍAS
(PORCENTAJE)



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.

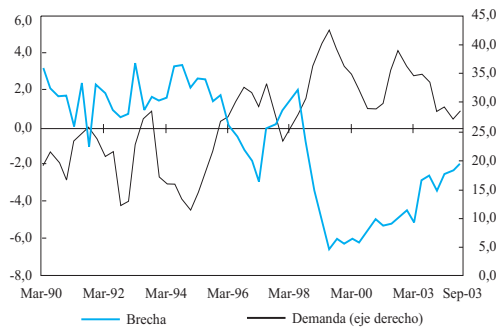
En el presente informe hemos utilizado tres indicadores para evaluar el grado de utilización de la capacidad productiva. El primero de ellos es el índice de uso de la capacidad instalada de

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.

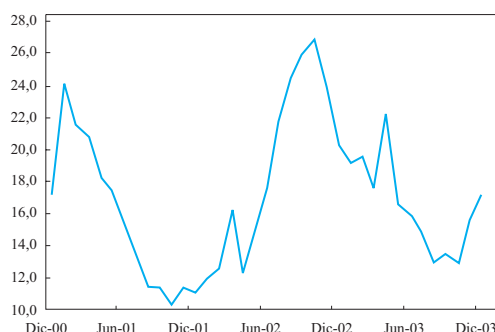
B. Demanda interna y producción de bienes transables

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.

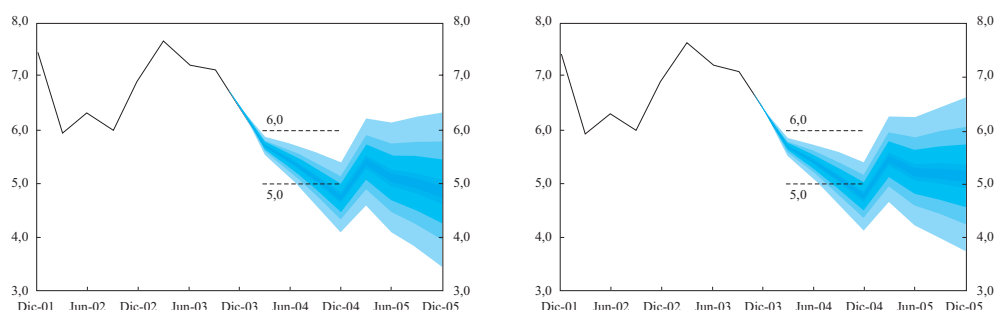
Estos riesgos se incorporan en la distribución de probabilidades de la inflación (Gráfico 8), para el pronóstico en el escenario básico (con tasas de interés variables), y en el escenario alternativo (con tasas de interés constantes). El Cuadro 6 muestra las probabilidades asociadas con diferentes rangos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

INFORME SOBRE INFLACIÓN

DICIEMBRE DE 2003

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

GERENCIA TÉCNICA

José Darío Uribe E.

Gerente

SUBGERENCIA DE ESTUDIOS ECONÓMICOS

Hernando Vargas Herrera

Subgerente

DEPARTAMENTO DE PROGRAMACIÓN E INFLACIÓN

Juan Mauricio Ramírez Cortés

Director

SECCIÓN DE INFLACIÓN (*)

Adolfo León Cobo Serna

Jefe

Angélica María Arosemena Martán

Edgar Caicedo García

Luisa Fernanda Charry Velásquez

Alexandra Espinosa Dussán

Mario Nigrinis Ospina

Andrés Mauricio Velasco Martínez

(*) En la elaboración de este informe colaboraron Franz Hamann Salcedo, Director del Departamento de Modelos Macroeconómicos, Luis Fernando Melo Velandia, Norberto Rodríguez Niño, Jesús Antonio Bejarano R. y Julián Pérez Amaya.

CONTENIDO

I. LA ACTUAL SITUACIÓN ECONÓMICA	23
A. CRECIMIENTO, PRECIOS Y TASAS DE INTERÉS INTERNACIONALES	24
B. PRODUCCIÓN DE BIENES TRANSABLES Y TASA DE CAMBIO	27
C. DEMANDA INTERNA Y PRODUCCIÓN DE BIENES NO TRANSABLES	30
D. MERCADO MONETARIO Y CREDITICIO	31
E. CAPACIDAD PRODUCTIVA, SALARIOS Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN	33
F. ACTUALES PRESIONES INFLACIONARIAS	36
II. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS	41
A. CRECIMIENTO, PRECIOS Y TASAS DE INTERÉS INTERNACIONALES	41
B. PROYECCIONES DE BALANZA DE PAGOS, TASA DE CAMBIO REAL Y PRODUCCIÓN DE TRANSABLES	43
C. DEMANDA INTERNA Y PRODUCCIÓN DE BIENES NO TRANSABLES	46
D. MERCADOS MONETARIO Y CREDITICIO	48
E. PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN Y OTRAS VARIABLES	49
PROYECCIONES DE LOS ANALISTAS LOCALES Y EXTERNOS SOBRE LAS PRINCIPALES VARIABLES MACROECONÓMICAS	58

LA ACTUAL SITUACIÓN ECONÓMICA

La tasa de crecimiento del producto se aceleró en el tercer semestre del año, mostrando una expansión superior a la prevista en el informe anterior. Ello se explica por el buen desempeño de los sectores de la construcción, la minería y los servicios financieros, principalmente. Por el lado del gasto, el mayor dinamismo lo sigue mostrando la inversión privada, aunque el crecimiento del consumo de los hogares está aumentando. En el desempeño del gasto han influido de manera especial los bajos niveles de tasas de interés y las amplias condiciones financieras de la economía (como lo muestra el crecimiento del crédito), así como la mejora en el clima de confianza y seguridad. Las exportaciones también registraron un aumento importante en el tercer trimestre (11% anual), en especial las tradicionales (18%). En esto ha jugado un papel importante la consolidación de tasas de crecimiento mayores en los principales socios comerciales, al igual que la recuperación de los precios internacionales de los bienes básicos y las mejores condiciones financieras internacionales. Para el cuarto trimestre de 2003 se cree que estas tendencias continuaron permitiendo un crecimiento económico de, al menos, 3,5% en todo el año.

En la segunda mitad de 2003 la inflación al consumidor se redujo de manera importante, revirtiendo la tendencia creciente del primer semestre. Al finalizar el año, la inflación anual al consumidor fue de 6,5%,

menor en 0,5 y 0,6 puntos porcentuales que la de diciembre de 2002 y septiembre pasado, respectivamente, pero mayor en medio punto porcentual que el límite superior del rango-meta de inflación establecido por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) para el año (5%-6%). Los items que más presionaron la inflación estuvieron relacionados con aumentos en los precios controlados y choques transitorios de oferta. En particular, se destacó el reajuste de las tarifas de los servicios públicos (14,5%) y de los combustibles (21,8%), y el repunte en diciembre de la inflación de alimentos (5,3%). Estos no son precios que dependan estrechamente de la política monetaria; por el contrario, desde septiembre todos los indicadores de inflación básica calculados por el Banco de la República mostraron una tendencia decreciente.

La JDBR mantuvo inalteradas las tasas de interés de intervención durante el último trimestre del año. Estas tasas fueron incrementadas en los meses de enero y abril, en cada ocasión en 100 puntos básicos (pb), como consecuencia de la aceleración de las expectativas y de la inflación en los últimos meses de 2002 y comienzos de 2003. En los primeros cuatro meses de 2003 también se empleó el mecanismo de opciones *call* para desacumular reservas internacionales con el fin de frenar la devaluación de la tasa de cambio. Esta comprometía el logro de la meta de inflación y promovía la fuga de capitales. En

contraste, ante la fuerte tendencia a la apreciación del peso observada a finales de 2003 la JDBR decidió convocar subastas de opciones *put* para acumular reservas internacionales en diciembre de ese año y los primeros días de 2004, por un monto total de US\$500 millones (m). Estas opciones fueron ejercidas en su totalidad y significaron un incremento en el suministro de liquidez permanente superior a los \$1,4 billones (b).

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, mejorado las perspectivas para el corto y mediano plazos.

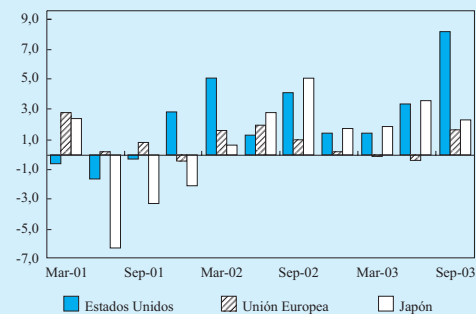
La expansión de la economía mundial ha estado impulsada, principalmente, por el mayor dinamismo de la economía de los Estados Unidos. La tasa anualizada de crecimiento del producto interno bruto (PIB) en el tercer trimestre de 2003 fue de 8,2%, cifra superior a la estimada inicialmente por el gobierno de ese país (7,2%) y a la esperada por los mercados (Gráfico 1). El crecimiento del consumo privado continuó con gran dinamismo como resultado de los bajos niveles de tasas de interés y la reducción en las tasas de impuestos. A su vez, las bajas tasas de interés y el mejoramiento en el nivel de confianza de las empresas han llevado a una recuperación de la inversión. Todo esto, aunado al mayor dinamismo de las exportaciones, ha llevado al incremento en la actividad productiva de los sectores industrial, de servicios e inmobiliario.

En la zona del euro, el crecimiento del PIB durante el tercer trimestre (1,5%) fue mayor que el observado en la primera mitad de 2003. Las señales de recupe-

ración, sin embargo, no son contundentes. Si bien las encuestas de confianza del consumidor y las empresas (principalmente en Alemania y Francia) muestran mejoría, la recuperación económica no se observa aún en los datos de gasto y actividad económica. Este proceso, según se afirma en el boletín de diciembre del Banco Central Europeo, será gradual. En contraste, el Reino Unido está experimentando un fuerte crecimiento de las demandas externa e interna. Esto se refleja en un alto crecimiento del producto y en la existencia de un mercado de vivienda que continúa en franca expansión.

La economía de Japón creció durante el tercer trimestre de 2003 a una tasa anual de 2,2%. Esto permite prever un crecimiento del PIB en todo el año superior a lo inicialmente esperado. La recuperación de la economía japonesa, aunque débil, se explica por el mejor desempeño del sector exportador y de la inversión privada. Por su parte, las economías de los países asiáticos emergentes retornaron a altas tasas de crecimiento durante el segundo semestre de 2003, luego del debilitamiento temporal de la actividad económica a causa del síndrome agudo respiratorio severo (SARS). El alto crecimiento de la economía china, la recuperación de la demanda en los Estados Unidos y la ejecución de políticas macroeconómicas (monetarias y fiscales) expansivas en algunos países explican el fuerte crecimiento de la región.

GRÁFICO 1
CRECIMIENTO TRIMESTRAL ANUALIZADO DEL PIB
ESTADOS UNIDOS, ZONA DEL EURO Y JAPÓN
(PORCENTAJE)



Fuente: Datastream.

En América Latina, los países de mayor importancia económica para Colombia son Venezuela y Ecuador. Ambos son productores de petróleo, por lo cual, se espera se hayan beneficiado de los altos precios de estos productos. Sin embargo, tanto Venezuela como Ecuador atraviesan momentos de fuerte incertidumbre política. Además, en Venezuela la crisis política ha venido acompañada de inestabilidad macroeconómica, y, en Ecuador, la dificultad para atraer nuevas inversiones en el sector petrolero llevaron a que en 2003 los volúmenes de exportación de crudo fueran inferiores a los inicialmente esperados. Como consecuencia de lo anterior, el crecimiento estimado de la economía venezolana en 2003 es de -10,1%, y en Ecuador, 2,6%.

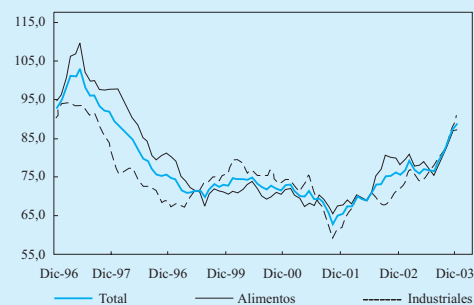
En general, América Latina se ha beneficiado recientemente de la mejora en los términos de intercambio y del comportamiento de los mercados internacionales de capitales. Los términos de intercambio de la región han mejorado por el aumento en los precios internacionales de los productos básicos, sus principales productos de exportación. A su vez, los mercados internacionales han mostrado un mayor apetito por riesgo, en un ambiente en el cual la devaluación del dólar y las bajas tasas de interés hacen menos atractivo las inversiones en los Estados Unidos. Todo esto, aunado a que en algunos países se han llevado a cabo reformas estructurales y políticas fiscales responsables, ha conducido a un nuevo impulso de las entradas de capitales a la región, a la reducción en los márgenes de la deuda externa y al fortalecimiento de las tasas de cambio.

La inflación de precios al consumidor en la gran mayoría de las economías del mundo no presentó cambios importantes en el último trimestre de 2003 respecto a lo anotado en el informe anterior. En los Estados Unidos la inflación básica permaneció en niveles históricamente bajos (1,1% en diciembre), al igual que la inflación total (1,9% en igual mes). En los países de la zona del euro existen factores que están afectando la velocidad de la reducción de la inflación (por ejemplo: los efectos sobre los precios de los alimentos por el fuerte verano y los altos niveles del precio inter-

nacional del petróleo) pero ésta se mantiene en el rango de 2,0% a 2,2%. Japón todavía exhibe deflación, aunque se ha reducido la magnitud de la caída en los precios. Venezuela terminó el año con una inflación de 26,9%, mientras en Ecuador fue de 6,1%, a pesar de llevar cuatro años con el dólar como moneda local. En Brasil, la inflación registró un comportamiento favorable en el último trimestre, terminando el año en 9,3%, nivel superior a la meta establecida para 2003 (8,5%). En Argentina, la inflación al finalizar el año (3,7%) fue inferior a lo previsto un año antes por la gran mayoría de los analistas, en tanto que en Chile y México fue de 1,1% y 4,0%, respectivamente. Estos son niveles de inflación similares a los previstos un trimestre antes.

En contraste con el comportamiento de los precios al consumidor, el aumento en los precios internacionales de los productos básicos se aceleró en el cuarto trimestre de 2003. En diciembre, la variación anual del índice de precios internacionales de productos básicos construido por *The Economist* fue de 17,6%, cifra superior a la reportada en el informe anterior (7,7%). Por tipo de bienes, se observa un crecimiento significativo de los precios de los bienes industriales, cuyo subíndice en diciembre se ubicó 26,9% por encima del nivel de diciembre del año 2002. Por su parte, el subíndice de alimentos registró un incremento de 11,4%. En promedio, para el año completo estos precios aumentaron entre 8% y 15% (Gráfico 2).

GRÁFICO 2
ÍNDICE MENSUAL DE LOS PRECIOS
DE LOS PRINCIPALES PRODUCTOS BÁSICOS
(1995 = 100)



Fuente: *The Economist*.

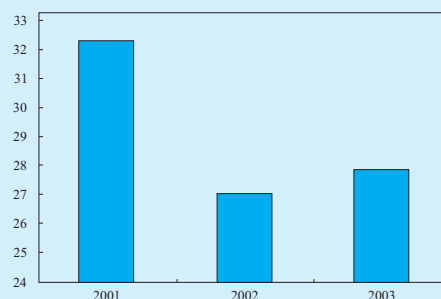
La marcada tendencia creciente de los precios internacionales de los productos básicos observada en los últimos meses se debe a la mayor demanda de China y los Estados Unidos y, en general, al optimismo sobre la recuperación de la economía mundial. Prueba de esto es el incremento de los precios de los bienes industriales y, en particular, de los metales, los cuales, según el índice de *The Economist*, se incrementaron 33,3% en el mes de diciembre. A su vez, las malas condiciones climáticas observadas en algunas regiones del mundo han disminuido la oferta de ciertos cereales como el maíz y el trigo, generando presiones sobre los precios internacionales de estos bienes.

El comportamiento de los precios internacionales de los productos básicos exportados por Colombia no ha sido la excepción a la tendencia general. Como se aprecia en el Gráfico 3, los precios del níquel, del oro y, en menor medida, los del carbón, registraron aumentos importantes, mientras el precio del petróleo terminó el año en niveles superiores a los 30 dólares por barril (Gráfico 4). Este último precio es superior a lo esperado en informes anteriores, y se explica por la lenta recuperación de la producción de Iraq y la incertidumbre geopolítica en el Medio Oriente. Por su parte, en el cuarto trimestre del año el precio internacional del café fue, en promedio, de US\$69 centavos / libra, registrando una variación anual de 7,7%. A pesar de este incremento, el precio del grano aún se mantiene en niveles históricamente bajos (Gráfico 5).

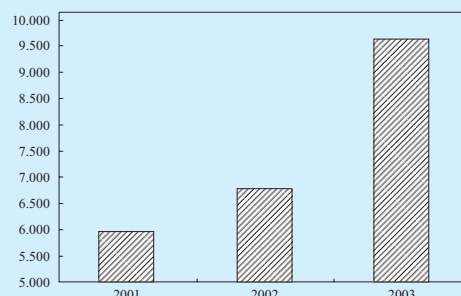
En el contexto anterior, el hecho más destacado del mercado internacional de capitales ha sido la depreciación del dólar frente al euro, el yen y las monedas de la mayoría de países emergentes, sobresaliendo muy especialmente la pérdida de valor frente a las monedas de los países de América Latina. El peso argentino, por ejemplo, se apreció 12,6% en el año, mientras que el real brasileño lo hizo en un 18,3% y el peso chileno en 17,7% (Cuadro 1). Todo esto se explica por el prolongado período de altos déficit en la cuenta corriente de los Estados Unidos, y por la

GRÁFICO 3
PROMEDIO DE LOS PRECIOS
INTERNACIONALES (*)

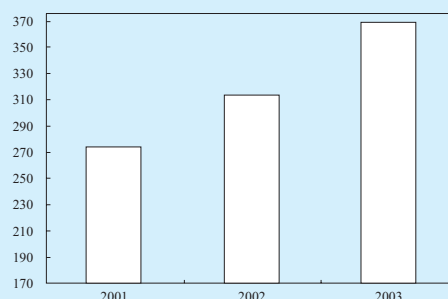
CARBÓN (US\$ / TONELADA MÉTRICA)



NIQUEL (US\$ / TONELADA MÉTRICA)

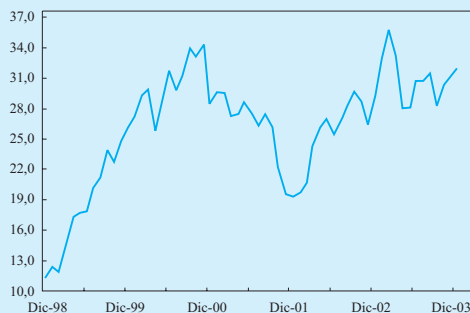


ORO (US\$ / ONZA TROY)



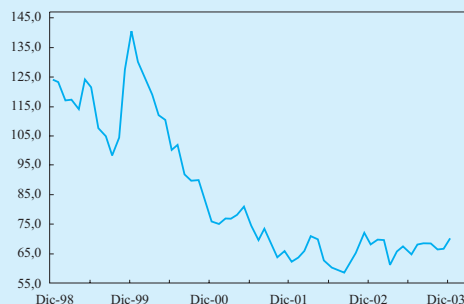
(*) Los precios que se presentan en este gráfico corresponden a cotizaciones internacionales de productos básicos y no coinciden, necesariamente, con los de los precios de los productos exportados por Colombia.
Fuente: Banco Mundial, Pinksheet, enero de 2004.

GRÁFICO 4
PRECIO DEL PETRÓLEO WTI
BOLSA DE NUEVA YORK
(DÓLARES POR BARRIL)



Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO 5
PRECIOS DEL CAFÉ ARÁBIGO-COLOMBIA
BOLSA DE NUEVA YORK
(US\$ CTVS. POR LIBRA)



Fuente: Bloomberg.

CUADRO 1
DEVALUACIÓN DE LAS MONEDAS LATINOAMERICANAS
FRENTE AL DÓLAR ESTADOUNIDENSE
(PORCENTAJE)

	Trimestral	Anual	
	(*)	Fin de 2003	Promedio 2003
Argentina	(0,4)	(12,6)	(4,8)
Brasil	(0,0)	(18,3)	5,1
Chile	(10,3)	(17,7)	0,1
Colombia	(3,8)	(3,0)	14,7
México	2,1	8,1	11,7
Perú	(0,6)	(1,2)	(1,1)
Uruguay	4,0	7,8	32,8

(*) Corresponde a la devaluación de diciembre vs. septiembre (fin de período).
Fuente: Datastream.

existencia de una política monetaria excepcionalmente amplia reflejada en los bajos niveles de tasas de interés. Con tasas de interés tan bajas los diferenciales de estas juegan a favor de inversiones fuera de dicho país.

B. PRODUCCIÓN DE BIENES TRANSABLES Y TASA DE CAMBIO

En Colombia, el contexto externo más favorable estimuló el crecimiento del sector de bienes transables durante 2003. En particular, el aumento en los precios de los *commodities* se tradujo en un mejoramiento en los términos de intercambio frente a los niveles observados en años anteriores. En el Gráfico 6 se observa que aunque el precio del petróleo disminuyó a partir del mes de abril, luego de la guerra en Iraq, los términos de intercambio -medidos según el índice de precios del productor (IPP)- están en niveles históricamente altos.

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 (Cuadro 2 y Gráfico 7). 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 (Gráfico 8).

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

GRÁFICO 6
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO DE COLOMBIA,
SEGÚN IPP



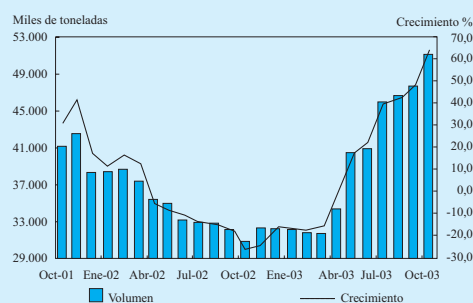
Nota: Excluye oro.
Fuente: Banco de la República.

CUADRO 2
PRINCIPALES EXPORTACIONES
TRADICIONALES DE COLOMBIA (*)
(PORCENTAJE)

	2002	2003
Oro no monetario	55,0	267,4
Petróleo y sus derivados	(0,3)	11,0
Petróleo crudo	(0,5)	(0,5)
Carbón	(16,0)	14,0
Ferroníquel	15,8	46,0

(*) Tasa de crecimiento anual en dólares.
Fuente: Banco de la República, Balanza de Pagos.

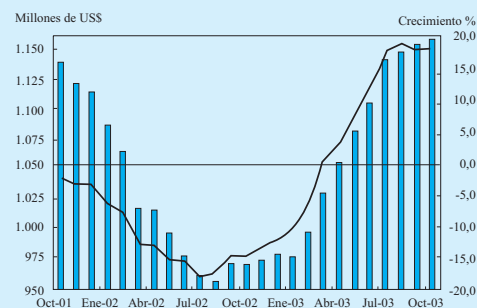
GRÁFICO 7
EXPORTACIONES DE CARBÓN
(VOLUMEN - ÚLTIMOS 12 MESES)



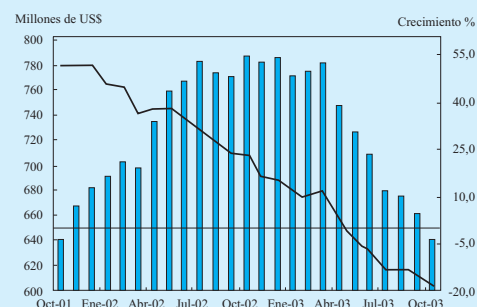
Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE).

GRÁFICO 8
EXPORTACIONES NO TRADICIONALES INDUSTRIALES
ÚLTIMOS 12 MESES

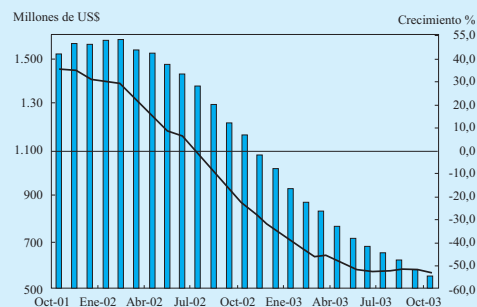
A LOS ESTADOS UNIDOS



AL ECUADOR



A VENEZUELA



■ Valores — Crecimiento

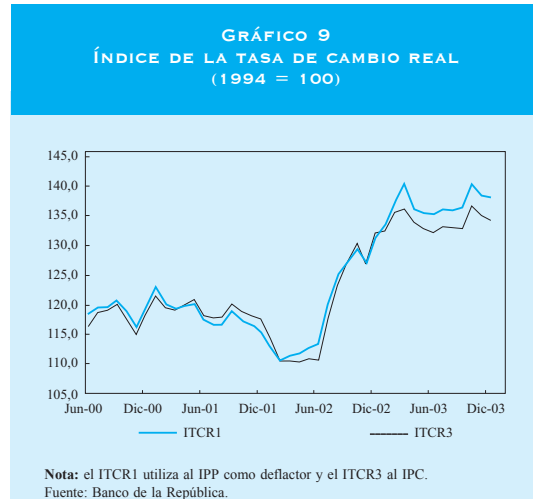
Fuente: DANE.

depreciación real de años anteriores, y en especial a la de 2002 (Gráfico 9).

Son varios los factores que explican el fortalecimiento del peso colombiano frente al dólar, ocurrido desde finales del año anterior. Entre estos, se destacan los siguientes:

- ✧ La presión hacia la devaluación del dólar frente al resto de monedas del mundo, por los factores propios de la economía de los Estados Unidos, ya explicados.
- ✧ El aumento en los precios internacionales de los bienes básicos y la mayor demanda mundial, lo cual permite una mayor entrada de dólares al país por concepto de exportaciones.
- ✧ El crecimiento en los ingresos por concepto de transferencias del exterior.
- ✧ La alta participación de los recursos externos en el financiamiento del déficit fiscal.
- ✧ Los incentivos que tienen los inversionistas extranjeros para invertir en títulos de deuda pública colombiana, por sus altos niveles de tasas de interés con relación a las obtenibles en el mercado norteamericano.
- ✧ La mayor fortaleza de la economía colombiana, reflejada en el mayor crecimiento del PIB.

La reciente presión hacia la apreciación del peso frente al dólar ha sido tal que la tasa de cambio no revirtió su tendencia después de las compras por US\$500 m por parte del Banco de la República en el mercado cambiario local entre mediados de diciembre de 2003 y los primeros días de enero de 2004. La Tesorería General de la Nación, además, ha realizado compras limitadas de dólares en el mercado cambiario, y el Ministerio de Hacienda y Crédito Público ha anunciado cambios en la composición del financiamiento del déficit del sector público. En particular, el Minis-



terio buscará hacer un mayor uso de financiamiento interno.

El mejor desempeño del sector externo y, en particular, de las exportaciones tradicionales y de las transferencias de colombianos residentes en el exterior afectaron los resultados de la balanza de pagos. Estos resultados fueron mejores que los proyectados a mediados del año. Frente a un déficit previsto superior al 2,3% del PIB en la cuenta corriente, los últimos datos indican que habría sido de 1,8%.

En cuanto a la cuenta de capitales, también se registró un superávit menor que el proyectado (1,9% frente a 2,4% del PIB), que se explica principalmente por un endeudamiento privado menor que el previsto hace seis meses. El sector público, en cambio, registró un endeudamiento neto superior a los US\$900 m, mucho mayor que los US\$398 m registrados en 2002¹.

A pesar del mejor comportamiento de la balanza de pagos, en 2003 tuvo lugar una desacumulación de reservas internacionales por US\$178 m, en parte, como consecuencia de las intervenciones que

¹ En 2002 el gobierno utilizó recursos de portafolio por más de US\$1.400 m que habían sido prefinanciados en 2001. El endeudamiento externo neto promedio del sector público en estos dos años fue de US\$936 m.

efectuó el Banco en el mercado cambiario: US\$600 m en subastas de desacumulación (de las cuales se ejercieron US\$344,5 m) para morigerar el impacto de la excesiva devaluación del primer trimestre, y US\$150 m en subastas de acumulación en el mes de diciembre (de las cuales se ejercieron US\$106,2 m) para impedir una mayor apreciación del peso.

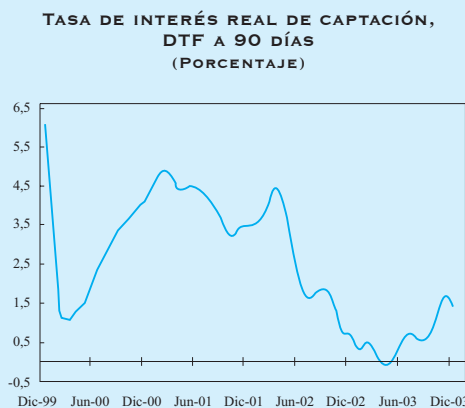
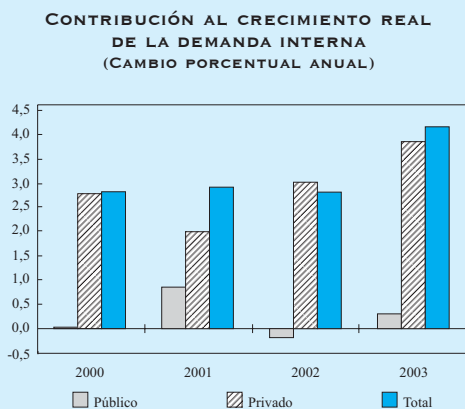
C. DEMANDA INTERNA Y PRODUCCIÓN DE BIENES NO TRANSABLES

Desde 2001 se ha incrementado la contribución de la demanda interna privada al crecimiento de la demanda interna total (Gráfico 10). Esta recuperación, se explica, en buena parte, por el largo período de bajas tasas de interés reales, que ha permitido la reducción de los costos y niveles de endeudamiento de los hogares y las empresas. Simultáneamente las mejores condiciones económicas del sistema financiero, y la menor percepción de riesgo, y mayor confianza de los agentes han propiciado una expansión del crédito.

Junto con 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 (Gráfico 11), reflejada, entre otros, en el aumento del crédito. Esta mejoría ha sido favorecida por los avances en la estrategia de seguridad del gobierno y por sus esfuerzos en reducir el crecimiento de la deuda pública.

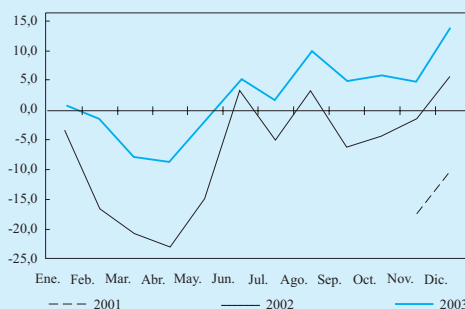
Adicionalmente, el mayor crecimiento del PIB ha venido acompañado de una creación de empleo

GRÁFICO 10
DEMANDA INTERNA Y TASA DE INTERÉS REAL

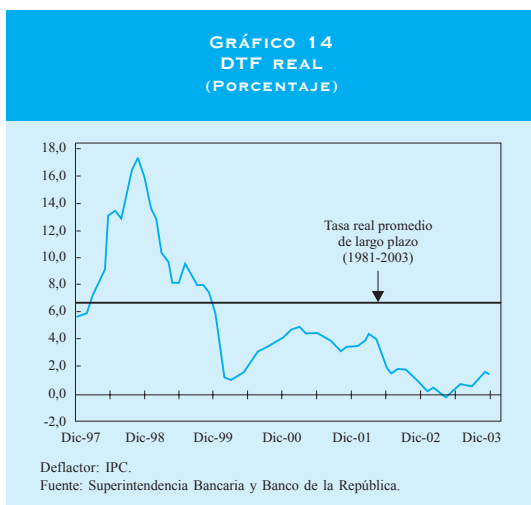
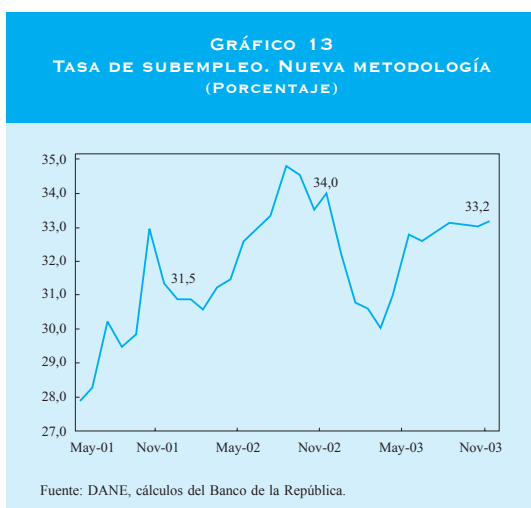
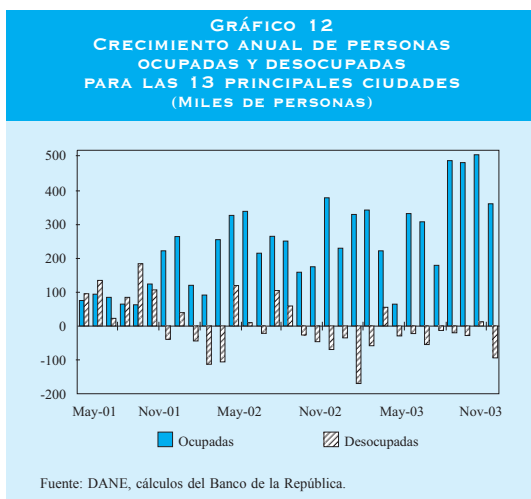


Fuente: DANE, Superintendencia Bancaria y Banco de la República.

GRÁFICO 11
ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR



Fuente: Fedesarrollo.



mucho más dinámica en 2003 que en años anteriores. Así, el empleo en ese último año creció a una tasa promedio de 4,4% en las 13 principales ciudades (Gráfico 12). El mayor empleo ha estado acompañado de una reducción en los niveles de subempleo. (Gráfico 13). El número de personas que consideró que se encontraba subempleado, debido a un bajo nivel de horas trabajadas, viene disminuyendo, en términos anuales, desde comienzos de 2003. A estos buenos resultados puede haber contribuido la reforma laboral que entró en vigencia en 2003.

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 (Cuadro 3). En el caso de la construcción, su dinamismo se presentó principalmente en las edificaciones de origen privado. Dado que al mismo tiempo la cartera hipotecaria no muestra signos de reactivación, inclusive después de ajustar por las titularizaciones, es de suponer que los nuevos proyectos de este subsector (concentrados hasta ahora en los estratos de ingresos más altos) se están financiando con fondos propios de las empresas y hogares (tanto internos como externos).

D. MERCADOS MONETARIO Y CREDITICIO

Como se mencionó anteriormente, en los últimos años la política monetaria ha mantenido las tasas de interés de corto plazo en niveles reales inferiores al promedio histórico (Gráfico 14).

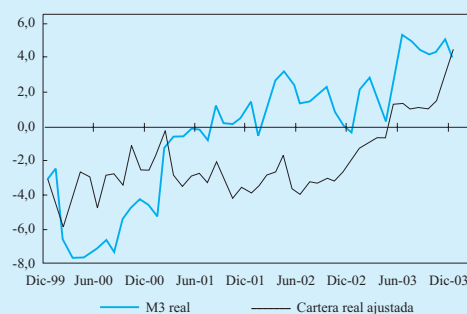
La potencia de esta política en cuanto a su efecto sobre el gasto agregado y la inflación fue baja a comienzos de la década, debido a la interrupción del canal de crédito que se presentó con la recesión de 1998 a 1999 y la crisis financiera simultánea. Como se aprecia en el Gráfico 15, mientras el crecimiento real del agregado amplio M3 se restableció desde

CUADRO 3
PIB TRIMESTRAL POR RAMAS DE ACTIVIDAD - SERIES DESESTACIONALIZADAS
(VARIACIONES PORCENTUALES ANUALES)

Ramas de actividad	2002 (pr)			2003 (pr)		
	III	IV	Anual	I	II	III
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	0,27	(1,77)	0,63	1,78	(0,44)	4,24
Explotación de minas y canteras	(10,83)	6,22	(4,57)	(1,61)	18,67	21,58
Electricidad, gas y agua	3,05	3,76	3,03	3,49	2,15	3,22
Industria manufacturera	2,69	4,48	1,08	8,32	0,96	3,42
Construcción	5,77	11,97	8,58	16,10	5,38	11,31
Edificaciones	21,45	30,97	27,62	9,64	19,11	22,72
Obras civiles	(7,63)	(5,35)	(7,87)	24,60	(9,80)	(1,52)
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	3,04	6,45	2,44	3,63	3,84	5,16
Transporte, almacenamiento y comunicación	3,17	2,41	3,04	5,05	3,24	4,81
Establecimientos financieros, seguros e inmuebles	1,25	5,34	2,36	5,75	4,50	6,05
Servicios sociales, comunales y personales	1,17	(0,23)	0,92	1,07	1,18	0,39
PIB	1,92	2,72	1,76	3,82	2,36	4,17

(pr) Preliminar.
Fuente: DANE.

GRÁFICO 15
M3 Y CARTERA AJUSTADA (*)
(CRECIMIENTO PORCENTUAL REAL ANUAL)

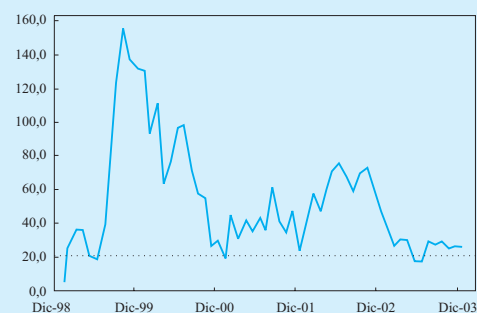


(*) Corresponde a moneda legal.
Fuente: Banco de la República.

2000, la cartera real ajustada² continuó exhibiendo tasas de crecimiento negativas hasta 2002. La desaceleración de la demanda de crédito, las dificultades patrimoniales de algunas entidades y la percepción

² Se refiere a la suma de la cartera en moneda legal de los balances de los intermediarios financieros, y los retiros de cartera del balance por castigo o titularización.

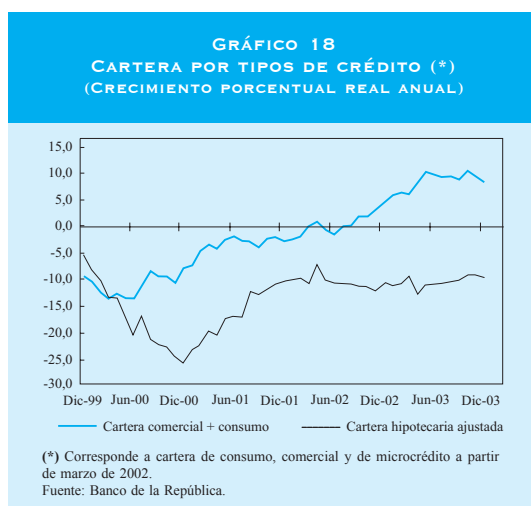
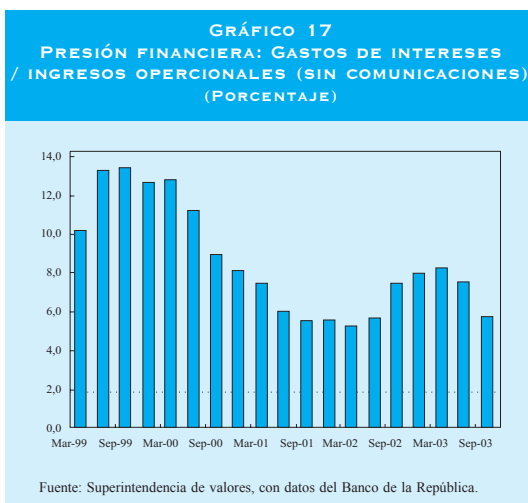
GRÁFICO 16
TES EN PODER DEL SECTOR FINANCIERO
(CRECIMIENTO PORCENTUAL REAL ANUAL)



Fuente: Banco de la República, Departamento de Fiduciaria y Valores.

general de riesgo por parte de los intermediarios financieros después de la recesión y la crisis, indujeron una tendencia hacia la inversión en títulos del sector público de fracciones crecientes del ahorro financiero (Gráfico 16).

De esta manera, en el período de 2000 a 2002, la política monetaria holgada representó un alivio para



los estados de pérdidas y ganancias de los deudores (“efecto ingreso”, Gráfico 17), pero no se tradujo en una oferta creciente de crédito del sistema financiero. Esta situación se ha revertido desde el año 2003. Como se aprecia en los gráficos 15 y 18, la cartera en moneda legal ha alcanzado crecimientos reales similares a los de M3, aunque el mayor dinamismo proviene del crédito comercial y de consumo, que muestran tasas reales de crecimiento muy por encima de las del PIB (a noviembre de 7,5% y 17,3%, respectivamente), mientras que la cartera hipotecaria continúa registrando descensos en términos nominales y reales.

La reactivación del canal de crédito ha impulsado, entre otros factores, el crecimiento de la demanda interna y el producto, especialmente de los sectores no transables, como se detalla en la siguiente sección. Por otra parte, la reactivación de dicho canal implica un aumento del impacto de la política monetaria en el gasto agregado y la inflación hacia el futuro.

E. CAPACIDAD PRODUCTIVA, SALARIOS Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

Para entender el comportamiento reciente (y futuro) de la inflación, además de tener en cuenta la evolución del PIB de los sectores productores de bienes transables y de los 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 de inflación.

1. Capacidad productiva

Para evaluar el grado de utilización de la capacidad productiva existen tres tipos de indicadores. El más conocido corresponde al índice de utilización de capacidad instalada (UCI), estimado tanto por Fedesarrollo como por la Asociación Nacional de Industriales (ANDI). Para ambas fuentes, este indicador se ha incrementado de manera importante a lo largo de 2003. En particular, de acuerdo con la encuesta de opinión empresarial (EOE) de Fedesarrollo, mientras que en el primer trimestre del año el nivel de utilización se encontraba 5,3 puntos porcentuales por debajo del promedio histórico, en el cuarto trimestre

esta diferencia se redujo a 2,1 puntos porcentuales (Gráfico 19).

La información de Fedesarrollo también muestra como algunos sectores de la industria como la de químicos, papel, productos metálicos y textiles han empezado a operar con niveles de utilización similares o incluso superiores a su promedio histórico (Cuadro 4). Adicionalmente, hubo un incremento importante de la UCI en algunos sectores cuyas exportaciones evidenciaron un importante dinamismo (como químicos, papel, y caucho). Finalmente, sectores como textiles y confecciones no registraron presiones adicionales sobre su capacidad instalada pese al buen crecimiento en sus exportaciones. Esto puede explicarse por proyectos de inversión realizados por empresas pertenecientes a estos sectores que han ampliado su capacidad productiva.

Otro indicador de utilización de capacidad productiva es el porcentaje de empresarios industriales que dice que su principal problema para la expansión de



CUADRO 4
UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA Y CRECIMIENTO DE LAS EXPORTACIONES EN LA INDUSTRIA (PORCENTAJE)

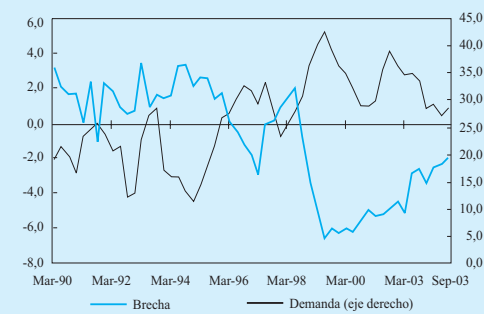
	Utilización de la capacidad instalada			Crecimiento		
	Noviembre		Promedio 1991-2003	Nov-03 vs. Nov-02	Exportaciones	Producción
	2002	2003			1/	2/
Químicos	69,2	79,2	73,4	10,0	8,1	13,5
Papel	72,1	81,0	74,6	8,9	8,4	5,4
Productos metálicos	62,1	69,8	63,3	7,7	(14,2)	8,6
Tabaco	57,9	63,8	52,4	5,9	36,5	3,9
Imprentas	64,2	69,3	68,9	5,1	(4,2)	(6,4)
Caucho	60,4	64,6	66,8	4,2	4,5	3,1
Equipo de transporte	68,1	71,9	67,2	3,8	(62,0)	(7,6)
Plástico	68,3	71,3	72,8	3,0	3,5	5,1
Met. básicas	72,0	75,0	70,3	3,0	1,0	26,5
Alimentos	70,2	72,1	74,7	1,9	1,3	3,7
Maquinaria no eléctrica	61,5	62,0	64,5	0,5	(11,2)	16,3
Otros químicos	69,2	69,3	72,1	0,1	(38,2)	(1,6)
Textiles	74,3	74,0	76,4	(0,2)	7,8	5,5
Cuero	63,1	62,5	68,3	(0,6)	(0,6)	6,6
Bebidas	65,7	63,3	64,0	(2,4)	21,3	(0,5)
Cerámicas	73,4	70,7	76,6	(2,6)	17,5	8,4
Madera	62,6	59,4	67,6	(3,2)	(17,4)	14,7
Cemento	63,3	59,3	66,9	(4,0)	(2,4)	11,8
Confecciones	65,5	61,4	70,1	(4,1)	18,7	8,4
Maquinaria eléctrica	65,8	59,6	64,5	(6,2)	(18,3)	(7,2)

1/ Enero-octubre de 2003.

2/ Enero-noviembre de 2003.

Fuente: Fedesarrollo, con cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 20
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.

CUADRO 5
CRECIMIENTO DEL SALARIO MÍNIMO
Y META DE INFLACIÓN
(PORCENTAJE)

	Meta de inflación	Reajuste salario mínimo	Diferencia
1991	22,0	26,1	(4,1)
1992	22,0	26,0	(4,0)
1993	22,0	25,0	(3,0)
1994	19,0	21,1	(2,1)
1995	18,0	20,5	(2,5)
1996	17,0	19,5	(2,5)
1997	18,0	21,0	(3,0)
1998	16,0	18,5	(2,5)
1999	15,0	16,0	(1,0)
2000	10,0	10,0	0,0
2001	8,0	10,0	(2,0)
2002	6,0	8,0	(2,0)
2003	5,5	7,4	(1,9)
2004	5,5	7,8	(2,3)

Fuente: Banco de la República.

la producción es la falta de demanda, medido por la Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) de Fedesarrollo. Para el tercer trimestre de 2003, dicho indicador registró un importante descenso, siendo su nuevo nivel el más bajo desde 1997 (Gráfico 20).

Un tercer indicador es la brecha del producto, la cual se mide la diferencia entre el PIB potencial y el PIB observado. En este informe el Banco de la Re-

pública utiliza un filtro de Hodrick y Prescott para la estimación del PIB potencial. De acuerdo con esta técnica, la brecha del producto sigue siendo negativa a diciembre de 2003 (-1,8%), pero se cerró de manera progresiva a lo largo del año. La cifra de diciembre, que es compatible con un crecimiento de 3,5% para todo 2003, no cambia sustancialmente frente a la estimación efectuada en el informe de septiembre³. Por lo demás, la brecha así medida tiene una alta correlación negativa con el balance de los empresarios sobre la falta de demanda como principal problema que frena la expansión de la producción (Gráfico 20).

Teniendo en cuenta la incertidumbre asociada a la estimación de la brecha del producto, el Banco de la República utiliza otras herramientas e indicadores. Los resultados de esos ejercicios coinciden en señalar el cierre de la brecha a lo largo de 2003 y que la economía sigue operando por debajo de su potencial.

2. Costos laborales

El gobierno decretó un aumento de 7,8% para el salario mínimo mensual de 2004. Este incremento se ubica en más de 2 puntos porcentuales por encima de la meta de inflación que, para efectos legales, estableció el Banco de la República (5,5%). Sin embargo, como se ilustra en el Cuadro 5, el salario mínimo tiende a incrementarse por encima de la meta de inflación establecida por la JDBR. De acuerdo con los estudios empíricos que se han hecho en la Subgerencia de Estudios Económicos⁴, los efectos de indexar los salarios a la inflación pasada en vez de la meta de inflación aumentan la inercia inflacionaria y el costo de reducir la inflación, en términos de producción y empleo.

³ Dadas las últimas cifras sobre actividad real, especialmente en comercio e industria, no se descarta que el crecimiento para 2003 supere el 3,5%, lo que podría traducirse en una brecha menor para fines del año pasado.

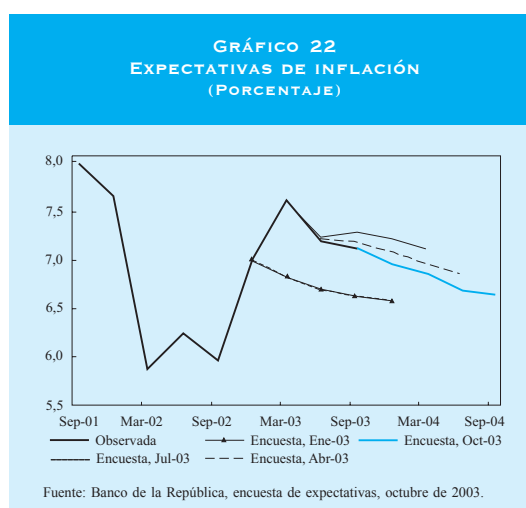
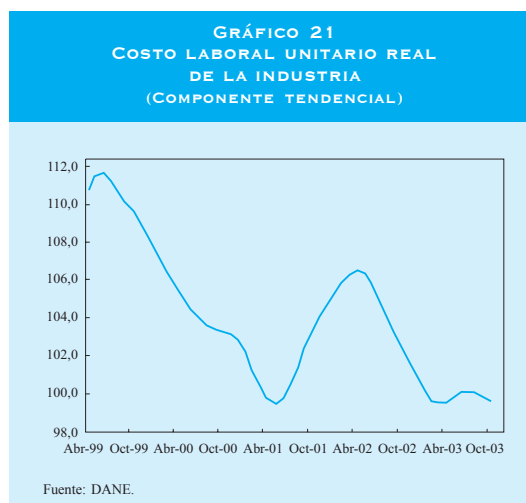
⁴ Véase Gómez, J. (2002). "Wage Indexation, Inflation Inertia and the Cost of Disinflation", en Borradores de Economía, Banco de la República, No. 198.

El costo real laboral unitario de la industria ha caído ligeramente. A octubre de 2003, de acuerdo con la información de la muestra mensual manufacturera (MMM) del DANE, el costo real laboral unitario se ubicó en 99,6, 2,8% por debajo del observado en octubre de 2002 (Gráfico 21). De esta manera, los incrementos en los salarios nominales por encima de la meta de inflación probablemente se han podido acomodar gracias al aumento de la productividad, sin que se hayan generado presiones inflacionarias adicionales vía los costos laborales de la industria.

3. Expectativas de inflación

Las expectativas de inflación se incrementaron de manera importante desde finales de 2002 junto con el aumento de la inflación (total y básica) y la devaluación, y aunque comenzaron a reducirse en la segunda mitad del año, aún se mantienen por encima de la meta. La encuesta trimestral del Banco de la República de octubre muestra que tales expectativas continuaron en un nivel alto con relación a la meta de inflación (6,7%, en promedio), aunque disminuyeron con respecto a los reportes de los dos trimestres anteriores, en línea con el mejor desempeño de la inflación total y la estabilidad cambiaria (Gráfico 22).

De todas maneras, dado el alto componente adaptativo que caracteriza la formación de expectativas en Colombia (en buena parte dependen de la inflación pasada), se espera que la reducción de la inflación en diciembre frente a la de septiembre contribuya a generar una corrección adicional a la baja en sus niveles. De otro lado, la reducción de la inflación de diciembre de 2003 frente a la de diciembre de 2002 podría constituir una señal positiva que incentivaría menores reajustes de precios en los primeros meses de 2004. Otros indicadores, como los obtenidos en la encuesta mensual de expectativas del Banco de la República al sector financiero, y los calculados a partir de las tasas de interés de los títulos TES, muestran una tendencia similar.



F. ACTUALES PRESIONES INFLACIONARIAS

El mensaje central de las secciones anteriores con respecto al comportamiento de la inflación (véase Recuadro 1), puede resumirse en los siguientes puntos:

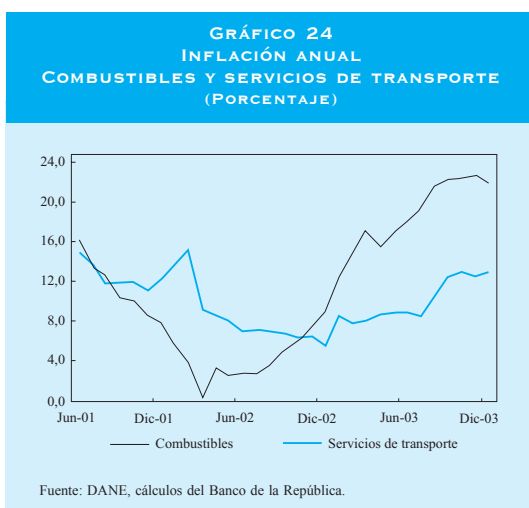
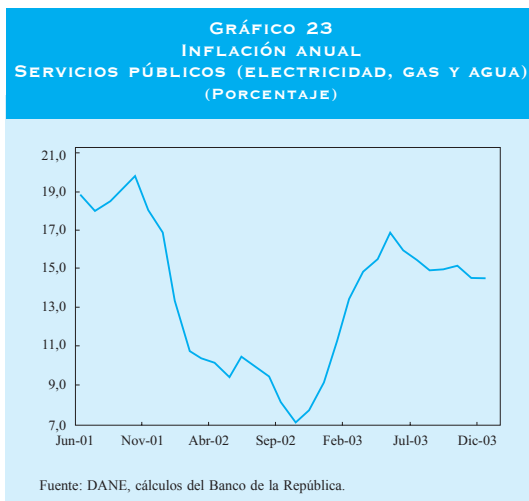
- ✦ La tasa de cambio, cuyo comportamiento desde mediados de 2002 generó importantes presiones inflacionarias a lo largo de 2003, ha empezado a desempeñar un papel favorable al cumplimiento de las metas de inflación. En

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 en las últimas semanas de 2003 y a comienzos de 2004 se ha apreciado entre 3% y 3,5%.

- ✧ Los excesos de capacidad se han venido reduciendo, a partir de niveles históricamente altos a comienzos del decenio. La reducción de los excesos se ha dado a una velocidad mayor en los dos últimos trimestres.
- ✧ Todo lo anterior ha ocurrido junto con un conjunto de choques de oferta (IVA y choques sobre la inflación de alimentos), y ajustes sustanciales en los precios de bienes y servicios controlados. Aunque la inflación anual de los servicios públicos mostró una relativa estabilidad en el último trimestre, los reajustes mensuales continuaron siendo altos. Al mismo tiempo, se siguieron observando incrementos importantes en el precio de los combustibles, debido a los altos precios internacionales, la devaluación acumulada desde mediados de 2002, y la política de desmonte de subsidios. Esto afectó los costos de los servicios de transporte y se reflejó en una alta tasa de inflación para este subgrupo a diciembre (13,0%), muy por encima de la observada un año atrás (5,6%) (gráficos 23 y 24).
- ✧ Las expectativas de inflación permanecen en niveles superiores al rango-meta para 2004.

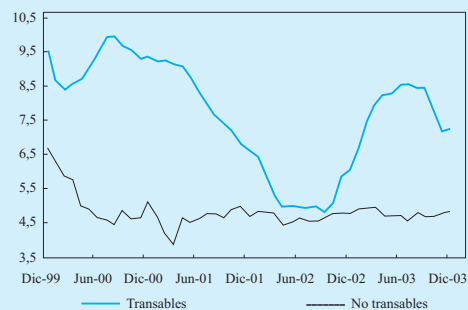
Para la formulación de la política monetaria es crucial entender la forma como los anteriores factores han afectado la dinámica de los diferentes indicadores de inflación básica y las expectativas de inflación.

La inflación básica de los bienes transables (por ejemplo: electrodomésticos, vestuario y algunos alimentos entre otros) es coherente con la evolución de la tasa de cambio nominal. Esta 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 (Gráfico 25). Adicionalmente, la reclasificación de los bienes transables entre bienes durables sin servicios de transporte y bienes no durables sin gasolina, muestra un continuo descenso en su tasa de inflación. Algo similar ha sucedido con la inflación del IPP de importados sugiriendo así, que los efectos de la devaluación han sido transmitidos a los precios en una alta proporción. De mantenerse la tendencia observada en el tipo de cambio durante los próximos meses, la senda decreciente adoptada por la inflación de bienes transables podría prolongarse durante 2004.

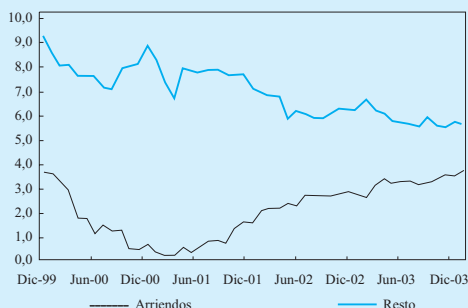
GRÁFICO 25
INFLACIÓN BÁSICA ANUAL (*)
TRANSABLES Y NO TRANSABLES
(PORCENTAJE)



(*) Excluye alimentos primarios, combustibles y servicios públicos.
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

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%. 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 (Gráfico 26). Eso posiblemente refleja diferentes estructuras de mercado o distintos niveles de utilización de capacidad instalada por sectores.

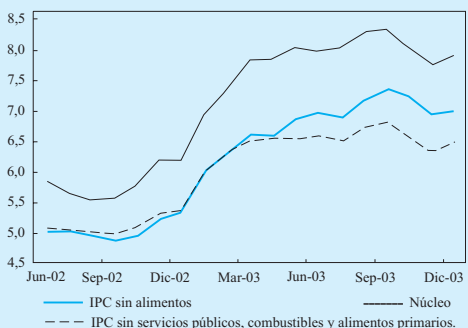
GRÁFICO 26
INFLACIÓN BÁSICA ANUAL (*)
NO TRANSABLES: ARRIENDOS VS. RESTO
(PORCENTAJE)



(*) Excluye alimentos primarios, combustibles y servicios públicos.
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Durante el cuarto trimestre de 2003, y por primera vez desde septiembre de 2002, todos los indicadores de inflación básica analizados por el Banco de la República disminuyeron (Gráfico 27). El indicador que más disminuyó fue el “núcleo inflacionario”, el cual pasó de 8,3% en septiembre a 7,9% en diciembre, en tanto que la inflación sin alimentos y la inflación sin alimentos primarios, combustibles y servicios públicos se situaron en niveles de 7,0% y 6,5%, disminuyendo 0,4 y 0,3 puntos porcentuales, respectivamente. En conjunto, los indicadores de inflación básica se mantienen en niveles altos (7,1% en promedio en diciembre de 2003), superiores a los registrados en diciembre de 2002. Esto refleja el efecto de la tasa de cambio sobre los precios de los bienes transables y algunos choques de oferta no totalmente “filtrados”.

GRÁFICO 27
EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN BÁSICA
(PORCENTAJE)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

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 al productor, a pesar del aumento en los precios internacionales de los *commodities*.

RECUADRO 1
DESCOMPOSICIÓN DE LA INFLACIÓN, SEGÚN LOS MECANISMOS
DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

En la implementación de la inflación objetivo en Colombia, se han identificado cuatro principales canales de transmisión de la política monetaria. El canal de la demanda agregada, los canales directo e indirecto de la tasa de cambio y el canal de las expectativas de inflación. El Banco de la República, en su conjunto de modelos de pronóstico y de análisis de política, cuenta con un modelo central (modelo de mecanismos de transmisión, MMT) el cual intenta capturar estos cuatro canales para producir pronósticos de mediano y largo plazos de las principales variables macroeconómicas. Dichos pronósticos consideran la respuesta de la autoridad monetaria ante los diversos choques que puede experimentar la economía.

El MMT consta de ocho ecuaciones de comportamiento que modelan la evolución de las principales variables macroeconómicas, así como varias identidades que relacionan las variables entre sí. Dentro de las principales ecuaciones de comportamiento del modelo se encuentran: a) la ecuación de demanda agregada que relaciona el producto con la inflación, la tasa de interés real y la tasa de cambio; b) la ecuación de paridad cubierta de intereses y c) la regla de política que determina la trayectoria de la tasa de interés interna¹.

Adicionalmente a estas ecuaciones, el modelo incorpora una ecuación de Phillips aumentada por expectativas para modelar la inflación sin alimentos, que toma la siguiente forma:

$$(1) \quad \pi_t^{sa} = 0,55\pi_{t-1}^{sa} + 0,405\pi_t^e + 0,045(\pi_{t-1}^m - \bar{\delta}_t^z) + 0,25\hat{y}_{t-1} + \varepsilon_t^{sa}$$

donde π_t^{sa} es la inflación sin alimentos, π_t^e son las expectativas de inflación total, π_{t-1}^m es la inflación de importados, $\bar{\delta}_t^z$ es la tasa de depreciación real de equilibrio y $\hat{y}_{t-1}$ es la brecha del producto. Dicha ecuación condensa los cuatro canales de transmisión de la política monetaria señalados anteriormente.

A su vez, la variable de expectativas de inflación sigue un proceso que puede caracterizarse como una combinación de expectativas adaptativas (*backward-looking*) y de expectativas racionales (*forward-looking*). Esta ecuación se escribe como:

$$(2) \quad \pi_t^e = 0,5\pi_{t-1}^4 + 0,5E_t\pi_t^4$$

donde π_t^4 es la inflación total anual y E_t es el operador de expectativas.

A partir de la curva de Phillips (ecuación (1)), se puede descomponer la inflación sin alimentos de acuerdo con los principales factores inflacionarios:

- ✚ la persistencia o inercia inflacionaria,
- ✚ las expectativas de inflación,
- ✚ el nivel de actividad de la economía (brecha del producto),

¹ Para mayor información sobre el MMT remítase al *Informe sobre Inflación* (2003). Banco de la República, junio, y a *The Implementation of Inflation Targeting in Colombia*, J. Gómez; H. Vargas; J. Uribe (2002). Borradores de Economía, No 202, Banco de la República.

- ✚ la inflación de los bienes importados,
- ✚ otros choques atribuibles a variables exógenas tales como el ajuste de las tarifas de energía, el ajuste en el precio de los combustibles y los cambios en los impuestos indirectos,
- ✚ la diferencia entre la inflación sin alimentos efectivamente observada y la estimada a partir de esta ecuación es el residuo o componente no explicado.

El Cuadro presenta los resultados de esta descomposición para el período de marzo a diciembre de 2003. Se observa que la inflación sin alimentos en los primeros tres trimestres de 2003 se explica, en buena parte, por la persistencia de la inflación y por el canal de las expectativas de inflación. Así mismo, jugaron un papel importante los choques por reajustes en las tarifas de energía y combustibles y por el incremento del IVA. La caída de la inflación sin alimentos en el último trimestre del año se debe principalmente a la reducción de la inflación de importados y está asociada a la menor depreciación observada desde el segundo trimestre. Igualmente, se observa cómo el canal de la demanda, que recoge los efectos de la brecha del producto, ejerció una presión desinflacionaria en la inflación sin alimentos durante todo 2003.

CUADRO
DESCOMPOSICIÓN DE LA INFLACIÓN SIN ALIMENTOS, 2003

	Inflación sin alimentos (*)	Persistencia	Expectativas de inflación	Brecha del producto	Inflación de importados	Choques de energía, combustibles e IVA	Residuo
Mar.	6,7	2,9	2,7	(0,8)	0,4	0,3	1,2
Jun.	7,1	3,7	2,8	(0,6)	0,6	0,5	0,2
Sep.	7,4	3,9	2,8	(0,6)	0,5	0,6	0,2
Dic.	7,0	4,1	2,8	(0,6)	0,0	0,8	(0,1)

(*) Inflación anual. Las discrepancias de estas cifras con las del DANE se explican por la desestacionalización del índice de precios utilizada.
Fuente: Banco de la República.

II

PERSPECTIVAS MACROECÓNICAS

Todo parece indicar que durante 2004 seguirán presentándose condiciones que favorecen el crecimiento en Colombia. En el frente externo, la ausencia de presiones inflacionarias en los Estados Unidos y el resto del mundo industrializado alejan el peligro de ajustes al alza en las tasas de interés por parte de las autoridades monetarias respectivas, por lo menos durante los primeros meses del año. Esta circunstancia brinda un contexto favorable para la consolidación del crecimiento económico mundial, que deberá permitir un buen desempeño de las exportaciones colombianas y de la producción de bienes transables en general, al tiempo que podría estimular los flujos de capitales hacia la región. Adicionalmente, el mayor dinamismo de la demanda mundial continuará favoreciendo la recuperación de los precios internacionales de los productos primarios, con el consiguiente incremento de los términos de intercambio en Colombia.

En el frente interno, se espera que las tasas de interés real continúen en niveles históricos bajos, lo que, unido a la mayor confianza de consumidores y empresarios, y al mejoramiento de las condiciones de seguridad interna permitirá el fortalecimiento del crédito. De esta forma, la demanda interna, tanto por inversión como por consumo deberán crecer a un ritmo satisfactorio, permitiendo la expansión del producto a tasas superiores a las observadas en 2003.

En este contexto, la inflación enfrentará dos presiones opuestas. Por un lado, se espera que la inflación de transables continúe disminuyendo, dado que no se esperan incrementos importantes en la tasa de cambio, por lo menos en la primera mitad del año. Por otro lado, la inflación de no transables podría repuntar, o al menos mantenerse en niveles cercanos a 5,0%, como resultado del mayor dinamismo de la demanda y de una mayor utilización de la capacidad productiva. Especial atención requerirá el comportamiento del precio de los arriendos, dada su alta participación dentro de la canasta del índice de precios al consumidor (IPC) y la tendencia creciente que muestra desde hace varios trimestres. A pesar de lo anterior, los pronósticos del Banco señalan que la meta de inflación de 2004 puede cumplirse con una probabilidad relativamente alta.

A. CRECIMIENTO, PRECIOS Y TASAS DE INTERÉS INTERNACIONALES

Las perspectivas de la economía mundial sugieren una aceleración del crecimiento económico en 2004, coherente con las tendencias observadas a finales de 2003. En los Estados Unidos son varios los factores que permiten ver el año 2004 con optimismo. Como se anotó antes, los indicadores recientes de

consumo privado, confianza y actividad económica muestran un comportamiento favorable. Así mismo, la fuerte devaluación del dólar frente a otras monedas del mundo ha creado un estímulo a la producción de bienes transables. Además, el buen comportamiento de la inflación básica muy probablemente llevará a que el Banco de la Reserva Federal mantenga inalteradas sus tasas de interés, al menos hasta mediados del presente año. Todos estos factores apuntan hacia un mayor dinamismo de la demanda, tanto interna como externa, y soportan las proyecciones de crecimiento del PIB en 2004 y 2005 de 4,4% y 3,6%, respectivamente. Los riesgos de estos pronósticos, sin embargo, no son pocos. Los Estados Unidos es un país con niveles altos de déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, y un déficit fiscal que ha crecido en los últimos años.

Para las economías de Europa se espera una moderada y lenta recuperación. Esto se explica por la acción de fuerzas en direcciones opuestas. A favor del mayor crecimiento del producto se encuentra el bajo nivel de tasas de interés, el buen desempeño del mercado de acciones y el aumento en la demanda externa por el mayor crecimiento de la economía de los Estados Unidos. En contra del mayor crecimiento, la fuerte apreciación del euro frente al dólar, las altas tasas de desempleo y los elevados déficits fiscales en algunos países. Esto último limita la capacidad de las autoridades económicas de la región de llevar a cabo políticas fiscales anticíclicas, al tiempo que la apreciación del euro frente al dólar puede llevar a que la región no tome ventajas del mayor dinamismo de la economía mundial.

Al igual que en 2003, para los dos años siguientes se espera que Asia emergente sea la región del mundo de mayor crecimiento económico. Los últimos pronósticos para 2004 y 2005 sugieren un crecimiento de estas economías entre 5,0% y 8,0%, sobresaliendo de nuevo el desempeño de la economía china. Este crecimiento se apoya, entre otros factores, en la existencia de políticas macroeconómicas expansivas y en el mayor dinamismo de las econo-

mías de los Estados Unidos y China. Este último país cada vez tiene mayor importancia para el desempeño económico del resto de economías de la región, y en general en el crecimiento de las economías emergentes.

Se espera que en la primera mitad de 2004 continúe el ambiente externo favorable de América Latina que se ha observado desde la segunda mitad de 2003. Esto será posible gracias al mantenimiento de bajas tasas de interés externas, al aumento de los precios internacionales de los productos básicos y al incremento en la demanda externa y de los flujos de capital. Todo esto, aunado al mayor dinamismo de la demanda interna permite prever un crecimiento aproximado de los principales socios comerciales de Colombia⁵ de 4,1%, superior al 1,8% que se estima tuvo la región en 2003. En Venezuela se espera que la economía registre un crecimiento de 6,4% en 2004, en contraste con la fuerte caída del producto en 2003. Aunque las exportaciones de petróleo se han restablecido, hay factores que pueden afectar su dinámica futura como la crisis política, aún no superada, y la inestabilidad macroeconómica. Ecuador, por su parte, crecerá a una tasa de 3,9% según los pronósticos más recientes. El comportamiento futuro de la economía ecuatoriana depende principalmente de la aprobación de reformas económicas y de la producción y exportación de petróleo (Cuadro 6).

Para 2004 se espera que los precios internacionales de los productos básicos mantengan la tendencia ascendente observada en los últimos meses, soportada principalmente en el dinamismo de la economía mundial. Para 2005 se prevé que el precio del crudo descienda con relación al observado este año. Ello se debe a que, aunque se proyecta una mayor demanda, especialmente de China, Japón y los Estados Unidos, resultado de la recuperación económica

⁵ Crecimiento ponderado por las exportaciones totales acumuladas entre enero y octubre de 2003. Son el 78% del total de las exportaciones.

CUADRO 6
PRONÓSTICOS DE CRECIMIENTO
(PORCENTAJES)

	Observada 2002	Pronóstico realizado:			
		8 de Ene. de 2004		8 de Oct. de 2003	
		2003	2004	2003	2004
Países desarrollados					
Estados Unidos	2,4	3,1	4,4	2,6	3,9
Zona del euro	0,8	1,0	2,4	1,0	2,4
Japón	0,3	2,7	2,1	1,9	1,2
América Latina					
Argentina	(11,0)	7,3	5,3	5,5	3,9
Brasil	1,5	0,1	3,4	0,7	3,0
Chile	2,1	3,3	4,6	3,2	4,3
México	0,7	1,2	3,4	1,7	3,6
Perú	5,3	4,0	3,9	3,8	3,7
Ecuador	3,4	2,6	3,9	2,7	3,6
Venezuela	(8,9)	(10,5)	6,4	(12,1)	6,1
Principales socios comerciales de Colombia					
	1,5	1,8	4,1	1,4	3,7

Fuentes: Observado FMI, pronósticos Consensus Forecast, Datastream y cálculos del Banco de la República.

mundial, también se espera un aumento de la producción de Irak y de los países no miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP). Algunos analistas afirman que, dentro de este contexto, la OPEP se podría ver inclinada a reducir sus cuotas de producción en el presente año con el fin de evitar que el precio del crudo se ubique por debajo del nivel inferior de la banda definida⁶. De esta forma, el pronóstico del precio internacional del petróleo para 2004 aumentó levemente con relación a lo esperado hace tres meses, y se proyecta una cotización promedio del mismo con el indicador estadounidense West Texas Intermediate (WTI) entre US\$27 y US\$29 por barril.

Según el informe de noviembre de la Organización Mundial del Café (OIC) se espera que en el año de

cosecha 2003/2004 la producción total se reduzca en 15,5% con relación al año de cosecha anterior, lo que implicaría una producción inferior a la demanda del mercado. De esta forma, se podría observar una reducción de los inventarios que posibilitaría un aumento moderado en el precio del grano durante el año 2004.

B. PROYECCIONES DE BALANZA DE PAGOS, TASA DE CAMBIO REAL Y PRODUCCIÓN DE TRANSABLES

En el Cuadro 7 se presentan los principales supuestos utilizados en las proyecciones de balanza de pagos. Con base en ellos, en 2004 se proyectan 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

⁶ Según el mecanismo de bandas establecido por la OPEP, el precio del crudo debe permanecer entre US\$22 y US\$28 por barril para la canasta de crudos de dicha organización. Estos precios, en el WTI, son equivalentes aproximadamente a US\$25 y US\$30 por barril.

CUADRO 7
ALGUNOS SUPUESTOS DE BALANZA DE PAGOS

	2001	2002	2003	2004	
				Proyección	Variación %
Variaciones anuales (%)					
PIB socios comerciales 1/	1,0	1,5	1,8	4,1	
Inflación externa 2/	1,5	2,4	1,9	1,9	
Niveles					
Precio	Promedios anuales				
Petróleo (US\$ / barril)	23,8	24,2	28,6	28,7	0,2
Café (US\$ / libra)	0,7	0,7	0,7	0,8	9,1
Ferroniquel (US\$ / libra)	1,1	1,1	1,6	1,4	(13,4)
Oro (US\$ / onza troy)	270,0	310,2	352,0	357,5	1,6
Carbón (US\$ / tonelada)	30,9	30,8	28,8	31,6	9,7
Tasa CD a 90 días (%) 3/	3,5	1,7	1,1	1,7	

1/ Crecimiento ponderado por las exportaciones totales acumuladas entre enero y octubre de 2003. Son el 78% del total de las exportaciones del país.

2/ Inflación de los Estados Unidos.

3/ En los Estados Unidos.

Fuente: Banco de la República - SGEE.

producción. El crecimiento proyectado de las exportaciones no tradicionales es coherente con una revaluación nominal promedio de 2,0% en 2004 (4,9% en términos reales) como consecuencia del mayor número de los socios comerciales de Colombia.

A pesar de esta leve revaluación del peso, el tipo de cambio real permanecería en niveles históricamente altos (9,3% por encima del nivel que tenía en 2002). El peso se ha depreciado en términos reales frente a monedas diferentes al dólar, e incluso se ha mantenido la competitividad cambiaria frente a otros países que participan en los mercados de las exportaciones colombianas. 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.

En lo concerniente a la cuenta de capital, en 2004 no se proyectan mejoras sustanciales en los flujos de inversión extranjera directa, mientras que los flujos externos netos de capital del sector público ascenderían a US\$1.273 m, superiores a las del año anterior,

a pesar de las menores amortizaciones de deuda externa pública previstas para el año.

Con respecto a los flujos externos privados (sin IED) se suponen menores salidas netas de capitales por US\$500 m frente a las que tuvieron lugar en 2003 (US\$816 m). 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 pasaría de 1,8% del PIB en 2003 a 2,7% en 2004 (Cuadro 8). Los menores ingresos por exportaciones de petróleo previstos para 2005 (por 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 a partir de 2005 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 tasas, sólo tendría lugar en el segundo semestre del año. En

CUADRO 8
CUENTA CORRIENTE
(MILLONES DE DÓLARES)

	2001	2002 (pr)	2003 (Proy.)	2004 (Proy.)
Saldo 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.

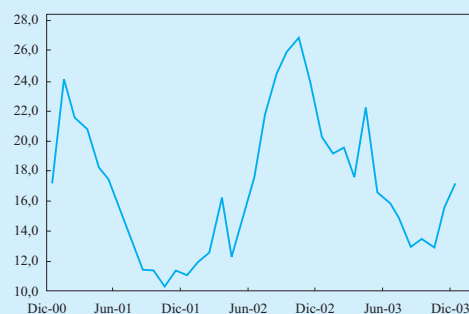
cualquier caso, el bajo nivel actual de las tasas de interés reales en los Estados Unidos y el tamaño de los desequilibrios de sus finanzas públicas y del sector externo permiten prever un ajuste de las tasas sobre los bonos del Tesoro, e introducen un mayor grado de incertidumbre respecto al crecimiento de la economía mundial en el mediano plazo⁷.

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 (más del 90%) de dicho déficit con recursos externos⁸, 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 y en la seguridad interna, producen una apreciación de la tasa de cambio real de equilibrio.

Como se señaló antes, el Banco de la República ha intervenido en el mercado cambiario comprando US\$ 500 m de divisas desde finales de diciembre de 2003 y comienzos de 2004, sin que ello revirtiera la tendencia de la tasa de cambio. La acumulación de reservas en el contexto de un fuerte crecimiento de la base monetaria (Gráfico 28). A pesar de que, como se ilustra más adelante, la demanda de base monetaria ha sido muy inestable en los últimos años, los

GRÁFICO 28
BASE MONETARIA
(TASA DE CRECIMIENTO ANUAL
DEL PROMEDIO MENSUAL)



Fuente: Banco de la República, SGEE.

⁷ Debe señalarse que los bancos centrales de otros países, como Inglaterra y Australia han elevado recientemente sus tipos de interés.

⁸ La programación actual de financiamiento del déficit del sector público combinado indica que de un financiamiento neto total (déficit) de \$ 6,1 b, \$ 5,9 b provendrían de financiamiento externo neto (90% del total).

crecimientos elevados y en el aumento de los agregados monetarios (especialmente los más amplios) podrían dificultar intervenciones adicionales del Banco de la República en el mercado cambiario.

De otro lado, el mejor desempeño esperado de la demanda externa tendrá efectos positivos sobre la producción de bienes transables. La recuperación del precio internacional de los productos básicos estimulará la producción del sector agropecuario (entre otros el cultivo de algodón) y del sector de minas y canteras, y en particular la explotación de carbón y oro. Así mismo, se prevé que la recuperación de las exportaciones hacia Venezuela adicione al crecimiento del sector de la industria manufacturera al menos 0,5 puntos porcentuales. Este efecto se podría contrarrestar, en parte y con algún rezago, por la apreciación del tipo de cambio real.

C. DEMANDA INTERNA Y PRODUCCIÓN DE BIENES NO TRANSABLES

El crecimiento del PIB en 2004 seguirá siendo impulsado por la recuperación de la demanda interna. Se espera que la inversión privada continúe siendo el componente más dinámico y que el consumo de los hogares presente un mejor desempeño frente al observado en los últimos años.

1. Consumo

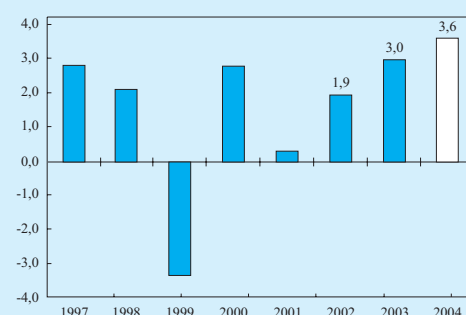
El mayor crecimiento del consumo estará sustentado por el de los hogares. No se espera una contribución significativa del consumo público, ya que se supone que se cumplirá el programa de ajuste fiscal acordado con el Fondo Monetario Internacional (FMI).

El repunte del consumo privado obedecerá a un mejor desempeño de sus fundamentales. Para este año se espera que el ingreso disponible de los hogares con-

tinúe recuperándose (Gráfico 29) como resultado del mayor crecimiento económico esperado (3,8 % o más)⁹, la dinámica generación de empleo y su mejor calidad, el aumento en el salario mínimo real (Gráfico 30), las bajas tasas de interés real y las mayores transferencias del exterior. Este pronóstico tiene en cuenta los mayores impuestos contemplados en la nueva reforma tributaria (cuatro por mil, impuesto al

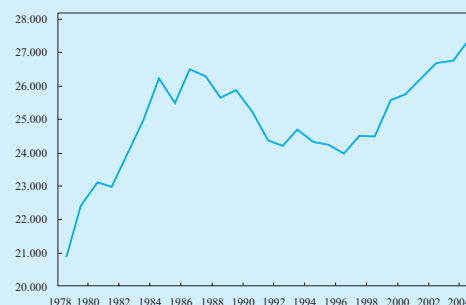
⁹ Aunque el pronóstico de crecimiento utilizando los modelos "satélite" muestran una cifra de 3,8%, no se descarta un crecimiento mayor teniendo en cuenta las tendencias descritas en este informe y el comportamiento de varios indicadores sectoriales a finales de 2003 y durante enero de 2004.

GRÁFICO 29
CRECIMIENTO DEL INGRESO DISPONIBLE REAL
(PORCENTAJE)



Fuente: DIAN, DANE, cálculos del Banco de la República, SGEE.

GRÁFICO 30
SALARIO MÍNIMO REAL
(PESOS DE 1988)



Fuente: DANE y decretos del gobierno nacional.

patrimonio, sobre tasa a la renta y las mayores contribuciones a la seguridad social).

2. Inversión

En 2004 se ha generado un clima favorable para la inversión debido a la mejora en el nivel de confianza y seguridad, al buen desempeño de las utilidades de las empresas (Cuadro 9), al crecimiento de la demanda interna y a las amplias condiciones financieras existentes en la economía (como lo muestra el crecimiento de M3 y el crédito). Además, la inversión aún se encuentra por

debajo de los niveles observados en los últimos años (Gráfico 31). Se espera que las bajas tasas de interés, la recuperación del sistema financiero, las mayores entradas de capitales y las utilidades de las empresas, teniendo en cuenta el incentivo aprobado para la reinversión de utilidades en la reciente reforma tributaria, permitan financiar los nuevos proyectos.

En cuanto a la inversión en edificaciones, la evolución del precio de la finca raíz, el desempeño de las licencias de construcción (Gráfico 32) y el aumento en los nuevos proyectos que se están desarrollando, de acuerdo con el censo de edificaciones, auguran un desempeño

CUADRO 9
RESULTADOS FINANCIEROS DE EMPRESAS
QUE REPORTAN A LA SUPERINTENDENCIA DE VALORES
(MUESTRA DE 116 EMPRESAS NO FINANCIERAS)

	Septiembre		Crecimiento	
	2002 (Millones de pesos)	2003	Nominal (Porcentaje)	Real (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		

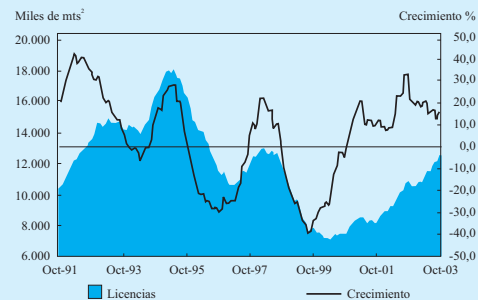
Fuente: Superintendencia de Valores.

GRÁFICO 31
FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO
(ÍNDICES A PRECIOS DE 1994 - DESESTACIONALIZADO)



Fuente: DANE.

GRÁFICO 32
LICENCIAS DE CONSTRUCCIÓN EN MILES DE MTS²
(ACUMULADO ÚLTIMOS 12 MESES)



Fuente: DANE.

bastante dinámico para el subsector en 2004. La composición de las licencias de construcción aprobadas anticipa una mayor intensidad en la construcción de los estratos medio y alto, que generan un mayor valor agregado.

Respecto a las inversiones en bienes de capital, las condiciones están dadas para que siga expandiéndose en 2004. La utilización de la capacidad instalada de la industria manufacturera ha aumentado a lo largo de 2003 reflejando el mayor nivel de actividad económica. La encuesta de opinión industrial conjunta (EOIC) de la ANDI muestra que si bien el mayor problema que enfrentan los empresarios es la falta de demanda, la importancia relativa de ésta se ha reducido a lo largo de 2003, y los inventarios parecen estar en niveles bajos, al tiempo que los pedidos continúan repuntando. Por otra parte, están las perspectivas favorables de la recuperación de las exportaciones hacia Venezuela y la posible firma de un Tratado de Libre Comercio (TLC) con los Estados Unidos a partir de 2005.

3. Producción de bienes no transables

El buen desempeño esperado para la demanda interna seguramente impulsará el crecimiento de los sectores productores de bienes no transables. Para 2004 se prevé que se mantenga la recuperación del PIB de servicios financieros, aunque con una tasa de crecimiento menor que la observada en 2003. Igualmente, el mayor dinamismo del consumo de los hogares contribuirá a la expansión del comercio, sector intensivo en mano de obra. Finalmente, la evolución que presentaron los indicadores de la construcción en los últimos meses de 2003 permite confiar en que ésta seguirá registrando altas tasas de crecimiento a lo largo del presente año.

D. MERCADOS MONETARIO Y CREDITICIO

Las perspectivas de los mercados monetario y crediticio, y su relación con la actividad económica y la

inflación estarán determinadas en el corto y el mediano plazos por los siguientes factores:

- ✧ la dinámica de la demanda agregada en los próximos meses,
- ✧ la política monetaria,
- ✧ el déficit público y su financiamiento, y
- ✧ los flujos de la balanza de pagos.

En primer lugar, el mantenimiento (o la aceleración) del crecimiento de la demanda y el producto en los próximos meses estimularán la demanda de crédito y dinero. En segundo lugar, la mayor disponibilidad de ahorro externo (reflejada, por ejemplo, en la ampliación proyectada del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos) y la reducción anunciada en el déficit público implican un mayor espacio de financiación para la inversión y el consumo privados. Esto se traduciría, entre otras cosas, en mayores recursos prestables por el sistema financiero. El anterior efecto se reforzaría si buena parte del déficit público se financia con fuentes externas.

Si las tasas de interés de corto plazo se mantienen estables o aumentan de forma moderada (como se contempla en el pronóstico macroeconómico en el literal E de este capítulo), las tendencias anteriores implicarían crecimientos de los agregados monetarios y crediticios que serían iguales o mayores que los del PIB.

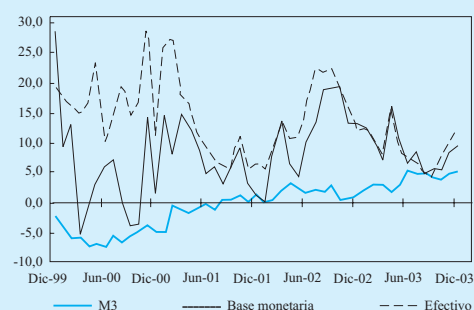
¿Debe ser esto fuente de preocupación, desde el punto de vista del logro de la meta de inflación o de la estabilidad financiera de la economía? En particular, ¿cuán preocupantes son los altos crecimientos registrados y esperados para la base monetaria (16,5% en promedio en 2003 y más de 15,0% en 2004), y para la cartera comercial y de consumo (14,3% y 23,7% en promedio en 2003)?

El crecimiento observado y proyectado de la base monetaria muy por encima del PIB no necesariamente es un motivo de preocupación inmediata sobre la senda futura de la inflación. Como se aprecia en el Gráfico 33, el crecimiento real de la base ha superado en los últimos años el crecimiento del PIB, al tiempo que la inflación ha descendido y la velocidad de M3 se ha mantenido estable. La evolución de la base monetaria se explica fundamentalmente por el comportamiento de la demanda de efectivo. Este último ha sido afectado por la introducción de los múltiples cambios del impuesto a las transacciones financieras. Adicionalmente, la evidencia internacional muestra que la relación entre la base, el PIB y los precios cambia cuando la inflación desciende a niveles de un dígito¹⁰. Por lo tanto, la persistencia de altas tasas de crecimiento de la base monetaria no es suficiente para concluir la presencia de excesos monetarios, toda vez que la demanda de base ha exhibido mucha inestabilidad. El crecimiento de agregados más amplios puede ser más informativo en ese sentido.

En cuanto al crédito, si bien el ritmo de crecimiento de la cartera comercial y de consumo excede el del PIB, la contracción previa de la cartera total hace improbable que los saldos actuales constituyan una amenaza para la estabilidad financiera o para el logro de las metas de inflación. El Gráfico 34 ilustra la diferencia entre la relación cartera / PIB y su tendencia (lineal). Se observa cómo el nivel actual de dicha relación aún se encuentra por debajo de la tendencia. No obstante, es imperativo monitorear de cerca el comportamiento de las variables de crédito y los precios de los activos, con el fin de detectar tendencias que pudieran deteriorar la solidez financiera de los hogares, las empresas o los intermediarios, o que sugirieran la existencia de presiones inflacionarias.

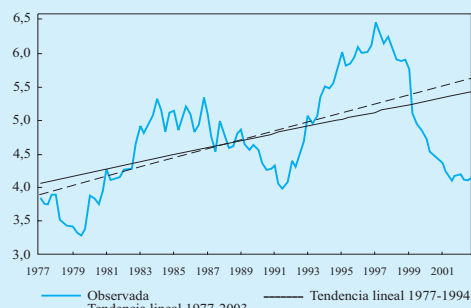
¹⁰ Razzak, W. A. (2001). "Money in the Era of Inflation Targeting", *Banco de la Reserva de Nueva Zelanda*, julio.

GRÁFICO 33
M3, BASE MONETARIA Y EFECTIVO
(CRECIMIENTO PORCENTUAL REAL ANUAL)



Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 34
RELACIÓN DE CARTERA / PIB Y TENDENCIA
(CRECIMIENTO PORCENTUAL REAL ANUAL)



Fuente: Banco de la República.

E. PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN Y OTRAS VARIABLES

En esta sección se presentan los pronósticos de inflación, devaluación y brecha del producto para 2004 y 2005, algunos de los supuestos que sustentan dichos pronósticos y los balances de riesgo que acompañan la proyección central de inflación.

El Banco de la República efectúa los pronósticos de inflación y de otras variables en dos etapas. En la primera, se obtienen pronósticos de corto plazo (PCP)

a uno y dos trimestres a partir de diferentes modelos satélites que tradicionalmente han tenido un alto poder de predicción en este horizonte. En la segunda etapa, se efectúa el pronóstico a largo plazo (tres trimestres en adelante) que sirve de base para la toma de decisiones de política. Como se explicó en el informe de junio pasado, estos pronósticos de largo plazo se obtienen a partir de un modelo central de mecanismos de transmisión (MMT), que proyecta de manera simultánea variables como la brecha del producto, la devaluación y la tasa de interés, y que utiliza los pronósticos de corto plazo como datos exógenos.

El Banco también efectúa pronósticos de mediano plazo para la inflación, utilizando algunos modelos econométricos de tipo estructural, cuyos resultados se “promedian” mediante un método estadístico conocido como Combinación de Pronósticos¹¹. Esta metodología suele ofrecer predicciones con un alto margen de confianza a horizontes de tres y cuatro trimestres. En la presente sección también se muestran dichos resultados.

1. El pronóstico de corto plazo

El PCP, obtenido a partir de modelos “satélite” (mensuales de series de tiempo y de tipo “artesanal” o por componentes), señala que la inflación total se situará en 5,7% y 5,4% para el primero y segundo trimestres, mientras que la inflación sin alimentos estará en 6,0% y 5,6%, respectivamente. Para los alimentos, se espera que la inflación sea de 5,0% tanto en el primero como en el segundo trimestres. En el informe de septiembre, el PCP de la inflación total en marzo de 2004 era de 6,0%.

La reducción de la inflación anual sin alimentos a comienzos de año es algo que ya se ha venido anti-

cipando en los últimos informes de inflación trimestrales y que obedece, entre otras razones, a que durante el primer trimestre de 2003 se presentó un ajuste en los precios más alto de lo usual como consecuencia de la reforma del IVA. Puesto que para 2004 no se prevén choques de esta naturaleza, los reajustes durante el primer trimestre deberían ser menores que los de 2003, permitiendo la reducción de la inflación anual sin alimentos. La reducción del PCP de la inflación sin alimentos también recoge el efecto de la estabilidad del tipo de cambio en el segundo semestre del año pasado y su más reciente apreciación nominal, no prevista en los informes anteriores.

2. La combinación de pronósticos

Utilizando diversos los modelos estructurales uniecuacionales, el método de combinación de pronósticos arroja un resultado de inflación total de 5,8% para finales de 2004, compatible con el rango-meta establecido por la JDBR. Este resultado se obtiene suponiendo que la tasa de interés y la brecha del producto, entre otras variables, sigue una senda similar a la obtenida por el modelo central en su escenario básico.

3. Los resultados del modelo central (MMT)

Es práctica común en la mayoría de bancos centrales que publican informes sobre inflación, y que siguen el esquema de “inflación objetivo”, presentar pronósticos de inflación bajo dos escenarios, uno de tasas de interés flexible y otro bajo el supuesto que las tasas se mantienen constantes por un período determinado. Para este informe se adopta dicha estrategia y se presentan dos escenarios: a) el primero (escenario básico) en el cual se mantiene activa la regla de política y, por lo tanto, la senda de tasas de interés se ajusta para garantizar el cumplimiento de las metas de inflación de largo plazo en un contexto de estabilización del crecimiento, y

¹¹ Castaño, E.; Melo, L. (1998). “Métodos de combinación de pronósticos: Una aplicación a la inflación colombiana”; en Borradores de Economía, *Banco de la República*, No. 109, noviembre.

b) el segundo (escenario alternativo) que presenta los resultados de inflación bajo el supuesto que la tasa de interés de los CDT se mantiene fija en un nivel de 8,0% durante 2004 y 2005.

a. Escenario básico

El análisis presentado en las secciones anteriores de este informe señala cómo la inflación de 2004 y 2005 dependerá de dos factores fundamentalmente: por un lado, del ritmo de crecimiento de la demanda, el cual determinará la velocidad con que se cierre la brecha del producto. De otro, de la intensidad y duración de la apreciación del tipo de cambio. En los informes de trimestres anteriores ya se habían identificado parcialmente estas tendencias, sin embargo, la intensidad con la cual se presentarían es diferente en la actualidad.

Para el crecimiento de 2004, los modelos del Banco arrojan una cifra de 3,8%, mayor que la prevista en septiembre, y que tiene en cuenta la importante aceleración del crecimiento en el segundo semestre de 2003. Sin embargo, es probable que el crecimiento pueda ser mayor teniendo todos los factores favorables identificados en las secciones anteriores y el muy buen desempeño de diversos indicadores sectoriales a finales de año y comienzos de 2004 que no alcanzaron a incluirse en este informe.

El mayor dinamismo de la economía deberá traducirse en un cierre más rápido de la brecha del producto que el considerado en informes anteriores. Así, para finales de 2004 se prevé que la brecha se situaría en -0,8%, cerrándose 1 punto porcentual frente al dato estimado para finales de 2003 y no en 0,4 puntos porcentuales como se esperaba en el informe anterior. Para 2005, el modelo central del Banco estima que la brecha podría cerrarse otros 0,4 puntos porcentuales adicionales. De todas maneras, para ambos años la brecha permanecería en terreno negativo pese al mayor crecimiento, lo cual sugiere que la economía seguiría operando por debajo de su potencial.

Respecto al tipo de cambio nominal, en este informe el modelo central emplea un supuesto de apreciación promedio para todo 2004 de 0,5%, compatible con los pronósticos de balanza de pagos presentados anteriormente. Esta cifra representa un cambio importante frente al informe anterior, en el cual se esperaba una depreciación nominal para el promedio del año.

En cuanto a 2005, en la actualidad se sigue esperando que el tipo de cambio nominal registre una tendencia ascendente como consecuencia, entre otras razones, de los menores ingresos previstos por exportaciones petroleras y del incremento en las importaciones asociado al mayor ritmo de crecimiento económico. De acuerdo con el modelo central, para ese año se observaría una depreciación anual promedio de 7,9%, que significaría una ligera depreciación real.

La mayor estabilidad del tipo de cambio durante 2004 en este informe tiene su contrapartida en un menor incremento esperado en las tasas de interés externa. Para este informe, se supone que la tasa de referencia externa utilizada por el modelo central (certificados de depósitos a 90 días de los Estados Unidos) se sitúe en 1,7% en promedio para este año (frente a 1,9% en el informe anterior). Su nivel a finales de 2003 era de 1,1%. El ajuste en las tasas se presentaría durante el segundo semestre del año, principalmente. La mayor estabilidad en las tasas guarda relación con una menor inflación externa esperada durante 2004 frente a los pronósticos contemplados hace tres meses, siguiendo las cifras de Consensus Forecast (véase Cuadro 7).

Respecto a las expectativas de inflación, no se prevén cambios sustanciales frente a los pronósticos presentados hace tres meses. Así, se espera su reducción gradual a lo largo del año, pero siempre manteniéndose dentro del rango-meta anunciado por la JDBR, como reflejo de la credibilidad de la política monetaria.

Finalmente, tanto en el escenario básico como en el escenario alternativo se incluyen choques transitorios sobre la inflación, como resultado de los

reajustes, por encima de la meta, que se esperan en los precios de los servicios públicos y de la gasolina para 2004. En conjunto, dichos choques se estiman en 66 pb de la inflación anual total para todo 2004 y su efecto directo se sentiría desde comienzos de año y tan solo se empezaría a disipar en 2005. El modelo central supone que el choque en cuestión tiene un efecto permanente sobre la inflación a través de las expectativas y del componente de persistencia, el cual no se hace explícito en este informe.

En el contexto anterior, el modelo central en el escenario básico sugiere para diciembre de 2004 una inflación total de 4,7%, una inflación sin alimentos de 5,0% y una inflación de alimentos de 4,2% (Cuadro 10). En el caso de la inflación total, este resultado es ligeramente menor que el previsto en el informe de septiembre (5,0%). Respecto a la inflación sin alimentos también se presentó una ligera reducción en los pronósticos que se relaciona con la menor depreciación esperada en esta oportunidad y con la corrección a la baja en el PCP según lo explicado anteriormente. Ambos factores compensan las mayores presiones sobre la inflación básica asociadas al crecimiento más alto.

Para 2005, el modelo central pronostica una inflación total y sin alimentos de 4,8%. La estabilización de la inflación en niveles cercanos a 5% está relacionada con la aceleración de la depreciación, esperada para finales de 2004 y todo 2005, y con el cierre adicional de la brecha. Finalmente, para 2006 debería presentarse una reducción adicional de la inflación de cerca de 20 pb (Cuadro 10).

Los anteriores pronósticos de inflación suponen que la tasa de interés de los CDT a 90 días se incrementa en 100 pb durante 2004 y en 90 pb adicionales durante 2005. Dichos incrementos son consistentes con el rango-meta de inflación para 2004 (entre 5% y 6%) y con el compromiso de la JDBR de conducir la inflación a niveles del 3% en el largo plazo, además de minimizar la volatilidad del producto.

b. Escenario alternativo

En este escenario se intenta capturar los efectos que, sobre la inflación y otras variables, podría tener una eventual decisión de la autoridad monetaria, en el sentido

CUADRO 10
RESULTADOS DEL MODELO CENTRAL (MMT)
ESCENARIO BÁSICO
(PORCENTAJE)

	Inflación			Brecha del producto	CDT	Devaluación promedio anual
	Total	Sin alimentos	De alimentos			
Mar-04	5,7	6,0	5,0	(1,5)	8,5	6,4
Jun-04	5,4	5,6	5,0	(1,2)	8,9	0,5
Sep-04	5,1	5,1	5,0	(0,9)	8,9	(1,0)
Dic-04	4,7	5,0	4,2	(0,8)	9,0	(0,5)
Mar-05	5,4	5,3	5,7	(0,6)	9,3	3,1
Jun-05	5,1	5,1	5,1	(0,5)	9,4	5,6
Sep-05	5,0	5,0	5,0	(0,4)	9,6	7,0
Dic-05	4,8	4,8	4,8	(0,4)	9,9	7,6
Mar-06	4,8	4,8	4,8	(0,4)	10,2	6,7
Jun-06	4,7	4,7	4,7	(0,4)	10,5	6,0
Sep-06	4,7	4,7	4,7	(0,5)	10,8	5,5
Dic-06	4,6	4,6	4,6	(0,6)	10,9	5,1

Fuente: Banco de la República.

de mantener inalteradas las tasas de intervención del Banco de la República por dos años consecutivos. Para efectos del pronóstico que aquí se muestra, lo anterior equivale a estimar el modelo central bajo el supuesto que la tasa de CDT a 90 días se mantiene en un nivel de 8% en los próximos ocho trimestres.

Como era de esperarse, dicha postura de la política se traduciría en un cierre de la brecha del producto un poco mayor que el previsto en el escenario básico, durante los primeros años. Así, para finales de 2004 la brecha sería -0,5% y para finales de 2005 sería positiva y de 0,5%, lo que indica que la actividad productiva se situaría por encima de su potencial. En este contexto, la inflación total proyectada para diciembre de 2004 es de 4,8%, no cambiando de manera importante respecto al escenario básico, pero para finales de 2005 sería de 5,1%, superior a la de este. La diferencia respecto al escenario básico es aún mayor en 2006, cuando la inflación total termina en 5,5%, quebrando su tendencia decreciente (Cuadro 11).

El resultado en materia de inflación es consistente con el hecho que la política monetaria tiene efec-

tos sobre la inflación con un rezago superior a dos o tres trimestres. Así, mantener inalteradas las tasas en un comienzo no tiene un costo apreciable en materia de inflación a un año, pero sí afecta la inflación hacia horizontes superiores. Por la misma razón, para retornar a una senda de inflación compatible con la meta de largo plazo de la autoridad monetaria de 3%, el modelo predice incrementos de más de 300 pb en la tasa de interés en el primer trimestre de 2006 y de 500 pb para todo el año. Además, esta estrategia monetaria generaría una mayor volatilidad en el crecimiento como se desprende del hecho que la brecha retornaría a niveles negativos en 2006.

4. Balance de riesgos

A continuación se presenta el resultado de un ejercicio que establece el balance de riesgos para los pronósticos de inflación de 2004 y 2005. Para ello se identificaron algunos de los principales riesgos que podría enfrentar la inflación en estos años, los cuales se enumeran a continuación:

CUADRO 11
RESULTADOS DEL MODELO CENTRAL (MMT)
ESCENARIO CON TASA DE INTERÉS CONSTANTE
(PORCENTAJE)

	Inflación			Brecha del producto	CDT	Devaluación promedio anual
	Total	Sin alimentos	De alimentos			
Mar-04	5,7	6,0	5,0	(1,5)	8,0	6,4
Jun-04	5,4	5,6	5,0	(1,1)	8,0	0,5
Sep-04	5,1	5,1	5,0	(0,7)	8,0	(1,0)
Dic-04	4,8	5,0	4,2	(0,4)	8,0	(0,6)
Mar-05	5,5	5,3	5,8	(0,2)	8,0	2,9
Jun-05	5,2	5,2	5,3	0,1	8,0	5,2
Sep-05	5,2	5,2	5,2	0,3	8,0	6,2
Dic-05	5,1	5,1	5,1	0,5	8,0	6,5
Mar-06	5,2	5,2	5,2	0,7	11,6	5,4
Jun-06	5,3	5,3	5,3	0,4	12,9	4,6
Sep-06	5,4	5,4	5,4	(0,1)	13,5	4,5
Dic-06	5,5	5,5	5,5	(0,6)	13,5	4,8

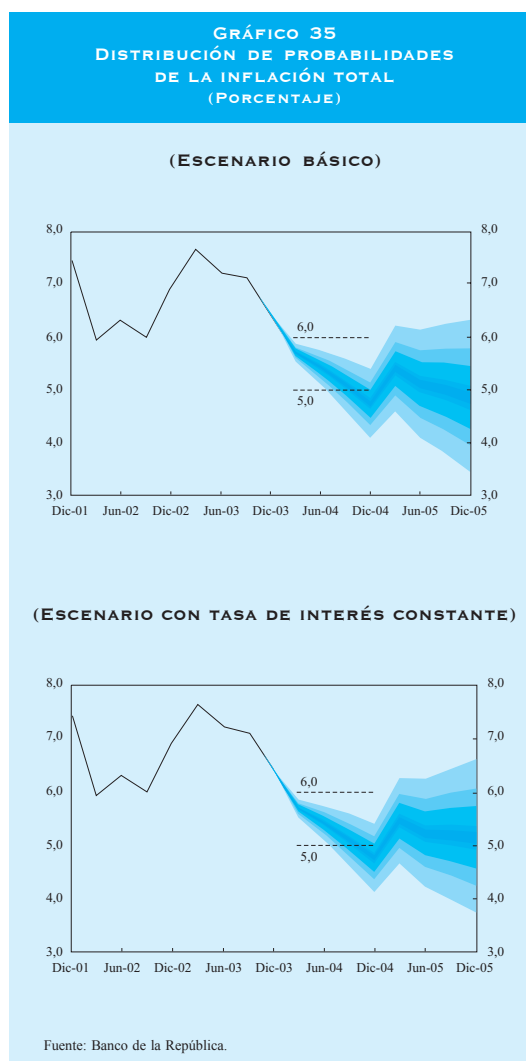
Fuente: Banco de la República.

- i) Ha aumentado la incertidumbre acerca del comportamiento del mercado cambiario para 2004 y 2005.
- ii) Existe la posibilidad de una mayor apreciación del peso en 2004.
- iii) Hay la posibilidad de una reducción más acelerada de la brecha del producto entre 2004 y 2005.
- iv) Puede darse un aumento mayor que los precios internacionales de los commodities en 2004.
- v) Se considera que los choques transitorios por concepto de reajustes de tarifas de servicios públicos y gasolina no enfrentan un sesgo en su incertidumbre asociada.

El balance de riesgo para los escenarios básico y alternativo, presentado a través de la distribución de probabilidades de la inflación (*Fan Charts*), cuantifica los riesgos ya señalados, utilizando procedimientos estadísticos usualmente seguidos por diversos bancos centrales que publican informes de inflación (Gráfico 35). En el Recuadro 2 se ofrece una explicación, con algún detalle, de la forma como el Banco obtiene este indicador.

La distribución de probabilidades de la inflación puede leerse como un intervalo de confianza, con la diferencia que sus resultados pueden presentar sesgo (hacia arriba o hacia abajo) frente al pronóstico central, que en este caso son las sendas de inflación antes señaladas.

Teniendo en cuenta lo anterior, el Cuadro 12 registra las probabilidades asociadas con diferentes rangos



de inflación en cada uno de los escenarios. Los resultados indican que existe una alta probabilidad 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%.

CUADRO 12
PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN
INTERVALOS DE CONFIANZA

	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%]
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.

RECUADRO 2 LAS PROYECCIONES DE INFLACIÓN Y EL DIAGRAMA DE DISTRIBUCIÓN DE PROBABILIDADES

El pronóstico de la inflación, al igual que el de cualquier variable económica, está sujeto a la incertidumbre. Aunque es imposible prever todos los factores que pueden afectar la inflación en el futuro, existen metodologías que permiten tener en cuenta la posibilidad de ocurrencia de eventos que afectarían el pronóstico central. Un enfoque seguido por muchos bancos centrales es cuantificar las probabilidades de que la senda futura de la inflación se encuentre dentro de un rango específico, modificando esas probabilidades de acuerdo con un balance de riesgos que definen los analistas.

Este instrumento se denomina el diagrama de distribución de probabilidades (*Fan Chart* en la literatura internacional), que, como su nombre lo indica, corresponde a una distribución de probabilidad para el pronóstico de inflación. Esta distribución incorpora los juicios subjetivos de los analistas sobre la incertidumbre y los riesgos de los pronósticos de inflación.

¿Qué es el diagrama de distribución de probabilidades (DDP)?

Es un conjunto de bandas de confianza que se construye a partir de una distribución de probabilidad. Esta distribución representa la valoración subjetiva de la evolución de las presiones inflacionarias en el tiempo. Su construcción requiere tres elementos principales: 1) el pronóstico central, 2) el juicio de incertidumbre del pronóstico, y 3) el balance de riesgos.

1) Pronóstico central

Para la construcción del DDP, el Banco de la República establece como visión central el pronóstico de inflación anual del modelo de mecanismos de transmisión (MMT). Gráficamente, la visión central corresponde a la línea central en torno a la cual se construyen las bandas de probabilidad. La senda central puede ser interpretada como la moda de la distribución estadística de los pronósticos.

2) Juicio de incertidumbre

La incertidumbre se refiere a la probabilidad de que ocurran eventos no contemplados en el modelo, que puedan desviar la inflación de la visión central. Para su implementación se debe especificar, para las principales variables del modelo que determinan la inflación, si la incertidumbre que se espera hacia el futuro es mayor o menor que la observada en el pasado (Cuadro). El juicio de incertidumbre puede ser medido a través de diferentes estadísticos como la varianza, el error medio absoluto, o el error cuadrático medio que es el que se utiliza en el Banco de la República.

3) Balance de riesgos

Podría pensarse que los resultados de los pronósticos de inflación se ubican simétricamente alrededor de un valor medio. En realidad, es posible que el error de pronóstico de la inflación esté más concentrado en una dirección que en la otra. Este sesgo o asimetría es lo que se conoce como el

**CUADRO
VARIABLES QUE AFECTAN LA INFLACIÓN**

	Incertidumbre histórica	Juicio de incertidumbre	Juicio de sesgo hacia abajo
Demanda agregada	0,013	0,800	0,40
Inflación de alimentos	0,043	1,000	0,40
Expectativas de inflación	0,004	0,750	0,50
Precios de importados	0,027	1,000	0,30
Choque a la inflación sin alimentos	0,012	1,000	0,50
Expectativas de devaluación	0,090	1,200	0,70

Fuente: Banco de la República.

balance de riesgos. Por ejemplo, la evaluación de los riesgos puede sugerir que es más probable que el resultado final esté por encima de la visión central que por debajo de ésta, resultando en un balance de riesgos hacia arriba. Si, por el contrario, dicha evaluación sugiere que es más probable un resultado inferior a la visión central se tiene un balance de riesgos hacia abajo.

Gráficamente, un balance de riesgos hacia arriba se presenta como una concentración de más del 50% de la masa de probabilidad por encima de la visión central, mientras que un balance de riesgos hacia abajo se presenta como una concentración de más del 50% de la masa de probabilidad por debajo de la visión central. Un balance de riesgos neutral presenta una distribución simétrica de la masa de probabilidad alrededor de la visión central (50% por arriba y 50% por debajo).

El cuadro contiene los valores que se utilizaron en el juicio de incertidumbre y en el balance de riesgos, para la construcción del Diagrama de Distribución de Probabilidades que se mostró en la sección de pronósticos de inflación. La primera columna muestra la incertidumbre histórica del pronóstico de las diferentes variables que afectan la inflación en el modelo. La segunda columna reporta el juicio de la autoridad monetaria sobre los eventos inesperados que pueden afectar las variables que explican la inflación. Así por ejemplo, la incertidumbre histórica sobre la proyección de las expectativas de inflación, medido como el error cuadrático medio del pronóstico, es de 0,004. Sin embargo, la autoridad monetaria considera que la incertidumbre del pronóstico de esta variable podría ser menor que su nivel histórico en un 25%, por lo que el nivel histórico de incertidumbre se pondera por 0,75. Si la autoridad monetaria cree que la incertidumbre del pronóstico de alguna variable no debe cambiar, el ponderador del juicio de la incertidumbre se fija en 1 (como en el caso de la inflación de alimentos).

La tercera columna del cuadro ilustra la construcción del balance de riesgos para las diferentes variables que afectan la inflación. En el caso de la inflación de alimentos, por ejemplo, la autoridad monetaria considera que hay un 40% de probabilidad de que el valor de esta variable sea inferior al valor pronosticado por el modelo. Esto implica que los analistas esperan un “sesgo hacia arriba”, es decir que la inflación de alimentos en 2004 puede ser igual o mayor que el valor pronosticado por el modelo con un 60% de probabilidad.

PROYECCIONES DE ANALISTAS LOCALES Y EXTERNOS SOBRE LAS PRINCIPALES VARIABLES MACROECONÓMICAS

A continuación, se hace una revisión de las proyecciones más recientes efectuadas por analistas locales y extranjeros sobre el crecimiento de la economía en 2003 y de las principales variables de la economía colombiana para 2004. Hay que tener en cuenta que al momento de consultar las proyecciones, los analistas ya conocían la inflación observada a diciembre de 2003.

A. CRECIMIENTO EN 2003

Como lo muestra el Cuadro 1, tanto los analistas extranjeros como los nacionales pronostican, en promedio, que la economía colombiana creció 3,1% en términos reales en 2003. En el informe trimestral pasado se mostró cómo desde enero de 2003, los diferentes analistas han coincidido en pronosticar un crecimiento entre 3,0% y 3,2%.

CUADRO 1
PROYECCIÓN DEL CRECIMIENTO DEL PIB REAL
PARA 2003 1/

Analistas locales	
Revista Dinero	3,0
Suvalor-Corfinansura	3,0
Corfivalle	3,0
ANIF 2/	3,2
Fedesarrollo	3,1
Promedio	3,1
Analistas externos	
Goldman Sachs	3,2
IDEA global	3,5
J. P. Morgan Chase	2,5
Deutsche Bank	3,0
Promedio	3,1

1/ Proyecciones efectuadas en enero de 2004.

2/ Proyecciones efectuadas en diciembre de 2003.

Fuente: informes de analistas.

B. PROYECCIONES PARA 2004

Los analistas subieron ligeramente los pronósticos de inflación para 2004. Como se observa en el Cuadro 2, el promedio de los pronósticos de inflación para el año, realizados por los analistas locales consultados fue de 5,9%, 10 puntos porcentuales por encima del promedio de los pronósticos en septiembre de 2003. Por su parte, los analistas extranjeros previeron, en promedio, una inflación de 6,1% para este año. El aumento frente a lo reportado en el informe anterior fue de 0,6 puntos porcentuales, y corresponde a los ajustes en las proyecciones de los analistas Deutsche Bank y Goldman Sachs.

En materia de crecimiento económico, tanto los analistas nacionales como los extranjeros son conservadores en sus pronósticos para 2004, esperando tasas no muy diferentes a las de 2003. Los analistas nacionales, más optimistas, aumentaron el promedio de sus pronósticos de 3,0% en septiembre de 2003 a 3,5% para este informe. Por su parte, los analistas externos redujeron su pronóstico 10 pb, desde el último informe y prevén un crecimiento de 3,3%, en promedio.

En general, los analistas esperan que 2004 sea un año más ajustado en las cuentas fiscales del sector público consolidado (SPC) que el que acaba de terminar. Así, los analistas locales pronostican un déficit fiscal del SPC de 2,7% del PIB mientras que los externos son aún más optimistas y sitúan el promedio de sus pronósticos para el déficit en 2,6% del PIB. Cabe señalar que la meta prevista con el FMI es de 2,5% del PIB.

En cuanto al resto de las variables, en el último trimestre los analistas locales corrigieron hacia abajo el pronóstico de la DTF de 8,7% a 8,6%, y as su vez, disminuyeron el pronóstico del nivel de la TCRM al final de 2004 a \$3.020 por dólar, lo cual implicaría una devaluación al 31 de diciembre de 2004 cercana al 9%. Finalmente, los analistas nacionales aumentaron, en promedio, sus pronósticos del déficit en cuenta corriente a 2,0% del PIB y sus pronósticos sobre la tasa de desempleo al final de 2004 a 14,4% en el presente informe frente a 14,6% registrado en el de septiembre.

Para destacar, los analistas internacionales son más conservadores con sus pronósticos de devaluación en 2004. Ellos prevén, en promedio, una devaluación del 5,8% al 31 de diciembre del año corriente. Así mismo, pronostican una menor tasa de interés que los analistas internos en 2004 (7,9%).

CUADRO 2
PROYECCIÓN DE LAS PRINCIPALES VARIABLES MACROECONÓMICAS PARA 2004 1/

	Crecimiento del PIB real %	Inflación IPC %	Tasa de cambio nominal (fin de)	DTF nominal 2/ %	Déficit (% del PIB)		Tasa de desempleo %
					Fiscal (SPC)	Cta. Cte.	
Analistas locales							
Revista Dinero	3,4	5,9	2.999	8,0	(2,7)	(2,0)	13,9
Suvalor-Corfinansura	3,5	5,8	3.100	8,4	(2,5)	n.d.	n.d.
Corfivalle	3,3	5,8	2.935	9,0	(2,8)	(2,0)	14,5
ANIF 3/	3,4	6,0	3.100	9,0	(2,8)	(2,0)	15,0
Fedesarrollo	3,9	6,0	2.967	8,5	(2,8)	(1,8)	14,0
Promedio	3,5	5,9	3.020	8,6	(2,7)	(2,0)	14,4
Analistas externos							
Goldman Sachs	3,3	5,9	3.000	8,3	(2,8)	(2,0)	13,4
IDEA global	3,8	5,5	2.900	7,5	(2,8)	(1,6)	12,6
J. P. Morgan Chase	3,3	6,3	n.d.	n.d.	(2,3)	(2,5)	n.d.
Deutsche Bank 4/	2,8	6,5	2.905	8,0	(6,8)	(2,4)	14,6
Promedio	3,3	6,1	2.935	7,9	(2,6)	(2,1)	13,5

SPC: Sector público consolidado.

n.d. No disponible.

1/ Proyecciones efectuadas en enero de 2004.

2/ Promedio del año.

3/ Proyecciones efectuadas en diciembre de 2003.

4/ El dato del Deutsche Bank para déficit fiscal corresponde al GNC, no se incluye en el promedio.

Fuente: Informes de analistas.

Este Informe fue preparado
por la Subgerencia de Estudios Económicos
del Banco de la República.
Editado y diagramado por la Sección de Publicaciones del
Departamento de Comunicación Institucional
e impreso por ???????.
en febrero de 2004.