

BANCO DE LA REPÚBLICA



INFORME SOBRE  
**INFLACIÓN**

JUNIO DE 2004



# INFORME SOBRE INFLACIÓN

---

J U N I O   D E   2 0 0 4

BANCO DE LA REPÚBLICA

ISSN - 1657 - 7973

# CONTENIDO

RESUMEN: LA SITUACIÓN INFLACIONARIA A JUNIO Y SUS PERSPECTIVAS	5
<b>I. LA SITUACIÓN ECONÓMICA ACTUAL</b>	11
A. CONTEXTO EXTERNO, TIPO DE CAMBIO Y PRODUCCIÓN DE TRANSABLES	12
B. DEMANDA INTERNA Y PRODUCCIÓN DE NO TRANSABLES	17
C. FACTORES DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN	19
D. SITUACIÓN INFLACIONARIA EN EL SEGUNDO TRIMESTRE	26
RECUADRO 1: ¿QUÉ EXPLICA LA DINÁMICA DEL CRÉDITO EN COLOMBIA?	29
<b>II. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS</b>	31
A. CONTEXTO EXTERNO Y LA PRODUCCIÓN DE TRANSABLES	31
B. DEMANDA INTERNA Y CRECIMIENTO ECONÓMICO	35
C. PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN	38
RECUADRO 2: INCIDENCIA DEL AUMENTO EN EL PRECIO DEL PETRÓLEO EN LA ECONOMÍA COLOMBIANA	45
PROYECCIONES DE ANALISTAS LOCALES Y EXTERNOS SOBRE LAS PRINCIPALES VARIABLES MACROECONÓMICAS	49
<b>DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS TRES MESES</b>	51

## LA SITUACIÓN INFLACIONARIA A JUNIO Y SUS PERSPECTIVAS

- ✦ El contexto externo sigue impulsando el crecimiento en Colombia a través de una mayor demanda externa y de términos de intercambio favorables. La actividad económica mundial continuó fortaleciéndose liderada por la economía de los Estados Unidos y, en menor grado, la de Japón y China. En el caso de Venezuela y Ecuador, los principales socios comerciales de Colombia en la región, el crecimiento siguió acelerándose gracias a los elevados precios del petróleo. Para los próximos meses, y en el mediano plazo, se espera que la economía mundial siga expandiéndose a un buen ritmo.
- ✦ En algunos países esta situación ha venido acompañada del resurgimiento de presiones inflacionarias, que aumentan la probabilidad de que los bancos centrales incrementen sus tasas de interés. Hasta el momento, todo hace prever que el alza de las tasas de interés se realizará de manera gradual en el caso de los Estados Unidos, sin afectar significativamente su dinámica de crecimiento, y sin elevar considerablemente los costos de financiamiento de los países emergentes.
- ✦ El dinamismo de la economía mundial y las tendencias favorables de los términos de intercambio han tenido efectos favorables para Colombia, especialmente en materia de exportaciones. El crecimiento de las exportaciones tradicionales se ha acelerado, especialmente por el repunte de las de café, ferroníquel y carbón. Las exportaciones no tradicionales también han registrado un aumento importante gracias a la recuperación de la demanda venezolana, y al buen comportamiento de las de origen industrial dirigidas a los Estados Unidos, no obstante la tendencia de la tasa de cambio real en el primer semestre de 2004. Esta evolución de las exportaciones y las condiciones externas favorables en general han contribuido a un buen dinamismo de los sectores transables, que crecieron 4% en el primer trimestre del año.
- ✦ A nivel interno, tienden a consolidarse la mayor confianza de consumidores e inversionistas y las mejores condiciones de empleo, estimulando la recuperación de la demanda privada, en particular la del consumo. El crecimiento de esta variable en el primer trimestre de este año (4,6%) ha sido el mayor desde 1995. A ello se suman las bajas tasas de interés real y el aumento del ingreso disponible a ritmos aún mayores que los del PIB. En estas condiciones, la demanda interna en los últimos tres trimestres creció en promedio a una tasa anual de 4,8%, por encima del promedio de los últimos 10 años y del que ha tenido la economía desde 1990 (cercano al 3,5%).
- ✦ En este contexto, la inflación al consumidor ha fluctuado alrededor de 6,0%, con algunos sobresaltos transitorios generados por choques de oferta y precios de bienes y servicios regulados. Una vez se excluyen estos choques de oferta, la inflación resultante no presenta modificaciones importantes, lo cual confirma los pronósticos del informe anterior. La inflación básica se mantuvo en niveles ligeramente inferiores al 6,0% durante el segundo trimestre del año, ello sigue obedeciendo a dos tendencias opuestas: por una lado, la reducción de la inflación de transables

gracias a la apreciación acumulada del tipo de cambio y, por otro, el lento incremento de la inflación de no transables, explicado principalmente por el aumento de la inflación de arriendos.

- ✦ Los indicadores disponibles muestran que la economía aún presenta excesos de capacidad productiva y que esta situación probablemente se mantendrá el resto del año. En este sentido, puede afirmarse que las presiones inflacionarias de demanda han permanecido contenidas en el primer semestre de 2004. Sin embargo, dado que la brecha de producto continuará cerrándose, la probabilidad de que surjan dichas presiones deberá ir en aumento. Debe tenerse en cuenta que las estimaciones de la brecha del producto suelen estar acompañadas de un alto grado de incertidumbre. Lo cual obliga a su reestimación periódica en la medida que se incorpora información más reciente.
- ✦ Aunque a nivel global no se observan presiones de costos, éstas sí pueden estar presentes en algunos sectores como la construcción, donde se aceleraron en los últimos meses. Respecto a los salarios, el indicador de costo laboral unitario para la industria no parece indicar presiones sobre los precios.
- ✦ En términos generales no hay indicios fuertes que muestren un repunte de las expectativas inflacionarias durante el primer semestre de 2004. Aún así, la tendencia decreciente que venían registrando después del importante aumento que tuvieron en 2002 y 2003, parece haberse moderado o incluso detenido.
- ✦ De otro lado, la apreciación de la moneda en lo corrido del año, se explica por la mejora en los términos de intercambio, el dinamismo de la demanda externa y por mayores flujos de capital públicos y privados. Estos factores probablemente estarían presentes en los próximos trimestres y, eventualmente, harían posible una depreciación moderada en 2005. En este contexto, la Junta Directiva del Banco de la República consideró conveniente reforzar la posición de liquidez externa del país a través de la intervención en el mercado cambiario, efectuando subastas de acumulación de divisas por US\$850 millones (m) entre abril y julio del presente año, de las cuales se ejercieron US\$600 m. Dicha intervención ha sido coherente con la postura de la política monetaria, en la medida que no se ha traducido en cambios indeseados de las tasas de interés del Banco.
- ✦ Como se desprende de las anteriores consideraciones, la situación actual y las perspectivas de la macroeconomía no distan sustancialmente del diagnóstico presentado en el pasado informe trimestral. Las principales diferencias tienen relación con la existencia de choques de oferta mayores que lo esperado en 2004, y con la proyección de un menor tipo de cambio en 2004 y 2005. El pronóstico de inflación no varía significativamente respecto al del informe anterior debido a que los efectos de estas dos innovaciones se compensan en 2005. Para 2004, sin embargo, la inflación este año terminaría muy cerca del techo del rango-meta.
- ✦ En el informe anterior se afirmaba que las perspectivas de la inflación para el mediano y largo plazos dependían de dos factores fundamentales: la evolución de la tasa de cambio y la velocidad de cierre de la brecha del producto. Aunque el informe actual sugiere que estos dos factores siguen siendo importantes, la presencia de choques de precios regulados y de alimentos mayores que lo esperado sugiere prestar especial atención a la evolución futura de las expectativas de inflación.
- ✦ El aumento en el pronóstico de inflación para diciembre de este año, debido a los mayores ajustes de precios de alimentos y regulados, podría hacer que las expectativas de inflación permanecieran en niveles cercanos a 6,0% incluso durante una parte de 2005. A ello se suma una reducción prevista en los excesos de capacidad productiva en los próximos trimestres y posibles

incrementos en los costos de producción por los mayores precios de las materias primas importadas.

- ✦ En este contexto, el modelo central de pronóstico mantiene los requerimientos de aumento en las tasas de interés hacia el futuro, para evitar que la inflación supere el 6,0% y para facilitar su convergencia a las metas de largo plazo. El quiebre en las tendencias de las tasas domésticas estaría acorde con el nuevo escenario internacional y con el proceso de normalización de la actividad productiva. Dada esta senda de tasas de interés, el modelo central del Banco proyecta una inflación decreciente para 2005 y 2006. Estos pronósticos de largo plazo suponen que la inflación de alimentos converge a la inflación sin alimentos a finales del próximo año, y no contemplan el efecto de una posible modificación al régimen del IVA en 2005.
- ✦ Como es usual, hay considerables riesgos que afectan los anteriores pronósticos: en 2004 la apreciación podría exceder la prevista en el escenario central contribuyendo al logro de una inflación más baja en este año, mientras que en 2005 el sesgo podría ser hacia una mayor depreciación, dados los riesgos que pesan sobre la inflación mundial y las tasas externas. La brecha podría cerrarse más rápido de lo previsto como lo sugieren los datos más recientes sobre la actividad real. Se debe señalar que aunque la estimación del nivel actual de la brecha de producto es incierta, en el informe actual se le asigna la misma probabilidad a que puede estar subestimada o sobre-estimada. Además, algunos aumentos de precios en lo que resta de 2004 pueden ser mayores que los esperados, especialmente de alimentos y combustibles. Finalmente, los costos de producción podrían aumentar más de lo previsto, tanto por mayores precios internacionales como la posible aparición de cuellos de botella en algunos sectores.
- ✦ Con base en este balance de riesgos, puede afirmarse que la inflación para finales 2004 tiene una menor posibilidad de situarse por debajo de 6,0% que hace un trimestre. Sin embargo, la probabilidad de que la inflación se sitúe por debajo de 5,5% para 2005 aumentó ligeramente con respecto a los resultados anteriores.
- ✦ Tomando en cuenta las anteriores consideraciones, la Junta Directiva del Banco de la República mantuvo inalteradas sus tasas de interés de intervención durante el segundo trimestre de 2004. Si bien la Junta confía en el cumplimiento de la meta de inflación de este y el próximo año, seguirá atenta a la evolución de los precios en los meses siguientes para adoptar las medidas que sean necesarias. De la misma manera, buscará que la postura de su política monetaria esté acorde con el nuevo escenario internacional y el proceso de normalización de la actividad productiva.

Junta Directiva del Banco de la República



# INFORME SOBRE INFLACIÓN

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



GERENCIA TÉCNICA

José Darío Uribe E.

**Gerente**

SUBGERENCIA DE ESTUDIOS ECONÓMICOS

Hernando Vargas Herrera

**Subgerente**

DEPARTAMENTO DE PROGRAMACIÓN E INFLACIÓN

Juan Mauricio Ramírez Cortés

**Director**

SECCIÓN DE INFLACIÓN (\*)

Adolfo León Cobo Serna

**Jefe**

Edgar Caicedo García

Luisa Fernanda Charry

Luz Adriana Flórez Flórez

Alejandro Reyes González

José Luis Torres Trespalacios

Andrés Mauricio Velasco Martínez

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



# I. LA SITUACIÓN ECONÓMICA ACTUAL

*En el segundo trimestre la economía siguió creciendo conforme a lo esperado. Sin embargo, la inflación superó los pronósticos debido a los choques de oferta.*

El crecimiento económico en Colombia siguió consolidándose en el primer semestre de 2004, gracias a factores externos e internos. A nivel externo, se mantuvo la expansión de la economía mundial, permitiendo un crecimiento mayor que el previsto, tanto en los términos de intercambio como en la demanda de los principales socios comerciales del país. Aunque el crecimiento mundial y los altos precios de las materias primas han hecho repuntar la inflación en los Estados Unidos y otras economías, generando expectativas de mayores tasas de interés, esta circunstancia aún no ha afectado adversamente los flujos de capital. Así, la tasa de cambio nominal se ha apreciado, reflejando una importante oferta acumulada de divisas por parte del sector real. Esta oferta de divisas, originada tanto en factores asociados a la cuenta corriente como en mayores operaciones netas de capital del sector privado, ha sido adquirida en una alta proporción por el Banco de la República, a través del ejercicio de opciones de acumulación.

A nivel interno, la mayor confianza de consumidores y empresarios, la mayor estabilidad laboral y el aumento en el ingreso disponible continúan permitiendo la recuperación de la inversión privada, y, más recientemente, del consumo de los hogares. En este contexto, la inflación al consumidor ha fluctuado alrededor de 6,0%, con algunos sobresaltos transitorios generados por choques de oferta y precios de regulados. Los excesos de capacidad productiva mantienen controlada la inflación de bienes y servicios de no transables y la apreciación ha contribuido a la reducción de la inflación de transables. Estas dos tendencias hicieron posible que la inflación básica se redujera nuevamente en el segundo trimestre y se situara por debajo de 6,0%. Los indicadores disponibles muestran que la economía todavía presenta excesos de capacidad productiva y que muy probablemente esta situación se mantendrá el resto del año. En este sentido, puede afirmarse que las presiones inflacionarias de demanda han permanecido contenidas en el primer semestre del año. Sin embargo, dado que la brecha continuaría cerrándose, también aumentaría la probabilidad de que surjan.

*El crecimiento económico en Colombia siguió consolidándose en el primer semestre de 2004, gracias a factores externos e internos.*

*La solidez de la demanda ha conducido a un repunte de la inflación en varias economías desarrolladas que ha llevado a los mercados a revisar al alza sus expectativas de tasas de interés.*

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

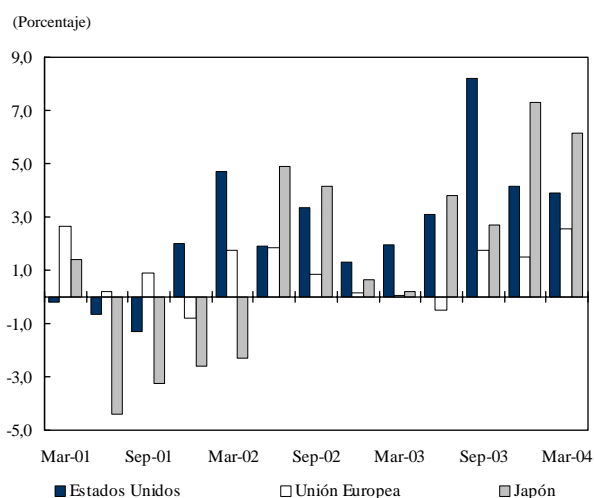
Como se previó en el informe de marzo, durante el segundo trimestre del año la actividad económica mundial continuó fortaleciéndose liderada por el crecimiento de los Estados Unidos y, en menor medida, del Japón y de la China. El mayor crecimiento económico ha continuado presionando los precios internacionales de buena parte de las materias primas, llevándolos a niveles superiores a los observados en informes anteriores, especialmente en el caso de los combustibles.

Esta situación, y la solidez que demuestra la demanda han conducido a un repunte sorpresivo de la inflación en varias economías desarrolladas que ha llevado a los mercados a revisar al alza sus expectativas de tasas de interés internacionales para lo que resta del año y para 2005. Confirmando estas tendencias, las autoridades monetarias de los Estados Unidos han efectuado un incremento moderado en sus tasas de interés de referencia después de varios años de reducciones, dejando entrever la necesidad de incrementos adicionales hacia el futuro próximo. Ello daría fin a un período de amplia liquidez internacional y de tasas de interés históricamente bajas.

En materia de crecimiento mundial, en los últimos seis meses sobresale el dinamismo de la economía de los Estados Unidos. Para el primer trimestre de 2004 en particular, la economía norteamericana presentó un crecimiento real (trimestral anualizado) de 3,9%, el cual estuvo impulsado por la mayor demanda interna, incluida la mejora en la inversión privada. Información más reciente como la reducción del índice de producción industrial en 0,3% (anual) respecto a mayo y la caída de la utilización de capacidad instalada entre mayo y junio (de 77,6% a 77,2%) podría sugerir una tasa de crecimiento un poco menor que la esperada hace tres meses, en parte como efecto del aumento de costos por los altos precios de los combustibles. Sin embargo, el desempeño en lo transcurrido del año ha sido bueno, alejando las posibilidades de una recaída y situando la economía en una nueva fase de expansión (Gráfico 1).

GRÁFICO 1

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



Fuente: Datastream.

A la fortaleza de la economía norteamericana se suma la del Japón, cuyo crecimiento se ha mantenido vigoroso sorprendiendo positivamente a los mercados. Para el primer trimestre, su crecimiento real fue de 6,1% (trimestre anualizado), impulsado por la demanda externa generada en los Estados Unidos y China, y por el mejoramiento de la demanda interna.

Con relación a las economías desarrolladas, la zona del euro sigue siendo la que presenta un menor dinamismo, y su recuperación se está dando de manera más gradual que en los Estados Unidos y Japón. Para el primer trimestre de 2004, el crecimiento (trimestre anualizado) fue de 2,5%, el cual estuvo sustentado por el incremento en el consumo

privado y en el de las exportaciones. De acuerdo con el Banco Central Europeo (BCE), la actividad industrial creció a un ritmo más vigoroso en el primer trimestre, lo que permite confiar en un crecimiento continuo, aunque más moderado, en los próximos trimestres. Los aspectos críticos siguen siendo la debilidad de la inversión y la alta tasa de desempleo (9% en mayo y sin cambios con respecto al mes anterior).

El mayor dinamismo de las economías desarrolladas continuó favoreciendo el crecimiento de las economías emergentes, en especial de las asiáticas. En esta región, la economía china continuó mostrando un crecimiento robusto y siguió desempeñando un papel de liderazgo a pesar de las medidas tomadas por las autoridades económicas para frenar el aumento de la inflación. Los últimos indicadores registran un crecimiento para este país de 9,6% para el segundo trimestre de 2004 y se estima que la política de estabilidad tendría un impacto menor sobre el crecimiento del año completo.

Por su parte, América Latina tampoco ha permanecido ajena a las buenas noticias en materia de crecimiento. La región continuó fortaleciéndose gracias a la mayor demanda externa y a los mejores precios internacionales. Adicionalmente, los bajos niveles de tasas de interés externas siguen impulsando la entrada de flujos de capital extranjero y el financiamiento de las economías emergentes.

Aunque a finales del mes de abril y mayo los *spreads* de los mercados emergentes se incrementaron ante los anuncios de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) de aumentos en las tasas de interés, ha habido correcciones a la baja en las semanas sucesivas. Con todo, el EMBI+ de las economías de la región, con excepción de Chile, registró un incremento importante durante el trimestre (Gráfico 2 y Cuadro 1).

El comportamiento del tipo de cambio a lo largo del trimestre, en la mayoría de países latinoamericanos, estuvo asociado muy de cerca a la evolución de los

GRÁFICO 2

PRIMA DE RIESGO-PAÍS  
EMBI+ PAÍSES LATINOAMERICANOS



Fuente: Bloomberg.

CUADRO 1

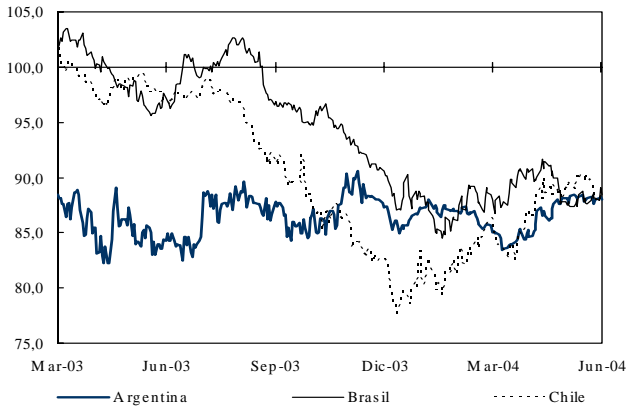
VARIACIÓN TRIMESTRAL Y MENSUAL DEL EMBI+ EN EL PERÍODO  
(PUNTOS BASE)

	Colombia	Brasil	México	Argentina	Chile (*)
<b>II Trim. 2004</b>	107	89	32	358	(8)
Abril	52	105	17	(211)	1
Mayo	90	36	6	332	0
Junio	(35)	(52)	9	237	(9)

(\*) Chile no tiene EMBI+, por lo tanto se utiliza el EMBI global.  
Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO 3

ÍNDICE DE LA TASA DE CAMBIO NOMINAL  
ARGENTINA, BRASIL Y CHILE  
(1 DE ENERO DE 2003 = 100)



Fuente: Datastream.

spreads, correlación que fue especialmente notoria durante la última semana de abril y gran parte del mes de mayo. Después de depreciarse en abril y mayo, las monedas regionales tendieron nuevamente a apreciarse, especialmente en el caso de Brasil, Chile, Colombia y Argentina (gráficos 3 y 4).

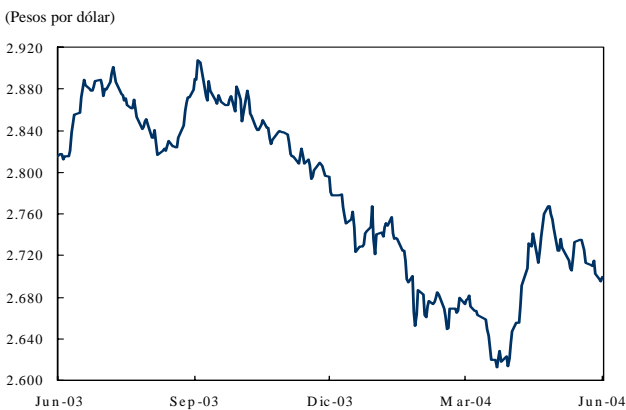
En el caso de Venezuela y Ecuador, los principales socios comerciales de Colombia en la región, el crecimiento continuó acelerándose favorecido por los altos precios del petróleo. De particular importancia resulta el caso de Venezuela, cuyo crecimiento en el primer trimestre de este año fue de 8,6%, superior a lo esperado. A pesar de lo anterior, durante la primera mitad del año persistió la incertidumbre ligada a acontecimientos políticos, en especial por el resultado del referendo revocatorio del actual Gobierno. En cuanto a Ecuador, en la primera mitad del año el crecimiento sigue siendo satisfactorio (5,9% en el primer trimestre), aunque también prevalece una alta incertidumbre, asociada en este caso a la estabilidad fiscal dado el trámite que han seguido varias leyes en el Congreso de la República (el aumento en el pago de las pensiones ya aprobada y el congelamiento de la discusión sobre la Ley de hidrocarburos).

De otra parte, el acontecimiento más importante en los últimos meses en el contexto externo ha sido la aparición de señales inflacionarias en la economía de los Estados Unidos. En el *Informe sobre Inflación* de marzo se consideraba que si se mantenían la recuperación económica y los precios altos del petróleo, terminarían afectando la inflación. Sin embargo, se consideraba que esto sucedería de manera muy gradual, dado que hasta marzo ésta había permanecido estable en niveles muy bajos, y que en ese entonces los signos de deflación no habían desaparecido completamente.

No obstante, los acontecimientos del segundo trimestre han implicado un quiebre brusco en las expectativas del mercado. En estos tres meses la inflación total de 12 meses en los Estados Unidos se incrementó en 160 puntos básicos (pb), superando todas las previsiones. El incremento ha sido mucho mayor en el indicador de inflación total, dado el peso que en ella tiene el precio de los combustibles, pero también se ha evidenciado en la inflación básica que excluye estos precios (Gráfico 5).

GRÁFICO 4

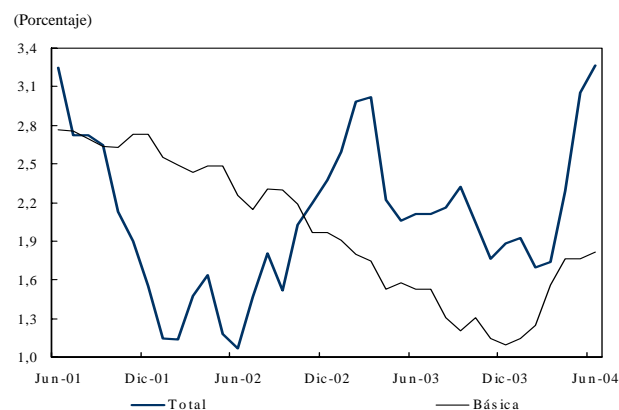
TASA REPRESENTATIVA DEL MERCADO



Fuente: Banco de la República.

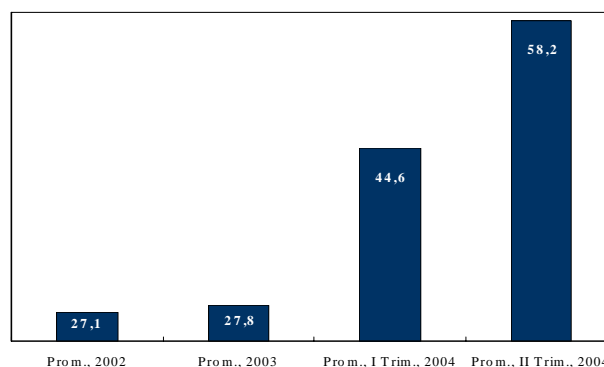
GRÁFICO 5

INFLACIÓN ANUAL DE LOS ESTADOS UNIDOS  
(ÚLTIMOS 12 MESES)



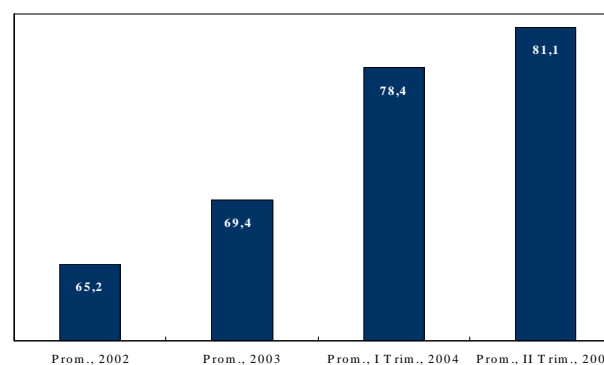
Fuente: Datastream.

**PRECIOS INTERNACIONALES DEL CARBÓN**  
(DÓLARES / TONELADA MÉTRICA)



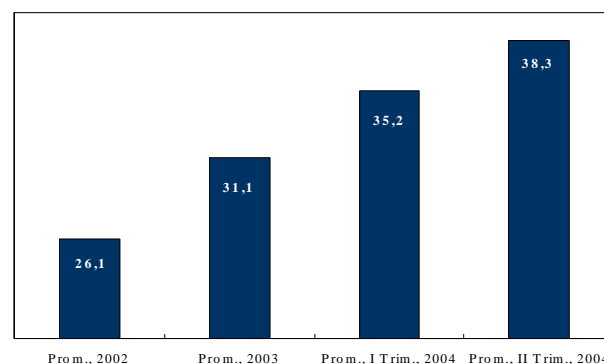
Fuente: Banco Mundial (Pinksheet).

**PRECIOS INTERNACIONALES DEL CAFÉ**  
(CENTAVOS DE DÓLARES / LIBRA)



Fuente: Datastream.

**PRECIOS INTERNACIONALES DEL PETRÓLEO WTI**  
(DÓLARES / BARRIL)



Fuente: Bloomberg.

Como ya se mencionó, detrás del incremento en la inflación está la fortaleza que exhibe la demanda mundial y la economía estadounidense, aunque también se encuentra el aumento en el precio de las materias primas y de los combustibles, impulsado, en parte, por la expansión de la economía china. A finales del segundo trimestre, los precios internacionales de los productos básicos se mantenían en niveles superiores a los previstos hace tres meses. Este ha sido el caso de los precios del carbón, café y petróleo, de especial relevancia para la economía colombiana (gráficos 6, 7 y 8).

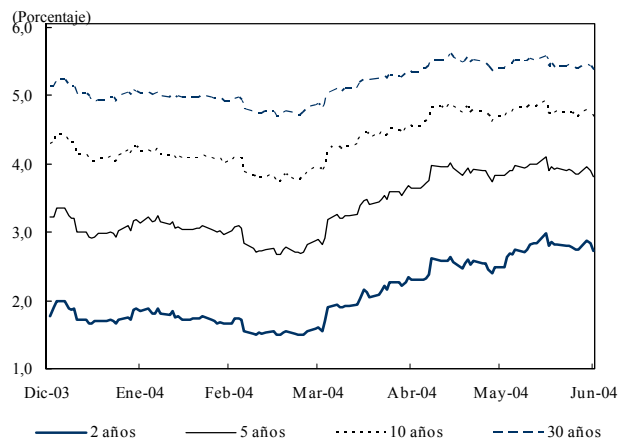
En particular, la cotización del petróleo continuaba superando la barrera de los US\$40 por barril durante el mes de julio a pesar del incremento en la producción de los Países Exportadores de Petróleo (OPEP), incluido Iraq a 28,8 millones (m) de barriles por día. La razón para que los precios se hayan sostenido en niveles altos radica, en parte, en la baja disponibilidad de inventarios (que, aunque han aumentado continúan siendo menores que los esperados) y también en los pocos excesos de capacidad existentes. Estas circunstancias generan incertidumbre sobre la capacidad de reacción de la oferta frente a algún choque.

A su vez, la mayor inflación ha implicado un cambio en la postura de la política monetaria de la Fed, generando incertidumbre sobre la rapidez y la magnitud de los posibles incrementos de la tasa de interés de referencia. De hecho, las tasas de interés de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos sobrerreaccionaron inicialmente ante la perspectiva de ajustes fuertes. Sin embargo, recientemente ha tenido lugar cierta reducción especialmente en los plazos más largos (Gráfico 9). En la actualidad las tasas de interés de mediano y largo plazos de los bonos del tesoro de los Estados Unidos se encuentran entre 50 pb y 75 pb por encima del nivel de marzo, magnitud similar a la que se espera que aumenten las tasas de la Fed en este año.

El dinamismo de la economía mundial y las tendencias favorables de los términos de intercambio han tenido efectos favorables para Colombia, especialmente en materia de exportaciones. El crecimiento de las tradicionales se ha acelerado y al mes de abril

**GRÁFICO 9**

**TASA DE INTERÉS DE LOS BONOS DE LOS ESTADOS UNIDOS**



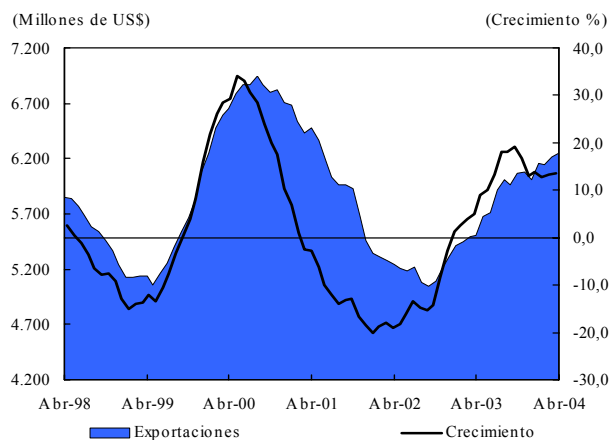
Fuente: Datastream.

estaba cercano a 13,5% para el acumulado a 12 meses (Gráfico 10). De especial importancia ha sido el repunte de las exportaciones de café con un crecimiento de 19,3% a abril (año corrido), mientras que las exportaciones de petróleo crecían 4,9%, y las de carbón se encontraban en niveles históricamente altos.

En cuanto a las exportaciones no tradicionales, también se ha registrado un aumento importante gracias a la recuperación de la demanda venezolana y al buen comportamiento de las exportaciones industriales a los Estados Unidos, no obstante la tendencia de la tasa de cambio real en el primer semestre de 2004 (gráficos 11 y 12). Esta evolución de las exportaciones, y las

**GRÁFICO 10**

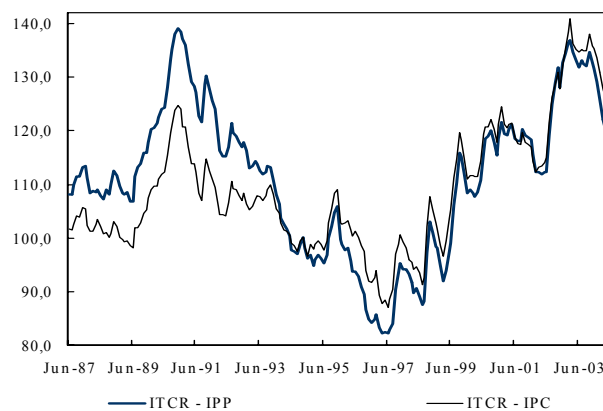
**EXPORTACIONES TRADICIONALES (ÚLTIMOS 12 MESES)**



Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE).

**GRÁFICO 12**

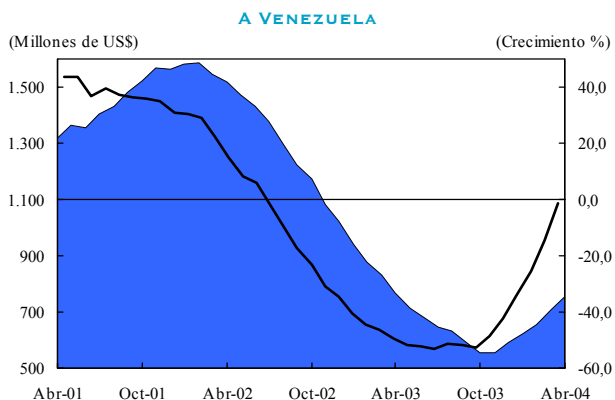
**ÍNDICE DE LA TASA DE CAMBIO REAL (1994 = 100)**



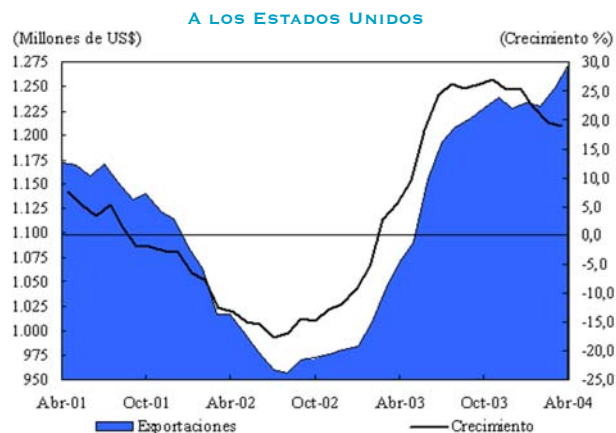
Fuente: Banco de la República.

**GRÁFICO 11**

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



Fuente: DANE.



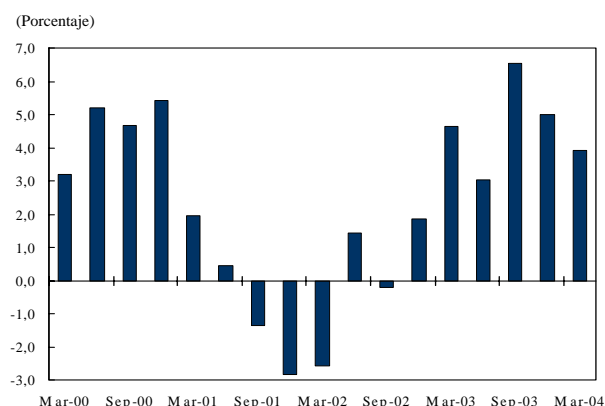
condiciones externas favorables en general, han contribuido a un buen dinamismo de los sectores transables que crecieron 3,9% en el primer trimestre del año (Gráfico 13).

## B. DEMANDA INTERNA Y PRODUCCIÓN DE NO TRANSABLES

En cuanto a la demanda interna, ésta ha continuado ganando dinamismo. En los últimos tres trimestres (a marzo) creció en promedio a una tasa anual de 4,8%, por encima del promedio de los últimos 10 años (2,4%) y del que ha tenido la economía desde 1990 (3,5%). El primer trimestre de 2004 (la cifra más reciente dada a conocer por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) no registró cambios en esta tendencia (Cuadro 2).

El mejor desempeño de la demanda interna en los últimos trimestres fue posible gracias al buen comportamiento de la inversión privada, tanto por la construcción de carácter privado como por la inversión en maquinaria y equipo. Recientemente, el consumo de los hogares también ha empezado a jugar un papel importante. Su crecimiento en el primer trimestre de este año (4,6%) ha sido el mayor desde 1995 (Cuadro 2). Esta recuperación es consistente con los mayores

CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB DE TRANSABLES



Fuente: DANE.

PIB POR EL LADO DE LA DEMANDA  
(VARIACIÓN PORCENTUAL REAL ANUAL)

	2001	2002 (pr)	2003 (pr)	I Trim. 2004 (pr)
<b>Producto interno bruto</b>	1,5	1,8	3,9	4,1
Importaciones totales	6,8	0,3	9,7	5,3
<b>Total oferta final</b>	2,2	1,5	4,8	4,3
Consumo final	2,3	1,7	2,1	4,0
Hogares (*)	2,7	2,0	2,3	4,6
Gobierno	1,1	0,6	1,2	2,2
Formación bruta de capital	1,9	9,4	19,4	9,0
Formación bruta de capital fijo	8,5	9,2	13,7	10,8
Subtotal: demanda final interna	2,2	2,8	4,7	4,8
Exportaciones totales	2,4	(4,6)	5,6	1,1
<b>Total demanda final</b>	2,2	1,5	4,8	4,3

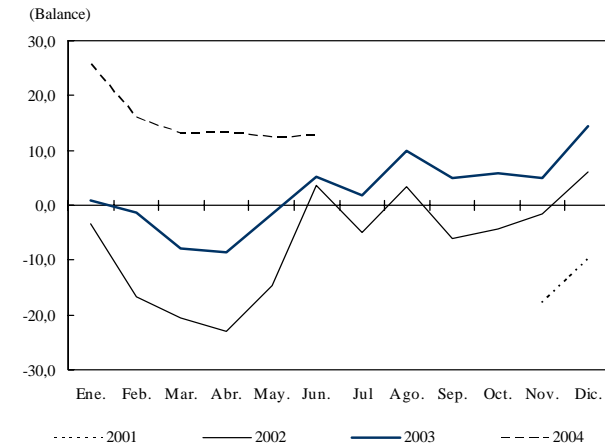
(\*) Incluye las compras de bienes por residentes efectuadas en el exterior y excluye la de no residentes efectuadas en el territorio nacional.  
(pr) Preliminar.

Fuente: DANE y Banco de la República.



GRÁFICO 14

ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR



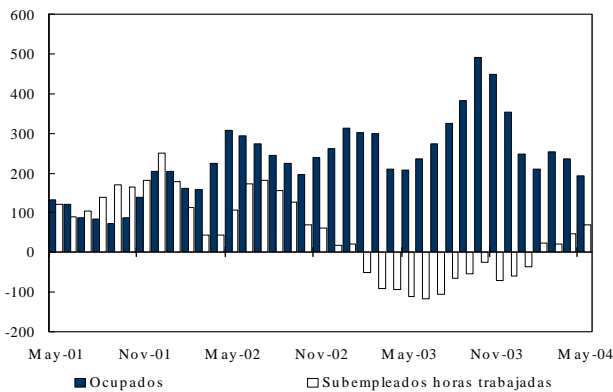
Fuente: Fedesarrollo.

niveles de confianza de los consumidores, según lo muestra la encuesta de Fedesarrollo (Gráfico 14).

La continua mejoría en las condiciones de empleo (en número y calidad) es otra de las causas que explican el dinamismo de la demanda interna. En los primeros cinco meses el crecimiento del empleo fue de 2,6% anual, representado casi en su totalidad, en generación de empleo formal (Gráfico 15). Las condiciones favorables en el empleo se han mantenido por cerca de dos años sin cambios sustanciales, permitiendo la recuperación del ingreso de los hogares y facilitando la reducción en sus niveles de endeudamiento.

GRÁFICO 15

CREACIÓN DE EMPLEO (MILES DE PERSONAS EN 13 CIUDADES - PROMEDIO MÓVIL DE ORDEN 3)



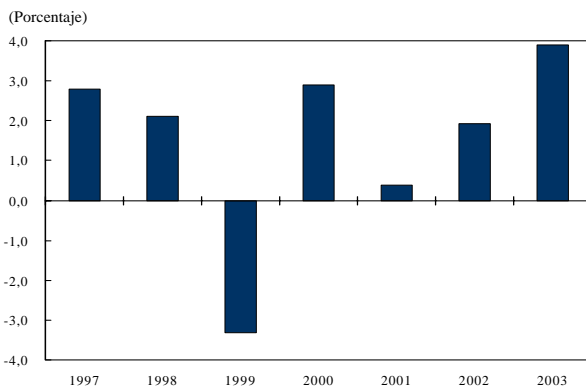
Fuente: DANE.

A lo anterior se suma el incremento de los términos de intercambio y de las remesas de colombianos residentes en el exterior, lo que ha permitido la recuperación del ingreso disponible. Cálculos preliminares muestran que en 2003 éste creció a tasas superiores a las del producto interno bruto (PIB) a pesar del mayor esfuerzo tributario (Gráfico 16).

Finalmente, la alta liquidez otorgada por la autoridad monetaria también ha contribuido al crecimiento de la demanda interna. En primer lugar, ha mantenido tasas de interés reales bajas. En segundo lugar, ha permitido que la economía goce de una alta disponibilidad de crédito, cuyo dinamismo se evidencia en el significativo crecimiento de los préstamos. En lo que va del año, los desembolsos de crédito comercial, consumo e hipotecario vienen creciendo a tasas superiores al 23,0%. Aunque hacia finales del primer trimestre y comienzos del segundo se registró una desaceleración del crecimiento de la cartera total; este fenómeno obedece a circunstancias particulares que no contradicen la percepción acerca de la consolidación de la demanda (para mayores detalles, véase el Recuadro 1).

GRÁFICO 16

CRECIMIENTO DEL INGRESO DISPONIBLE REAL



Fuente: Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN) y DANE. Cálculos del Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos (SGEE).

Como se esperaba, el buen comportamiento de la demanda interna ha seguido vinculado al buen desempeño de los sectores no transables. Ejemplos de lo anterior son el dinamismo de la construcción de edificaciones, el comercio, los servicios financieros y el transporte. Para el primer trimestre de 2004 estos sectores en conjunto crecieron a una tasa de 4,2% (Gráfico 17).

## C. FACTORES DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN

En Colombia, la evolución de las variables externas e internas analizada en las secciones anteriores afecta el dinamismo de la inflación a través de diversos canales, entre los que sobresalen: 1. la brecha del producto, 2. los costos, 3. las expectativas de inflación, y 4. la tasa de cambio nominal.

### 1. La brecha del producto

La evolución de la inflación en el mediano y largo plazos está estrechamente ligada al comportamiento de las presiones de demanda. Éstas suelen intensificarse cuando la economía empieza a operar por encima de su capacidad productiva o más allá del nivel que es compatible con la estabilidad de precios.

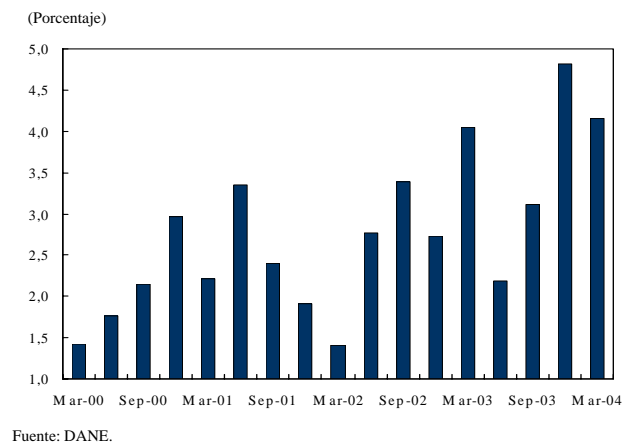
Determinar en qué momento el crecimiento de la producción empieza a ser incompatible con el potencial productivo de la economía y, por lo tanto, cuándo pueden estar surgiendo presiones de demanda, no es una tarea fácil por cuanto no existen indicadores amplios que midan este fenómeno. Adicionalmente, estos procesos deben ser capturados con la suficiente anticipación para que la política monetaria actúe, dados los rezagos propios de sus mecanismos de transmisión.

Para este informe, como en los anteriores, se utilizan tres tipos de variables que dan una idea de la magnitud actual de los excesos de capacidad productiva. Ellos son: a) la utilización de capacidad instalada de la industria (UCI); b) el porcentaje de empresarios que considera que la falta de demanda representa un problema para la expansión de la producción, y c) la brecha del producto.

Con cifras a mayo de 2004, los dos indicadores disponibles sobre UCI de la industria -Fedesarrollo y la Asociación Nacional de Industriales (ANDI)- muestran una relativa estabilidad, al mantenerse muy cerca de sus promedios históricos. Durante buena parte de 2003 la tendencia había sido creciente, aunque significativamente inferior a sus promedios, sugiriendo excesos de capacidad productiva importantes y por lo tanto, presiones inflacionarias de demanda limitadas.

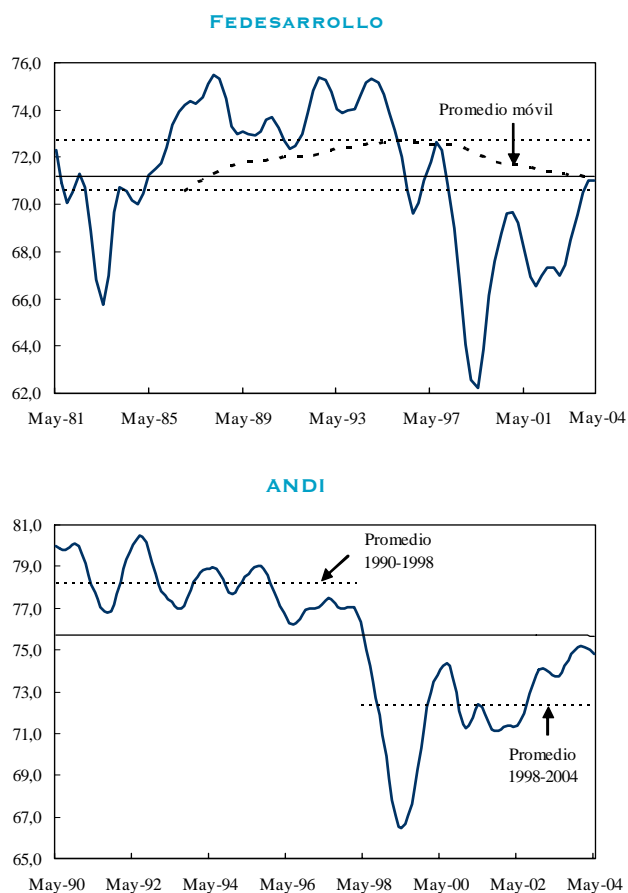
La tendencia creciente se había presentado también en los dos primeros meses del año y de haber continuado al mismo ritmo, probablemente estarían anunciando el agotamiento de los excesos de capacidad productiva en la segunda mitad de 2004 en el sector industrial, y quizás un resurgimiento de presiones inflacionarias. Sin embargo, con la estabilidad mostrada por los indicadores (ajustados por estacionalidad) entre marzo y mayo es más probable que la industria siga operan-

CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB DE SECTORES NO TRANSABLES



*Para los informes de inflación se utilizan tres tipos de variables que dan una idea de la magnitud actual de los excesos de capacidad productiva. Ellos son: a) la utilización de capacidad instalada de la industria (UCI); b) el porcentaje de empresarios que considera que la falta de demanda representa un problema para la expansión de la producción, y c) la brecha del producto.*

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



(\*) Se calcula como:  $\frac{\sum_{1981}^n UCI}{\# \text{ de observaciones donde } n \text{ es } 1986, 1987, \dots, 2004, \text{ con frecuencia trimestral}}$   
Fuente: Fedesarrollo y ANDI, cálculos del Banco de la República.

*La estabilidad de los indicadores en torno a su promedio histórico en los dos primeros trimestres de este año es significativa, dado el buen ritmo de crecimiento que presenta la industria.*

do por debajo de su capacidad productiva y que las presiones de demanda actuales se mantengan bajo control.

Cabe señalar que ambos indicadores todavía se encuentran situados dentro de intervalos de confianza estimados a partir de los promedios históricos obtenidos para diferentes períodos de tiempo (Gráfico 18). Como se explicó en el informe de marzo, con estos intervalos se intenta corregir posibles sesgos en la estimación de los promedios históricos que surgen por la brevedad de las series y por la existencia de cifras extremadamente bajas durante los años 1999 y 2000.

La estabilidad de los indicadores en torno a su promedio histórico en los dos primeros trimestres de este año es significativa, dado el buen ritmo de crecimiento que presenta la industria, la cual, además, ocurre después de una expansión, aunque moderada en 2003. Al parecer, la razón estriba en la fuerte dinámica que muestra la inversión sectorial, según lo sugieren cifras de producción e importaciones de bienes de capital, lo que ha permitido que la capacidad productiva de la industria se expanda a un ritmo similar al de la demanda, postergando la aparición de presiones inflacionarias.

A pesar de que para la industria en su conjunto no parecen haber excesos de utilización de capacidad instalada, cuando se examina cada una de las diferentes ramas del sector de manera individual, el resultado no es tan contundente. Las cifras por ramas, a mayo, mue-

stran que el indicador de UCI para varias industrias se encuentra significativamente por encima de su promedio histórico y que además, esto ya venía sucediendo en meses anteriores. Así mismo, con la información a mayo el número de sectores para los cuales la UCI es mayor que el promedio histórico respectivo aumentó frente a febrero y noviembre (Cuadro 3). Una inspección rápida sugeriría que el indicador tiende a situarse en niveles altos en sectores exportadores, mientras que se mantiene en niveles todavía bajos en sectores orientados al mercado interno.

En conjunto, los anteriores resultados indican que los excesos de capacidad productiva se han ido agotando, como era de esperarse, y que se podrían estar generando cuellos de botella en sectores específicos que eventualmente pueden dar inicio a presiones, si la capacidad instalada no se expande al ritmo de crecimiento de la demanda a través de una mayor inversión. Estas presiones probablemente no se han reflejado en la inflación al consumidor, por cuanto los sectores productores de los bienes de consumo más importantes (como alimentos) todavía tienden a presentar una UCI baja frente a sus promedios históricos.

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

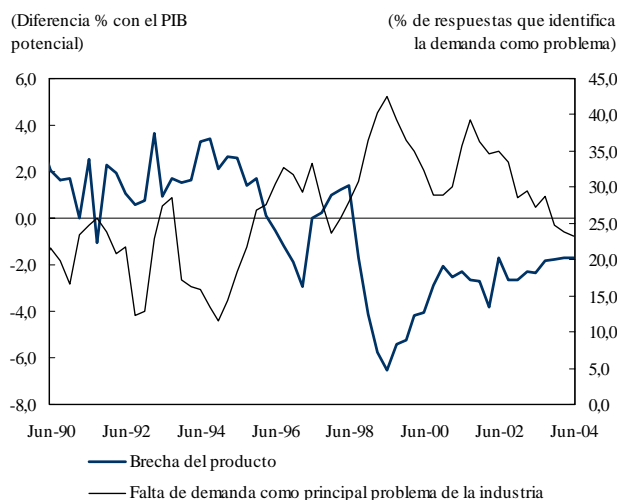
Sectores	Noviembre		Febrero		Mayo	
	2003	Promedio 1991-2004	2004	Promedio 1991-2004	2004	Promedio 1991-2004
Bebidas	40,0	68,1	<b>70,0</b>	59,6	<b>75,0</b>	64,8
Metálicas básicas	<b>75,0</b>	71,5	64,5	69,4	<b>79,3</b>	70,8
Maquin. Except. la eléctrica	63,3	64,9	<b>66,9</b>	64,2	<b>69,4</b>	63,5
Sustancias químicas industriales	<b>79,6</b>	75,2	<b>76,8</b>	71,9	<b>79,7</b>	74,2
Prod. metálicos Except. maquinaria	<b>71,1</b>	64,9	<b>70,8</b>	63,8	<b>66,4</b>	62,1
Cueros y sus manuf. calzado	67,1	74,1	<b>68,9</b>	65,0	<b>71,7</b>	68,1
Vidrio, porcelana, loza, barro	68,0	77,0	70,0	74,6	<b>80,0</b>	76,6
Equipo eléctrico y electrónico	61,7	65,3	<b>67,3</b>	64,7	<b>67,5</b>	64,8
Textiles	77,4	79,0	72,6	76,9	<b>75,6</b>	74,2
Papel y cartón	<b>80,0</b>	74,7	71,4	72,8	<b>77,5</b>	76,2
Otros productos químicos	71,4	74,2	68,7	71,4	<b>72,1</b>	71,2
Tabaco	<b>65,0</b>	51,7	<b>60,0</b>	53,7	55,0	55,1
Productos de plástico	71,6	73,8	<b>79,4</b>	73,8	71,9	72,1
Cemento y otros no metálicos	58,9	67,2	62,5	66,7	65,4	66,3
Productos de caucho	65,0	68,5	67,1	69,9	62,9	64,0
Equipo y material de transporte	73,2	69,6	65,7	67,6	65,3	66,7
Madera y Manuf. muebles	62,9	69,8	68,5	68,7	64,4	66,5
Otras manufacturas	60,0	70,2	58,3	62,9	66,0	69,1
Alimentos	73,2	75,7	<b>73,8</b>	73,2	71,0	74,5
Imprentas y editoriales	<b>72,9</b>	72,2	67,2	67,4	65,0	68,6
Petróleo y sus derivados	<b>80,0</b>	79,9	80,0	80,5	80,0	83,7
Confecciones	65,4	76,0	64,2	66,4	62,5	67,6
<b>Total</b>	<b>71,2</b>	<b>72,5</b>	<b>70,4</b>	<b>69,6</b>	<b>70,3</b>	<b>69,8</b>

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

En tal sentido, apoyando esta última interpretación se encuentra el indicador de insuficiencia de demanda medido como el porcentaje de industriales que considera que la demanda es un problema para la expansión de la producción en sus firmas, de acuerdo con las encuestas de la ANDI. Como se observa en el Gráfico 19, dicho porcentaje continuó reduciéndose durante el segundo trimestre del año, al situarse en niveles que no se observaban desde mediados de la década del noventa cuando la industria presentaba un crecimiento dinámico y la demanda interna atravesaba por un período de auge.

Todos los items anteriores corresponden únicamente a la industria y por lo tanto, sólo ofrecen una visión parcial de los excesos de capacidad productiva. Un indicador más amplio es el de la brecha del producto, medido como la diferencia entre el producto observado o esperado y el producto potencial. Este último, a su vez, de-

GRÁFICO 19

**INDICADOR DE INSUFICIENCIA DE DEMANDA MEDIDO  
POR LA ANDI (\*) Y LA BRECHA DEL PIB**


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

pende de la disponibilidad de factores productivos -capital y trabajo en el caso más simple-, del grado de utilización de los factores y del crecimiento de la productividad multifactorial.

*En informes anteriores se afirmó que la brecha del producto era negativa a finales de 2003 (es decir, el PIB potencial superaba al PIB observado) y que esta brecha era del orden de -1,8%. Además, para el primer semestre del año se esperaba que la brecha continuara en terreno negativo, aunque cerrándose gradualmente como resultado de un mayor nivel de actividad económica.*

En informes anteriores se afirmó que la brecha del producto era negativa a finales de 2003 (es decir, el PIB potencial superaba al PIB observado) y que esta brecha era del orden de -1,8%. Además, para el primer semestre del año se esperaba que la brecha continuara en terreno negativo, aunque cerrándose gradualmente como resultado de un mayor nivel de actividad económica.

Las nuevas estimaciones efectuadas por el Banco utilizando la información más reciente mantienen estas previsiones. De acuerdo con ellas, la brecha siguió siendo negativa pero continuó cerrándose gradualmente en el primer semestre de 2004, y para la mitad del año se situaría en -1,7% del PIB potencial. Las proyecciones para el resto del año muestran que, de mantenerse el actual ritmo de crecimiento, la brecha seguirá reduciéndose, aunque se mantendrá en valores negativos. Esta tendencia está inversamente correlacionada con la del porcentaje de empresarios que ve en la demanda un problema a la expansión de su producción (Gráfico 19).

*La brecha siguió siendo negativa en el primer semestre de 2004, y para la mitad del año se situaría en -1,7% del PIB potencial.*

Conviene señalar que los resultados anteriores para la brecha tienen en cuenta el alto crecimiento de la inversión en 2003 y suponen, como se verá en el siguiente capítulo, un crecimiento igualmente importante en este año. Es precisamente este repunte de la inversión, junto con una recuperación en la tasa de crecimiento de la productividad multifactorial, lo que mantiene la brecha en terreno negativo en lo que resta del año, pese al buen ritmo de crecimiento esperado.

Así mismo, debe señalarse que diversas metodologías estadísticas como la de Hodrick-Prescot (HP) multivariado y la de HP con *priors* arrojan resultados similares, mostrando una brecha negativa para 2004 de magnitudes similares a las utilizadas en este informe, pero que se ha venido cerrando gradualmente. En cualquier caso, debe tenerse en cuenta que las estimaciones de la brecha del producto basadas en cualquier metodología suelen estar acompañadas de un alto grado de incertidumbre que obliga a su reestimación periódica en la medida que se incorpora información más reciente.

*Se considera que los indicadores disponibles muestran que la economía todavía señala excesos de capacidad productiva y que muy probablemente esta situación se mantendrá el resto del año.*

Dados los anteriores elementos, se considera que los indicadores disponibles muestran que la economía todavía presenta excesos de capacidad productiva y que muy probablemente esta situación se mantendrá el resto del año si la economía crece a tasas similares a las observadas en el primer trimestre. En este sentido, puede afirmarse que las presiones inflacionarias de demanda han permanecido contenidas en el primer semestre. Sin embargo, dado que la brecha continuará cerrándose, la probabilidad de que surjan deberá ir en aumento.

## **2. Las presiones de costos**

Con el propósito de evaluar las presiones de costos, para este informe se estimaron indicadores de costos que tienen en cuenta la estructura productiva de las

diferentes ramas de actividad en Colombia. Esto se hizo utilizando los coeficientes técnicos de producción de una matriz de contabilidad social construida por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, y los diferentes indicadores de precios y salarios (índice de precios del productor (IPP), salarios industriales, entre otros, disponibles en Colombia).

El indicador de costos para la economía en su conjunto no muestra un aumento en las presiones inflacionarias en lo corrido de 2004. En los primeros seis meses del año, los costos totales se han incrementado a una tasa anual cercana al 6,0%, consistente con el rango-meta de inflación para 2004 (Gráfico 20).

En los últimos años, el indicador de costos ha sido sensible a las fluctuaciones del tipo de cambio. Su crecimiento en 2002 y comienzos de 2003 era significativamente mayor que el actual, coincidiendo con la aceleración de la devaluación en ese período. De igual manera, la tendencia hacia la apreciación en 2004 redujo el ritmo al cual se ajustan los costos este año. En tal sentido, la actual dinámica (con inflación positiva) de los costos, refleja más bien los mayores precios internacionales de materias primas, de combustibles y posibles ajustes salariales.

Aunque a nivel global no se observan presiones de costos, a nivel sectorial sí parecieran estar surgiendo. Esto ocurre principalmente en construcción, donde la inflación de costos se aceleró en los últimos meses y ahora se sitúa muy por encima de 6,0% (Gráfico 21).

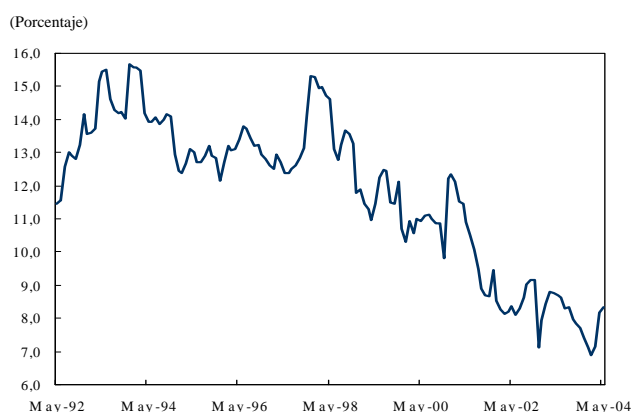
Detrás de este repunte podrían estar los altos precios de acero y otras materias primas, cuyo incremento durante el año ha estado asociado con mayores precios internacionales, y quizá con la aparición de algunos cuellos de botella, dada la rápida expansión de la demanda sectorial. En el caso de la industria, su inflación de costos se aceleró ligeramente en los últimos meses, lo cual podría ser resultado, entre otras razones, de presiones originadas por el aumento en los precios de los combustibles, también por factores externos, y quizás por los reajustes en los precios de algunas materias primas, como lo sugiere el indicador de costos de la encuesta de la ANDI (Gráfico 22).

#### CRECIMIENTO ANUAL, COSTOS TOTALES



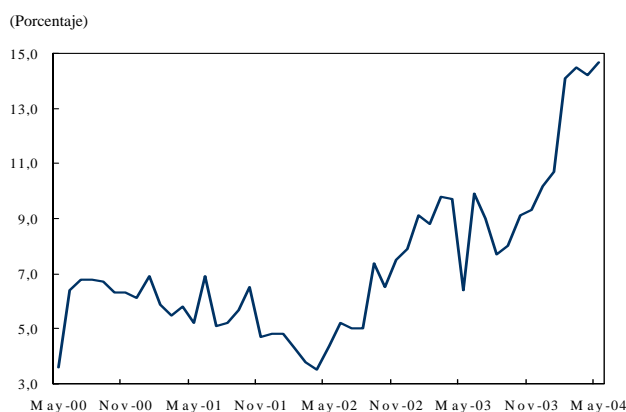
Fuente: Banco de la República.

#### CRECIMIENTO ANUAL, COSTOS DE LA CONSTRUCCIÓN



Fuente: Banco de la República.

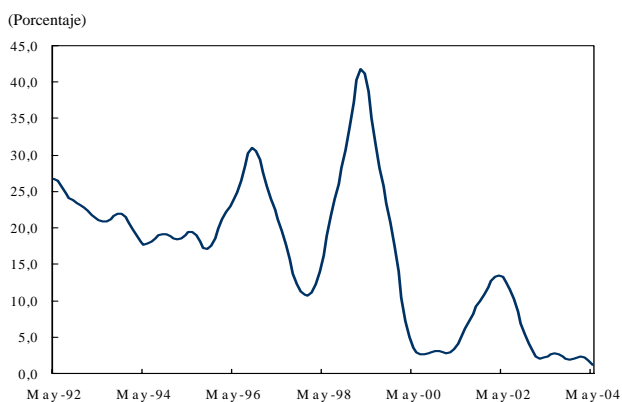
#### PROBLEMAS DE COSTOS Y SUMINISTROS DE MATERIAS PRIMAS



Fuente: ANDI.

**GRÁFICO 23**

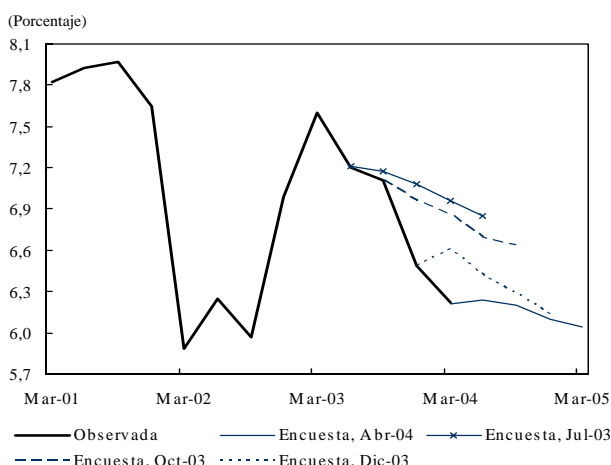
**VARIACIÓN ANUAL DEL COSTO LABORAL UNITARIO NOMINAL DE LA INDUSTRIA**



Fuente: DANE.

**GRÁFICO 24**

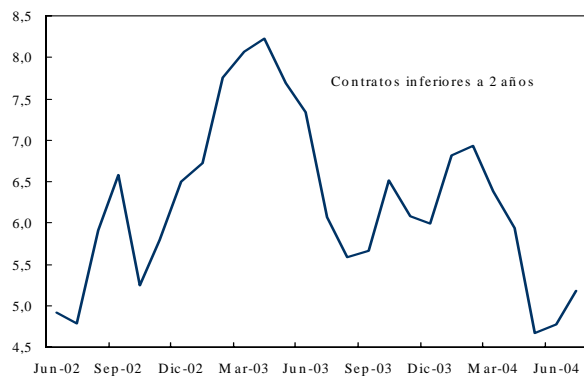
**EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN**



Fuente: Banco de la República.

**GRÁFICO 25**

**EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN DERIVADAS DE LOS TES TASA FIJA Y TES TASA VARIABLE (CON INFORMACIÓN AL 16 DE JULIO DE 2004)**



Fuente: Banco de la República.

Respecto a los salarios, el indicador de costo laboral unitario (CLU) para la industria no indica presiones sobre precios en este frente. Con la última información disponible de la muestra mensual manufacturera se observa como el CLU se incrementa a tasas bajas (1,2% en mayo). Puesto que los salarios nominales se están incrementando a tasas de entre 6,0% y 7,0%, el bajo crecimiento del CLU nominal ha sido posible gracias al aumento registrado en la productividad implícita del trabajo (medida como la producción por hora-hombre trabajada) del orden del 3,0% anual (Gráfico 23).

**3. Expectativas**

Los últimos resultados de la encuesta trimestral de expectativas efectuada en abril a empresarios, trabajadores y académicos mostraban que las expectativas de inflación para fin de año habían continuado reduciéndose gradualmente para el primer trimestre y que se mantenían ligeramente por encima de la meta de 6,0% (Gráfico 24). La encuesta mensual de junio efectuada por el Banco exclusivamente a analistas del mercado es más favorable, pues de acuerdo con ella dichos agentes esperan que la inflación para finales de 2004 se sitúe en 5,7%. Finalmente, el indicador de expectativas obtenido a partir del diferencial de tasas de TES UVR y TES tasa fija (para contratos inferiores a dos años) aumentó cerca de 40 pb en mayo y junio, quebrando la tendencia decreciente que traía durante el primer trimestre (Gráfico 25).

En términos generales no hay indicios fuertes que muestren un repunte de las expectativas inflacionarias durante el primer semestre de 2004. Aún así, la tendencia decreciente que venían registrando las expectativas, después del importante aumento de 2002 y 2003, parece haberse moderado o inclusive detenido, y estas señalan haberse estacionado en niveles de 6%, el techo del rango-meta. En este sentido, su papel ha sido neutro frente a la evolución de la inflación, sin inducir presiones inflacionarias pero sin contribuir a su reducción por debajo de 6,0%. La información sobre los incrementos salariales pactados en las convenciones colectivas confirman esta apreciación (Cuadro 4).



**PORCENTAJE DE BENEFICIADOS POR NIVEL DE INCREMENTO SALARIAL PACTADO  
(ENERO-MAYO DE 2004)**

Negociaciones a un año						
<5,0	[5,6]	[6,7]	[7,8]	[8,9]	>9,0	
1,13	1,41	26,86	43,12	24,35	3,12	
Negociaciones a dos años						
<7	[7,8]	>8	[IPC + 0,2]	[IPC + 2,3]	SML	Otros
1,42	8,87	1,32	67,72	2,83	3,64	14,19

SML: Salarios mínimo legal.  
Fuente: Ministerio de Protección Social.

#### 4. La tasa de cambio

El comportamiento observado del tipo de cambio, durante el segundo trimestre del año, estuvo dentro de lo esperado por el informe de inflación de marzo. En esa oportunidad se esperaba que las presiones inflacionarias originadas en el frente cambiario fueran mínimas y que incluso la estabilidad cambiaria permitiera que la inflación de bienes y servicios transables en el índice de precios al consumidor (IPC) se redujera por debajo de la meta, compensando los efectos de choques de oferta por combustibles, transporte y servicios públicos.

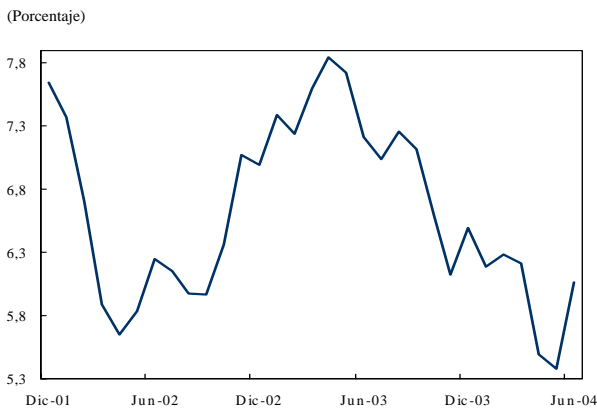
A lo largo del semestre la tasa representativa del mercado (TRM) se ha apreciado 2,8%, al pasar de \$2.778 el 31 de diciembre de 2003 a \$2.700 el 30 de junio del presente año. En el mes de mayo, la tasa exhibió una alta volatilidad, aumentando \$77,9 (2,9%) debido, al parecer, al cambio en las expectativas de los inversionistas sobre el alza en las tasas de interés del mercado americano. Como ya se indicó, estos factores generaron nerviosismo en los mercados emergentes, presionando al alza las tasas de cambio de la región. A partir de junio, volvió la tendencia a la apreciación y el indicador de riesgo-país descendió nuevamente, como resultado de una mayor tranquilidad en los mercados financieros internacionales, no obstante los incrementos en las tasas de interés en los Estados Unidos.

La evolución de la tasa de cambio en lo corrido de 2004 ha estado asociada, entre otros factores, a la mayor solidez de la demanda externa por la recuperación venezolana y la aceleración del crecimiento de los Estados Unidos, a la mejora en los términos de intercambio, y a la coyuntura internacional de bajos niveles de tasas de interés prevalecientes en otras economías (en particular, los Estados Unidos y la Unión Europea). Todos estos factores han inducido la apreciación del peso en lo corrido del año, y se han reflejado en una importante oferta acumulada de divisas por parte del sector real. La mayor parte de esta oferta de divisas, originada tanto en factores asociados a la cuenta corriente como en mayores operaciones netas de capital del sector privado (inversión extranjera y endeudamiento neto), ha sido adquirida por el Banco de la República a través del ejercicio de opciones de acumulación.

*La evolución de la tasa de cambio en lo corrido de 2004 ha estado asociada, entre otros factores... a la mejora en los términos de intercambio, y a la coyuntura internacional de bajos niveles de tasas de interés prevalecientes en otras economías (en particular, los Estados Unidos y la Unión Europea).*

GRÁFICO 26

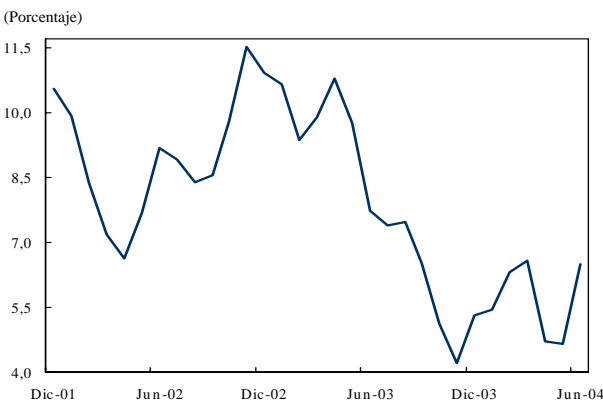
INFLACIÓN ANUAL AL CONSUMIDOR



Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 27

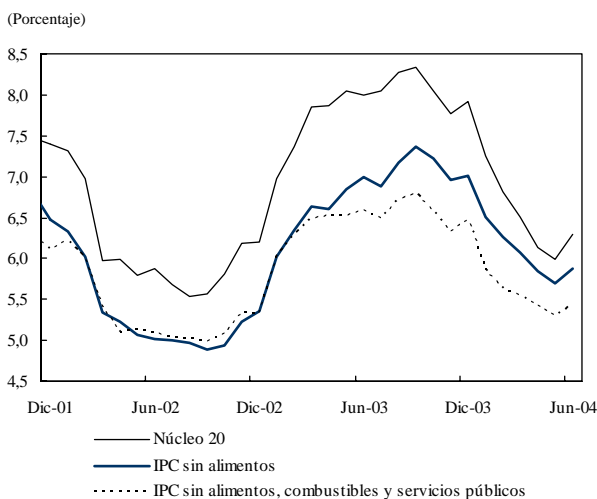
INFLACIÓN ANUAL DE ALIMENTOS, IPC



Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 28

INDICADORES DE INFLACIÓN BÁSICA



Fuente: Banco de la República.

D. SITUACIÓN INFLACIONARIA EN EL SEGUNDO TRIMESTRE

En junio, la inflación anual fue de 6,1%, similar a marzo (6,2%), pero mayor a la observada en abril y mayo. El aumento del último mes fue consecuencia del repunte de la inflación de alimentos que pasó de 4,7% en mayo a 6,5% en junio (Gráfico 27). La inflación sin alimentos tuvo un comportamiento mucho más estable, situándose en 5,9% en junio, ligeramente por debajo del dato de marzo (6,1%).

En general, los resultados de la inflación fueron superiores a los pronósticos efectuados por el Banco para en el informe de marzo. La mayor subestimación se registró en alimentos, (0,3 pp), pero también se observó en la inflación sin alimentos, (0,9 pp). En este último caso, los pronósticos del Banco no previeron en su totalidad los reajustes que se dieron en los precios de los regulados y, en particular, en el de los combustibles y transporte público.

En el último mes, la inflación de alimentos se vio afectada por un crecimiento mayor que lo previsto en los precios de los alimentos primarios (hortalizas y tubérculos sin incluir la papa) probablemente ocasionado por una reducción reciente de la oferta, debido a los bajos precios registrados a finales del año pasado. En lo corrido del año, los items que reportaron mayor inflación (y que podrían contribuir a reducir la inflación para el segundo semestre, dado su ciclo normal de producción), son la papa, frutas, hortalizas y legumbres.

Por su parte, la inflación básica continuó reduciéndose durante el segundo trimestre. En abril, por primera vez desde enero de 2003, el promedio de los tres indicadores utilizados por el Banco (inflación sin alimentos, núcleo 20 e inflación sin alimentos primarios, servicios públicos y combustibles) cayó por debajo de 6%. (Gráfico 28). Sin embargo, en junio este promedio registró un ligero repunte que obedeció principalmente al aumento de la inflación de arriendos y de transporte. El promedio de los tres indicadores fue de 5,9% en junio, frente a 6,0% de marzo.

Descomponiendo la inflación básica entre transables, no transables y regulados, puede afirmarse que su com-

portamiento en el segundo trimestre fue el resultado, en gran parte, de los efectos de la apreciación del tipo de cambio. En los últimos meses, la inflación básica retornó muy cerca de los niveles mínimos históricos observados a mediados de 2002 y esta evolución fue posible gracias a la reducción de la inflación básica de transables, que en junio se situó en 4,3% frente a 5,3% en marzo (Gráfico 29).

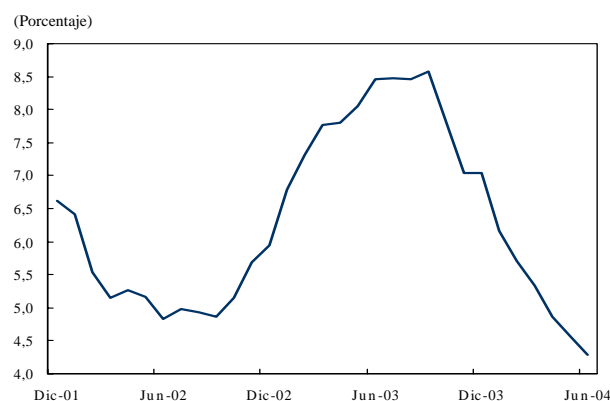
Puesto que la tendencia hacia la apreciación se mantuvo en junio y comienzos de julio, se podrían observar reducciones adicionales de la inflación de transables en lo que resta del año. Sin embargo, dada la estacionalidad de los ajustes de precios en Colombia (concentrados en el primer trimestre) y la menor velocidad a la cual se está disminuyendo la inflación de este grupo (1,0% en el segundo trimestre de este año frente a 1,7% en el primero), probablemente la reducción será moderada y se aplazaría para comienzos de 2005.

Dentro de los transables, el único rubro que no presenta un comportamiento consecuente con el del tipo de cambio, es el de medicinas, cuya inflación se mantiene en niveles superiores al 11,0%. En los últimos cinco años, los precios de este grupo de bienes se han incrementado sistemáticamente por encima de la inflación y sin conexión con la evolución de la tasa de cambio.

Respecto a la inflación básica de no transables (excluidos los regulados y los alimentos), durante el segundo trimestre siguió presentando una tendencia ascendente. Aún así, su nivel a junio (4,9%) siguió estando muy por debajo de la inflación total y del rango meta de este año (Gráfico 30).

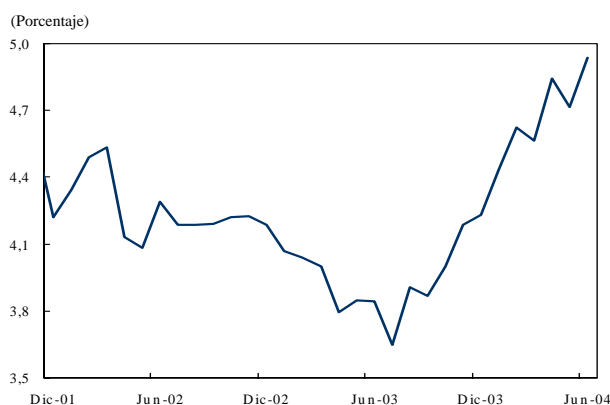
Al igual que se había señalado en informes anteriores, en esta oportunidad siguen identificándose dos tendencias en el interior de este grupo. Por un lado, arriendos, que aunque muestran inflaciones muy bajas, tienen una clara tendencia ascendente. Y, por otro, el del resto de bienes y servicio incluidos los de salud y de cultura y esparcimiento, cuya inflación ha sido bastante estable, fluctuando entre 5,5% y 6,0% (Gráfico 31). En el último trimestre sobresale la tendencia ascendente de la inflación anual de arriendos que pasó de 3,6% en marzo a 4,3% en ju-

### INFLACIÓN ANUAL BÁSICA DE TRANSABLES



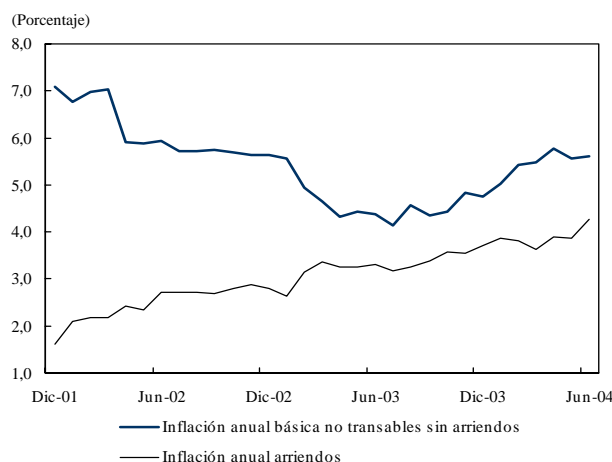
Fuente: Banco de la República.

### INFLACIÓN ANUAL BÁSICA DE NO TRANSABLES



Fuente: Banco de la República.

### INFLACIÓN ANUAL BÁSICA DE NO TRANSABLES DESAGREGADA EN ARRIENDOS Y RESTO



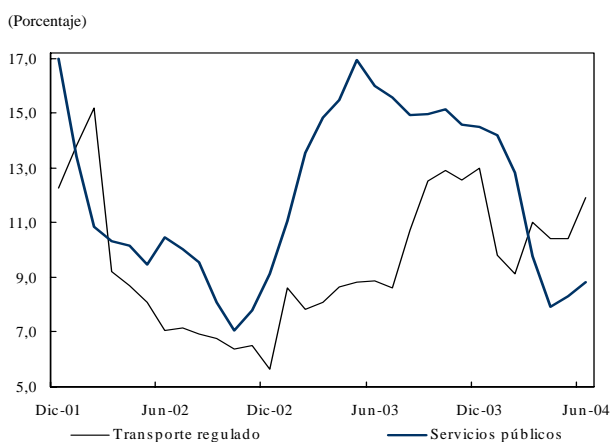
Fuente: Banco de la República.

nio. Dada su alta participación en la canasta (20,7%), este incremento incidió en el aumento de la inflación en junio.

En general, puede afirmarse que el comportamiento de la inflación de no transables en los últimos tres meses no manifiesta la presencia de presiones de demanda importantes, tal como lo corrobora la existencia de excesos de capacidad productiva. Sin embargo, la persistencia de la inflación de este grupo por encima de niveles de 5,5%, probablemente refleja el hecho de que la brecha del producto continúa cerrándose y que lo hace en medio de expectativas de inflación todavía relativamente altas.

GRÁFICO 32

INFLACIÓN ANUAL DE TRANSPORTE REGULADO Y SERVICIOS PÚBLICOS



Fuente: Banco de la República.

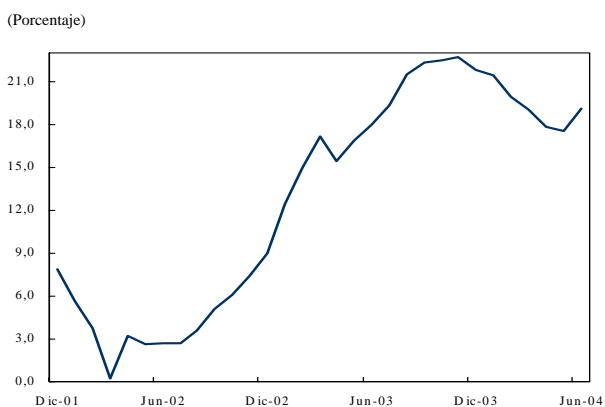
Igualmente, lo que ha sucedido con el resultado de junio, el cual fue mayor que el previsto, podría anticipar la presencia de presiones inflacionarias en el mediano plazo, localizada en bienes y servicios específicos y que estarían relacionadas con posibles excesos de demanda sectoriales. De todas maneras, es todavía prematuro para afirmar que las cifras de junio implican un cambio en la tendencia de la inflación de los no transables.

Finalmente, un factor que presionó el aumento de la inflación a junio fue el reajuste en varios precios de bienes y servicios regulados. Dicho aumento obedeció a varias razones. De una parte, al alza en los precios de los combustibles como consecuencia de los altos precios externos y de los incrementos recientes. Esto obligó al Ministerio de Minas y Energía a incrementar el precio de referencia, con base en el cual se establece el precio interno, a US\$26,4. Por otra, y como consecuencia de los altos precios de los combustibles, el transporte público ha presentado ajustes de precios superiores a las metas (Gráfico 32).

Adicionalmente, los servicios públicos, continuando con el comportamiento previsto, siguen presentando reajustes en los precios superiores a los de la inflación que son el resultado de cambios en las fórmulas de fijación de sus precios, entre otras razones. En el caso específico del gas, los incrementos han sido mayores que los esperados, algo que probablemente está relacionado con los altos precios de los combustibles (Gráfico 33).

GRÁFICO 33

INFLACIÓN ANUAL COMBUSTIBLES



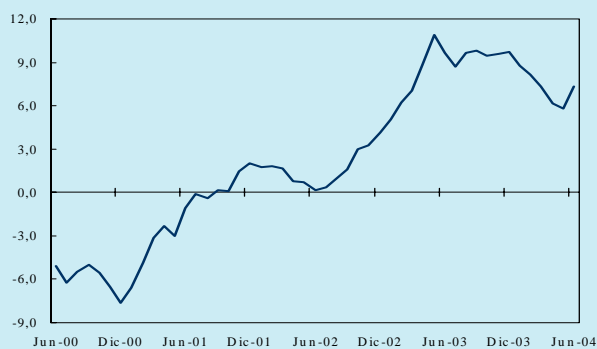
Fuente: Banco de la República.

¿QUÉ EXPLICA LA DINÁMICA DEL CRÉDITO EN COLOMBIA?

Luego de la crisis económica de finales de los noventa, la recuperación del crédito ha sido lenta. Sólo desde 2003 la cartera ha mostrado crecimientos reales positivos, y hacia mediados del año pasado, crecía a una tasa anual cercana al 2,5% (10% nominal) (Gráfico R1.1). Sin embargo, a partir de 2004 el crecimiento de la cartera comenzó a desacelerarse a pesar de la consolidación del crecimiento económico.

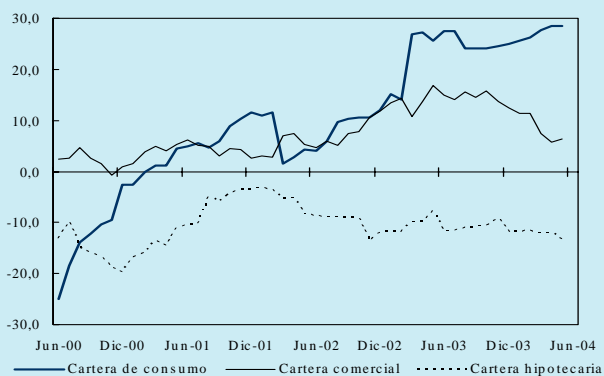
La desaceleración del crédito se concentra en el menor crecimiento de la cartera comercial (Gráfico R1.2). Por el contrario, el saldo de la cartera de consumo muestra una dinámica muy favorable acorde con la recuperación de la demanda. De otro lado, la cartera hipotecaria continúa contrayéndose, aunque los desembolsos acumulados en los primeros seis meses del año muestran un fuerte crecimiento (31,5%).

**GRÁFICO R1.1**  
**CARTERA BRUTA NOMINAL EN MONEDA NACIONAL SIN FEN**  
 (CRECIMIENTO PORCENTUAL ANUAL)



Fuente: Banco de la República.

**GRÁFICO R1.2**  
**CARTERA BRUTA NOMINAL EN MONEDA NACIONAL POR TIPO DE CRÉDITO**  
 (CRECIMIENTO PORCENTUAL ANUAL)



Fuente: Banco de la República.

El menor dinamismo que viene mostrando la cartera comercial se le puede atribuir, posiblemente, a la ampliación de las fuentes de recursos para financiar la inversión y el gasto de las empresas. Como se muestra en el Cuadro, ha tenido lugar un importante crecimiento en la colocación de títulos de las empresas, a un costo de financiamiento probablemente menor. De esta manera, las obligaciones financieras del sector empresarial han disminuido como porcentaje de sus pasivos en los últimos años, mientras la participación de la colocación de papeles y bonos ha aumentado.

Adicionalmente, en los últimos años han aumentado las utilidades generadas por el sector productivo y que son utilizadas para financiar sus proyectos de gasto e inversión. De acuerdo con información de la Superintendencia de Valores, las utilidades operacionales del sector real se incrementaron 21,83% en promedio en 2002 y 2003, y 27,7% en el primer trimestre de 2004 frente a igual período del año anterior. De igual manera, el beneficio tributario otorgado a las firmas que reinviertan sus utilidades en compra de activos productivos incorporado en la última reforma tributaria, ha contribuido a que las empresas aumenten la participación de los fondos propios en la financiación de la inversión.

De otra parte, aunque la cartera comercial sólo creció 3,3% en los primeros seis meses de 2004, los desembolsos de créditos ordinarios y preferenciales crecieron 29,5%. Esta evolución sugiere, por lo tanto, una alta cancelación mayor de créditos por parte de las firmas que explica el crecimiento mucho menor de la cartera.

**CUADRO**  
**PASIVOS DE LAS ENTIDADES NO FINANCIERAS REGISTRADAS**  
**EN LA SUPERINTENCIA DE VALORES**

Descripción	2001	2002	2003	2004 I Trim.
<b>Niveles (millones de pesos)</b>				
Obligaciones financieras totales	6.740.455,9	8.587.117,8	7.750.816,6	7.611.346,2
Bonos y papeles comerciales totales	1.121.001,6	2.315.954,6	3.811.498,1	3.717.677,7
Cartera comercial	24.876.784,7	27.816.712,8	31.296.991,1	30.873.708,6
Bonos más cartera comercial	25.997.786,3	30.132.667,5	35.108.489,2	34.591.386,4
<b>Como porcentaje del pasivo</b>				
Obligaciones financieras totales	48,53	49,55	41,51	39,78
Bonos y papeles comerciales totales	8,07	13,36	20,41	19,43
<b>Como porcentaje de la cartera comercial</b>				
Bonos y papeles comerciales totales	4,5	8,3	12,2	12,0

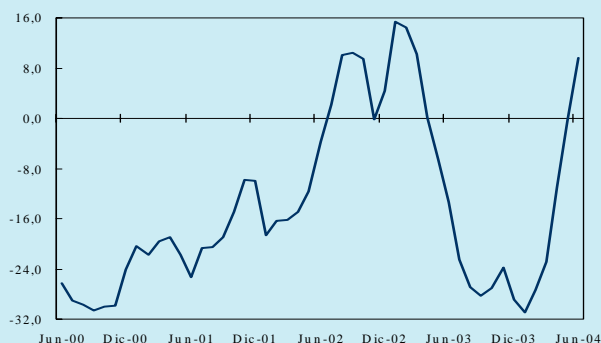
Fuente: Superintendencia de Valores.

Recientemente el endeudamiento externo también se ha dinamizado. La cartera en moneda extranjera creció 23,1% en el primer semestre del año (9,6% para el crecimiento anual), pero su participación sigue siendo marginal<sup>1</sup> (Gráfico R1.3).

De otro lado, de acuerdo con los resultados de la última encuesta de expectativas del Banco de la República (con información a abril), el 82,6% de los encuestados considera que la disponibilidad de crédito es alta, el porcentaje más alto en la historia de la serie. Igualmente, la percepción de disponibilidad de liquidez se ubica en los niveles más altos y los agentes consideran que continuarán así en los próximos meses.

Todo lo anterior muestra que a pesar de la desaceleración de la cartera comercial, la disponibilidad de crédito y de liquidez en la economía es abundante, como lo corrobora la estabilidad de las tasas de interés activas y pasivas. Lo que se observa es una diversificación en las fuentes de financiamiento de la inversión y del capital de trabajo en el sector empresarial colombiano. Aún así, hacia el futuro se puede esperar que la cartera comercial crezca a tasas mayores dado el dinamismo que muestra la actividad económica.

**GRÁFICO R1.3**  
**CARTERA BRUTA NOMINAL EN MONEDAS EXTRANJERAS SIN FEN**  
**(CRECIMIENTO PORCENTUAL ANUAL)**



Fuente: Banco de la República.

<sup>1</sup> La cartera en moneda extranjera sin FEN representa un poco menos del 5% de la cartera total sin FEN.

## II. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS

*las perspectivas de la macroeconomía no distan sustancialmente del diagnóstico presentado en el pasado informe trimestral. Las principales diferencias tienen relación con la existencia de choques de oferta mayores que lo esperado en 2004, y con la proyección de un menor tipo de cambio en 2004 y 2005.*

En la actualidad, están dadas las condiciones para que la economía colombiana siga creciendo de manera dinámica en los próximos trimestres. El optimismo sobre el desempeño de la economía mundial se mantiene, y esto mejora las perspectivas de las exportaciones y los términos de intercambio para Colombia. El ambiente externo favorable se conjuga con condiciones internas que apoyan la recuperación del consumo privado, como las bajas tasas de interés la mayor confianza de los consumidores, la mejor calidad del empleo, y el aumento del ingreso disponible privado, incluso mayor que el del PIB.

*El mayor riesgo para la actividad económica surge del aumento de las tasas de interés externas, pero se espera que este ajuste sea gradual.*

Actualmente, el mayor riesgo para la actividad económica surge del aumento de las tasas de interés externas que ya se inició. Sin embargo, se espera que este ajuste sea gradual y que su impacto sobre los flujos de capitales hacia el país sea limitado, por lo menos en el corto plazo. Así, las presiones cambiarias se mantendrían contenidas en los próximos meses, y para 2005 no se descarta una depreciación menor que la prevista en informes pasados. Aunque esto contribuye al control de la inflación, no lograría compensar los efectos adversos de otros factores. En particular, el aumento en el pronóstico de inflación para diciembre de este año, a causa de los mayores ajustes de precios de alimentos y regulados, podría frenar la caída de las expectativas de inflación por debajo de 6,0% para 2005. A ello se suma una reducción prevista en los excesos de capacidad productiva en los próximos trimestres y aumentos en los costos de producción por mayores precios de las materias primas importadas. Así, el modelo central de pronóstico mantiene los requerimientos de aumento en las tasas de interés hacia el futuro, para evitar que la inflación suba del 6,0% y para lograr que converja a las metas de largo plazo del Banco. El cambio en la postura de la política monetaria estaría acorde con el nuevo escenario internacional y con el proceso de normalización de la actividad productiva.

*El modelo central mantiene los requerimientos de aumento en las tasas de interés hacia el futuro.*

### A. CONTEXTO EXTERNO Y LA PRODUCCIÓN DE TRANSABLES

En el mediano plazo no se prevén cambios fundamentales en las tendencias de la economía mundial. Los pronósticos más recientes siguen indicando un sólido



*El motor de crecimiento en el próximo año y medio seguirá siendo los Estados Unidos.*

do crecimiento para la mayoría de las economías en lo que resta de 2004 y para 2005.

Como ha sucedido recientemente, el motor de crecimiento en el próximo año y medio seguirá siendo los Estados Unidos. Su economía deberá continuar expandiéndose a un buen ritmo, apoyada en el fortalecimiento de la demanda interna. Los mayores índices de confianza, el dinamismo de la producción industrial y la utilización de la capacidad instalada observada en los últimos seis meses son un indicio en este sentido. De acuerdo con el consenso de analistas internacionales (*Consensus Forecast*), para 2004 y 2005 se espera un crecimiento de 4,7% y 3,8%, respectivamente, similar a lo esperado hace tres meses (Cuadro 5).

En el resto de países desarrollados las perspectivas para 2004 y 2005 son igualmente favorables, aunque con algunas diferencias. Así, en la zona del euro la recuperación continuará, aunque de manera más gradual que la del resto de economías y a unas tasas ligeramente menores que las previstas hace tres meses (Cuadro 5). El crecimiento seguirá impulsado por las exportaciones, a lo que deberá sumarse, más adelante, un mayor dinamismo en la inversión y una recuperación del consumo privado. Sin embargo, la posibilidad de continuar observando buenos resultados en el más largo plazo aún depende de la implementación de reformas en varios países que contribuyan al saneamiento de sus finanzas públicas.

Por su parte, en Asia las perspectivas continúan lideradas por China, aunque su dinamismo podría verse ligeramente reducido como resultado de las políticas estabilizadoras adoptadas recientemente por este país. Para 2004 se espera que el PIB chino sea de 8,7% y hacia 2005 de 7,7% (frente a 9,0% en años anteriores).

CUADRO 5

**PRONÓSTICOS DE CRECIMIENTO  
(PORCENTAJES)**

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

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

Finalmente, en América Latina, las buenas perspectivas de crecimiento siguen vinculadas con las mejoras esperadas en los precios básicos. Su recuperación deberá continuar favoreciendo las exportaciones de la región. En el caso de Venezuela y Ecuador, los altos precios esperados para el petróleo en lo que resta de este año y en 2005 auguran un buen desempeño económico, si las circunstancias políticas no generan un efecto adverso. En línea con lo anterior, *Consensus Forecast* ha incrementado recientemente los pronósticos para estos dos países (Cuadro 5).

Dado lo anterior, el crecimiento esperado (ponderado por el tamaño del comercio) de los principales socios comerciales de Colombia es de 4,3% para 2004 y de 3,6% en 2005. Estas cifras conllevan una aceleración significativa frente a 2003 (1,7%) y son ligeramente mayores que los pronósticos efectuados hace tres meses (4,2% para 2004 y 3,5% para 2005).

En la actualidad, hay dos riesgos principales que podrían frenar la expansión sostenida de la economía mundial, ambos estrechamente ligados entre sí. El primero de ellos es el aumento de los precios internacionales del petróleo y de otras materias primas, y el segundo es el aumento que probablemente tendrá lugar en las tasas de interés externas como resultado de los esfuerzos de las autoridades monetarias de los Estados Unidos y otros países para frenar los recientes brotes inflacionarios. Además, en un horizonte más amplio, habría que añadir los grandes niveles de déficit fiscal y de cuenta corriente que mantiene la economía norteamericana.

Respecto a los precios del petróleo, todo parece indicar que los altos niveles observados en la actualidad obedecen a un desbalance estructural entre oferta y demanda que difícilmente desaparecerá en el corto plazo. Las últimas alzas registradas en junio y comienzos de julio han llevado a los expertos a elevar los pronósticos para el resto del año, e incluso para 2005, entre US\$3 y US\$4 el barril (Cuadro 6). De igual manera, se han incrementado los pronósticos para otras materias primas y *commodities*, incluidos los de varios bienes exportados por Colombia como carbón, café y ferróniquel (Cuadro 6).

Los precios más altos en las materias primas y combustibles podrían afectar negativamente el crecimiento mundial y en especial el de las economías desarrolladas.

*El crecimiento esperado de los principales socios comerciales de Colombia es de 4,3% para 2004 y de 3,6% en 2005.*

*Los altos precios del petróleo obedecen a un desbalance estructural entre oferta y demanda que difícilmente desaparecería en el corto plazo.*

CUADRO 6

PRECIOS DE PRODUCTOS COLOMBIANOS DE EXPORTACIÓN

	2002	2003	Proyección 2004	
			Anterior	Actual
Petróleo (US\$ / barril)	24,20	29,00	31,20	34,14
Carbón (US\$ / tonelada)	30,80	28,10	31,60	38,28
Níquel (US\$ / libra)	1,10	1,40	1,90	1,94
Café (US\$ / libra)	0,70	0,70	0,70	0,79
Oro (US\$ / onza troy)	310,20	362,50	423,80	393,50

Fuente: Banco de la República.

*En el próximo año y medio deberán presentarse aumentos de las tasas reales externas que las acerquen a niveles más acordes con los de equilibrio de largo plazo.*

Aunque todavía no hay consenso entre los analistas sobre la magnitud de este impacto, se cree, sin embargo, que en la última década la economía mundial se ha hecho menos vulnerable a sus efectos. Ello permite confiar en un impacto limitado en el crecimiento de los próximos dos años sin interrumpir la fase de expansión económica actual (véase Recuadro 2, para los efectos sobre Colombia).

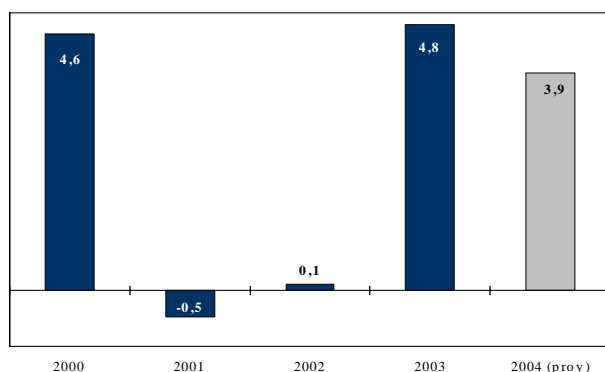
En cuanto a la evolución de la inflación externa, se puede descartar por completo un escenario de deflación al que todavía se le asignaba alguna probabilidad en el informe de marzo. Esto lo corroboran los incrementos en los pronósticos de los precios internacionales de los *commodities* y de inflación externa para lo que resta de 2004 y 2005.

Así las cosas, la etapa de bajas tasas de interés y muy amplia liquidez internacional que caracterizó la economía mundial en los últimos tres años ha llegado a su fin. En el próximo año y medio deberán presentarse aumentos de las tasas reales externas que las acerquen a niveles más acordes con los de equilibrio de largo plazo. Sin embargo, el incremento moderado de la inflación en junio en los Estados Unidos frente a las expectativas de los analistas y la evidencia en contra de una expansión desbordada de ésta y otras economías, hace factible prever que el ajuste de la tasas continuará siendo gradual, por lo menos en lo que resta de este año.

Teniendo en cuenta lo anterior, para este informe se han revisado al alza los pronósticos de tasa de interés externa para los próximos trimestres. El análisis y las proyecciones de inflación se han hecho bajo el supuesto de incrementos en tasas externas de corto plazo del orden de 100 pb para todo el año, de los cuales en junio se observaron 25 pb, mientras que en marzo se suponía un incremento de solo 50 pb para todo el año 2004. Para 2005 se espera un aumento de 150 pb, con lo cual, las tasas nominales de corto plazo en los Estados Unidos se situarían a finales de este año entre 3,5% y 4,0%. Históricamente, esta tasa ha fluctuado alrededor de 4,5% y 5,0%.

GRÁFICO 34

**CRECIMIENTO DEL PIB DE BIENES Y SERVICIOS TRANSABLES (PORCENTAJE)**



(proy) Proyectado.  
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Para Colombia, el contexto externo anterior significa la posibilidad de contar con unos términos de intercambio más favorables en los próximos trimestres que los previstos en el informe de marzo. Esta circunstancia, junto con el relativamente alto crecimiento de la demanda externa, especialmente por Venezuela, permite confiar en un buen desempeño de nuestras exportaciones en el año completo, probablemente mejor que el esperado a comienzos de año. A su vez, unas ventas externas más dinámicas deberán redundar en un crecimiento más sólido que el inicialmente previsto, de los sectores transables como industria y agricultura (Gráfico 34). Los mayores términos de intercambio también favorecen el crecimiento de la demanda interna a través de su efecto sobre el ingreso nacional.

Un escenario de subida de tasas externas impone riesgos para la estabilidad de la economía local y, en general, para las economías emergentes. El alza puede conducir a una importante reducción de la liquidez que aumente de manera sustancial los costos de financiamiento de las economías emergentes, y en especial de aquellas más endeudadas y con mayor dependencia de recursos externos. Aún así, la manera positiva como han reaccionado los mercados al cambio de postura monetaria de la Fed, y el carácter gradual que se espera en los ajustes, permiten descartar coyunturas difíciles en este frente, por lo menos en lo que resta de 2004.

Las proyecciones de balanza de pagos que se presentaron en el *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República* de mediados año recogen buena parte de las consideraciones anteriores. De acuerdo con ellas, el déficit en cuenta corriente para 2004 sería de 1,8% del PIB, previéndose un crecimiento de las exportaciones de 14,5% y de las importaciones de 11,9%. La financiación de este déficit se efectuaría a través de ingresos netos de capitales equivalentes al 2,2% del PIB. La apreciación nominal compatible con estos resultados en 2004 es de 6%, aproximadamente. Para los dos años siguientes, el modelo de balanza de pagos predice una depreciación nominal moderada y acorde con la inflación esperada en Colombia. Debe señalarse, sin embargo, que el aumento reciente en los términos de intercambio podría anunciar condiciones más favorables para las exportaciones, que no han sido plenamente incorporadas en los pronósticos anteriores y que podrían reducir el déficit en cuenta corriente y fortalecer en mayor grado la moneda en 2004 y 2005.

*El aumento reciente en los términos de intercambio podría anunciar condiciones más favorables para las exportaciones, que podrían reducir el déficit en cuenta corriente*

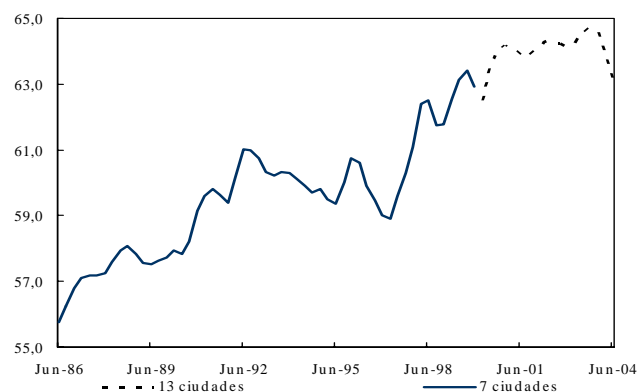
## B. DEMANDA INTERNA Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

En el presente informe se destaca el comportamiento reciente de la demanda interna y se considera que en el resto del año continuará creciendo a buen ritmo. Entre los factores que favorecen su expansión se encuentran la mayor confianza de los consumidores e inversionistas, las mejores condiciones de empleo, el aumento del ingreso disponible, el progresivo saneamiento de los balances de los hogares y de las empresas, el aumento de las utilidades empresariales en lo corrido del año y las bajas tasas de interés reales coherentes con la amplia liquidez disponible. Estos factores deben seguir estimulando el consumo de los hogares y la inversión en lo que resta de 2004.

La evolución de los indicadores de empleo ratifican estas perspectivas, así como la reducción que se ha observado en la tasa global de participación. Caídas significativas en este indicador están probablemente asociadas a mejoras en las condiciones de empleo y en los niveles de ingreso de los hogares y tienden a coincidir con etapas de expansión del ciclo económico (Gráfico 35).

GRÁFICO 35

TASA GLOBAL DE PARTICIPACIÓN  
(COMPONENTE TENDENCIAL)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Como se ha mencionado en los anteriores informes, se espera que la demanda interna siga favorecida por niveles relativamente bajos del coeficiente de riesgo-país (aunque superiores a los observados en el primer trimestre de 2004), por la evolución del precio de las acciones ha variado (año corrido el índice General de la Bolsa de Colombia (IGBC) 26,5%), y por la recuperación del valor de los activos no transables, especialmente de la finca raíz.

En lo que resta de 2004, el componente más dinámico de la demanda interna continuará siendo, posiblemente, la inversión privada. Su crecimiento estará impulsado, en buena medida, por la construcción de vivienda y edificaciones comerciales,

aunque también por la inversión dirigida a otros sectores como el industrial. En efecto, el indicador de confianza de la encuesta de Fedesarrollo permanece en niveles altos, sólo superados por los mejores años de la década de los noventa (Gráfico 36).

De otro lado, existe un amplio espacio para que continúe la recuperación del consumo de los hogares, el cual, en términos per cápita, continúa en niveles similares a los que tenía hace una década. El buen desempeño de esta variable en el primer trimestre permite confiar en un mayor crecimiento para el año 2004, en comparación con lo previsto en el informe trimestral anterior.

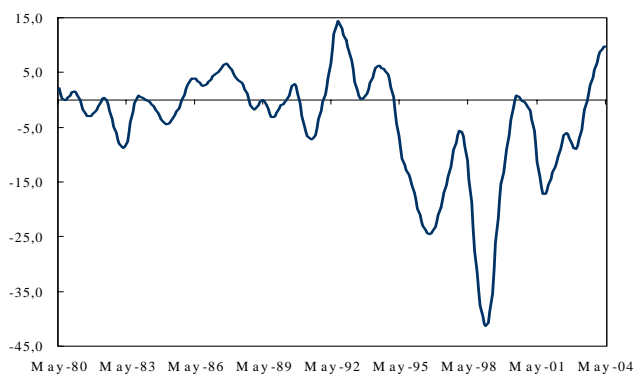
En relación con el PIB total se mantiene el pronóstico de crecimiento de 4% presentado en el informe de marzo (Cuadro 7). Sin embargo, cabe la posibilidad de que el crecimiento sea mayor dado el buen comportamiento del consumo y la inversión en el primer trimestre, y el aumento observado recientemente en las exportaciones.

En este informe se considera que el desempeño económico estará afectado durante el resto del año, por choques de oferta. En particular, durante el tercer trimestre habrá dos días hábiles menos que en igual período de 2003, lo que reduce el potencial de crecimiento de sectores como el industrial. Así mismo, se prevé la desaceleración del sector minero en el segundo semestre, dados los fuertes niveles de crecimiento observados un año atrás (de carbón y oro).

Se debe destacar que el crecimiento económico seguirá impulsado principalmente por el componente privado del producto, el cual ha mostrado un importante dinamismo en los últimos trimestres, y las perspectivas sugieren que continuará así pese a un comportamiento menos dinámico del resto de la economía

### GRÁFICO 36

INDICADOR DE CONFIANZA DE LA INDUSTRIA  
(COMPONENTE TENDENCIAL)



Fuente: Fedesarrollo, cálculos del Banco de la República.

### CUADRO 7

PROYECCIÓN DE CRECIMIENTO, 2004  
(PORCENTAJE)

<b>Producto interno bruto</b>	4,0
Importaciones totales	6,7
<b>Total oferta final</b>	4,5
Consumo final	3,3
Hogares (*)	3,7
Gobierno	2,1
Formación bruta de capital	11,6
Formación bruta de capital fijo	9,0
Subtotal: demanda final interna	4,7
Exportaciones totales	3,0
<b>Total demanda final</b>	4,5

(\*) Incluye las compras de bienes por residentes efectuadas en el exterior y excluye la de no residentes efectuadas en el territorio nacional.  
Fuente: Banco de la República.

(Gráfico 37)<sup>1</sup>. La desaceleración esperada del PIB “resto” (correspondiente a servicios del Gobierno, obras civiles y minería) en 2004 con respecto a 2003, se explica principalmente por un dinamismo moderado del sector construcción de obras civiles. Aunque se espera que en los trimestres restantes este sector corrija la fuerte caída observada en el primer trimestre (-42%), que para el año completo sólo crecería 1%.

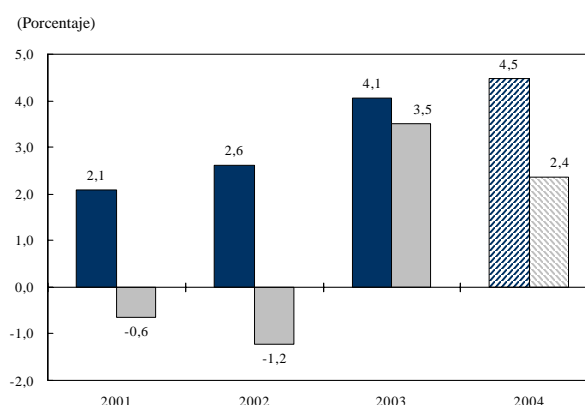
El sector “resto” también estará influenciado por un bajo crecimiento del PIB de petróleo (debido al normal agotamiento de las reservas petroleras del país), y por un aumento de la producción de carbón más moderado que el observado el año anterior. Finalmente, se pronostica para 2004 un crecimiento de 2,0% en los servicios prestados por el Gobierno.

El PIB sectorial evolucionará de una forma dinámica correspondiente a los niveles de crecimiento de la demanda interna y externa de la economía colombiana (Cuadro 8). Para el sector agropecuario se espera una

<sup>1</sup> Se considera PIB privado el compuesto por los sectores: agropecuario; electricidad, gas y agua; industria; construcción de edificaciones; comercio; transporte, y servicios financieros. Los otros sectores se agregan en el llamado “resto”.

GRÁFICO 37

CRECIMIENTO DEL PIB “PRIVADO” Y “RESTO”



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

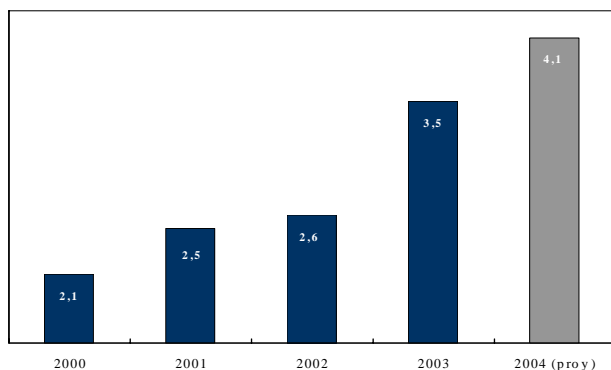
CUADRO 8

CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB, POR RAMAS DE ACTIVIDAD  
(VARIACIONES PORCENTUALES ANUALES)

Ramas de actividad	2002 (pr)	2003 (pr)	2004 (proy)
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	0,6	3,1	3,2
Explotación de minas y canteras	(4,3)	12,1	4,4
Electricidad, gas y agua	3,0	3,3	2,5
Industria manufacturera	1,1	4,2	4,5
Construcción	12,7	12,4	14,4
Edificaciones	35,2	19,7	22,9
Obras civiles	(7,9)	2,6	1,0
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	1,4	5,1	5,0
Transporte, almacenamiento y comunicación	3,0	4,5	5,5
Establecimientos financieros, seguros e inmuebles	2,4	4,6	6,7
Servicios sociales, comunales y personales	0,9	1,2	1,9
Serv. de intermediación			
Financ. medidos indirectamente	(0,0)	13,9	20,8
Subtotal valor agregado	1,8	3,9	4,0
Producto interno bruto	1,8	3,9	4,0

(pr) Preliminar.  
(proy) Proyectado por el Banco de la República.  
Fuente: DANE y Banco de la República.

**CRECIMIENTO DEL PIB DE BIENES  
Y SERVICIOS NO TRANSABLES  
(PORCENTAJE)**



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

aceleración frente al crecimiento de 2003. Lo anterior estará explicado principalmente por el inicio de un ciclo de sacrificio en la ganadería que impulsará el crecimiento del sector, pese a los malos datos observados en el primer trimestre en cultivos como el banano y las flores.

Además, de lo que ya se ha dicho sobre el sector minero, la expansión de 4,4% se verá explicada en parte, por el dinamismo del sector de la construcción que influye fuertemente sobre la producción de minerales no metálicos. La industria manufacturera continuará su aceleración en 2004, aunque su dinámica trimestral se ve influenciada por los días hábiles que marcarán una estacionalidad de mayor expansión que en el primer semestre.

Por último, el comercio y el resto de los servicios crecerán a tasas superiores al PIB, con excepción de los servicios del Gobierno, lo cual constata el buen comportamiento de la demanda interna, sobre todo del consumo de los hogares.

Coherente con el dinamismo de la demanda interna, para 2004 se espera una aceleración en el PIB de los bienes y servicios no transables (Gráfico 38). Este tipo de bienes crecerá impulsado por el comercio y los servicios pero sobre todo, por el dinamismo del sector de la construcción para el cual se prevé un crecimiento de 14,4% en términos reales.

### C. PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN

Como ha sido usual en informes anteriores, en esta oportunidad los pronósticos del Banco también se han efectuado en dos etapas. En una primera, se realizan pronósticos de corto plazo (a horizontes de uno y dos trimestres) para variables como inflación, crecimiento, brecha del producto y devaluación, entre otras. Para ello, se utilizan modelos sectoriales que han demostrado un alto poder de predicción en horizontes cortos. La segunda etapa corresponde a la producción de los pronósticos de largo plazo con base en el modelo central del Banco (modelo de mecanismos de transmisión-MMT). En este caso se efectúan pronósticos simultáneos para las principales variables macroeconómicas, incluida la inflación, a horizontes que superan dos trimestres. Los pronósticos de corto plazo obtenidos en la primera etapa constituyen un insumo en este segundo proceso.

#### 1. Los pronósticos para 2004

En este informe, los pronósticos de corto plazo (PCP) para inflación abarcan el tercero y cuarto trimestres de 2004. El PCP de la inflación se incrementó frente a

*Coherente con el dinamismo de la demanda interna, para 2004 se espera una aceleración en el PIB de los bienes y servicios no transables.*



las proyecciones de los meses anteriores, tanto para el IPC de alimentos como para el IPC sin alimentos.

En el caso de la inflación sin alimentos, los modelos de corto plazo indican que esta se situaría en 5,9% y 6,1% en el tercero y cuarto trimestres, respectivamente. Estos valores son superiores a los pronosticados en el informe de marzo en 30 pb y 40 pb, en su orden.

Cabe señalar que para el segundo trimestre el Banco había previsto una inflación inferior en 30 pb a la observada (Cuadro 9). La subestimación de la inflación en junio y los mayores pronósticos para los dos trimestres siguientes guarda relación con el mayor nivel (observado y esperado) del precio internacional del petróleo. Esta circunstancia, que indujo incrementos superiores a los previstos en los precios domésticos de los combustibles y del servicio público de transporte durante el segundo trimestre, ha hecho elevar los pronósticos para lo que resta del año.

Respecto de la inflación de alimentos, el desfase entre el pronóstico del Banco y la cifra observada en junio fue importante (5,6% proyectado vs. 6,5% observado) y su explicación radica fundamentalmente en el fuerte repunte que registraron los precios de alimentos perecederos (hortalizas). Para los próximos dos trimestres, los modelos de corto plazo indican que la inflación anual de este grupo se situaría en 7,1% y 5,9%, por encima de lo previsto hace tres meses.

Para el segundo semestre, nuevamente la volatilidad de la inflación anual de alimentos estaría ligada al comportamiento del precio de los perecederos en general y de los precios de tubérculos como la papa, en particular. El segundo semestre suele ser un período de buena oferta de este tipo de productos, por lo que usualmente sus precios disminuyen. Para este año, sin embargo, los modelos pronostican una reducción menor hasta septiembre que la observada un año atrás. Esto induciría un incremento de la inflación anual, a pesar de que la inflación de este grupo en el segundo semestre de 2003 puede considerarse atípicamente baja. Para el cuarto trimestre ocurriría lo contrario, con lo que se reduciría la inflación anual.

Cabe señalar que los pronósticos puntuales de la inflación de alimentos han estado acompañados de un considerable margen de error, como se observa en el Cuadro 9; la diferencia entre la inflación de alimentos en junio y la que se proyectaba a principios de año es de 150 pb, mientras que esta diferencia, en el caso de la inflación sin alimentos, es de sólo 30 pb. Por esta razón, los pronósticos de la inflación de alimentos deben tomarse con cautela. Sin embargo, la experiencia también muestra que los modelos utilizados en el PCP han capturado normalmente las tendencias de la inflación de alimentos, por lo que para fin de año, puede esperarse una reducción de la inflación anual de alimentos.

**EVOLUCIÓN DE LOS PRONÓSTICOS DE CORTO PLAZO DE LA INFLACIÓN (PORCENTAJE)**

	Diciembre	Marzo	Junio
<b>Total</b>			
Mar-04	5,7	6,3	6,3
Jun-04	5,4	5,6	6,1
Sep-04		5,8	6,2
Dic-04			6,0
<b>Sin alimentos</b>			
Mar-04	6,0	6,1	6,1
Jun-04	5,6	5,6	5,9
Sep-04		5,6	5,9
Dic-04			6,1
<b>De alimentos</b>			
Mar-04	5,0	6,7	6,7
Jun-04	5,0	5,6	6,5
Sep-04		6,2	7,1
Dic-04			5,9

Fuente: Banco de la República.

*Los modelos de corto plazo indican que la inflación sin alimentos se situaría en 5,9% y 6,1% en el tercero y cuarto trimestres.*

*El modelo central del Banco considera una apreciación promedio de 6,7% para 2004.*

En términos generales, el PCP para la inflación total indica que ésta se mantendrá alrededor del 6,0% el resto del año, con variaciones puntuales que dependerán del comportamiento de la inflación de alimentos perecederos. Una vez se descuenta la volatilidad que imprimen los precios de alimentos y los aumentos por los regulados, la senda de inflación resultante para el resto del año no difiere mucho de la que se previó en el informe de marzo.

Además de la inflación, el PCP utilizado en el modelo central del Banco considera una apreciación promedio anual para 2004 de 6,7%, similar a la que se supone en el escenario central de la balanza de pagos discutido previamente, y a la utilizada en el *Informe sobre Inflación* de marzo. En materia de crecimiento, el PCP no cambió frente a dicho informe y se sigue situando en 4,0%. En términos del PIB trimestral, esto supone una tasa de crecimiento superior al 4,0% para el segundo trimestre, pero ligeramente inferior en el tercero y cuarto. La desaceleración obedecería a choques de oferta transitorios (dos días hábiles menos en el tercer trimestre de 2004 frente a los observados en 2003), y al hecho de comparar con una base estadística alta por el aumento del PIB minero en la segunda mitad de 2003.

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

*Los resultados suponen que la tasa de interés de corto plazo se ajusta para garantizar la convergencia de la inflación a un nivel de 3,0% en el largo plazo.*

A continuación se presentan los resultados del modelo central o de MMT para el caso en que la tasa de interés se determina endógenamente. Es decir, los resultados suponen que la tasa de interés de corto plazo se ajusta para garantizar la convergencia de la inflación a un nivel de 3,0% en el largo plazo, de acuerdo con el objetivo de la Junta Directiva. La senda de la tasa también tiene en cuenta los anuncios que se han hecho sobre las metas de inflación de 2004 y 2005 (rango-meta entre 5% y 6% para 2005 y fijación de la meta de 2005 en un rango entre 3,5% y 5,5%).

En el informe anterior se afirmaba que las perspectivas de la inflación para el mediano y largo plazos dependían de dos factores fundamentales: la evolución de la tasa de cambio y la velocidad de cierre de la brecha del producto. Aunque las secciones precedentes sugieren que estos dos factores siguen siendo importantes, el énfasis sobre la tasa de cambio ha disminuido a favor de un mayor peso para las expectativas y para la brecha del producto.

La evolución futura del tipo de cambio seguirá estrechamente vinculada a las condiciones externas. En la actualidad, estas tienden a favorecer una mayor estabilidad cambiaria en el mediano plazo frente a lo que se esperaba hace tres meses. La consolidación del crecimiento de la economía de los Estados Unidos a tasas relativamente altas sugiere que dicha economía ha entrado en una nueva fase de expansión. Es cierto que subsisten dudas sobre la durabilidad y solidez de esta nueva fase, dados los profundos desbalances externo y fiscal que muestra esa economía. Sin embargo, se considera que los mercados aún cuentan con suficiente tiempo y margen de maniobra para hacer los ajustes de manera gradual y todavía con un costo bajo en términos de crecimiento.

Lo anterior implica que la economía de los Estados Unidos seguirá creciendo a un ritmo satisfactorio por varios trimestres y que ello continuará impulsando el crecimiento mundial, incluido el de los países emergentes. En el mediano plazo, la fortaleza de la demanda mundial también seguirá garantizando incrementos adicionales en los precios de las materias primas exportadas por las economías emergentes. Aunque estos precios han venido en ascenso desde el año pasado, aún están por debajo de los niveles máximos observados a finales de 1996 y durante otros años de fuerte expansión económica.

Para Colombia, esto significa que la cuenta corriente de la balanza de pagos contribuirá a la estabilidad cambiaria, o, por lo menos, no inducirá una fuerte depreciación nominal. Las exportaciones tendrían asegurada una demanda externa en expansión y con términos de intercambio favorables, a lo cual se sumarían ingresos por remesas de magnitudes similares o mayores que los observados en 2003. Los mayores ingresos compensarían el aumento de las importaciones consistente con el crecimiento esperado para los próximos años sin ampliar significativamente el déficit en cuenta corriente.

No obstante, el reciente surgimiento de presiones inflacionarias en los Estados Unidos conlleva riesgos para el crecimiento mundial que habían sido subestimados en el informe de marzo. En este documento se han aumentado las previsiones sobre incrementos en las tasas de interés para 2004. En la actualidad se espera un ajuste en las tasas de interés de corto plazo en Estados Unidos de 100 pb para todo el año, frente a los 50 pb contemplados en marzo. Este ajuste es similar al que contempla el consenso de analistas internacionales. Para 2005 se prevén nuevos aumentos por 175 pb, con lo cual las tasas externas se acercarían bastante a sus niveles de equilibrio de largo plazo.

En este orden de ideas, todo parece indicar que el aumento en las tasas será gradual. Ello disminuye los riesgos sobre el crecimiento global y al mismo tiempo hace menos probable que los flujos de capitales hacia las economías emergentes se reviertan bruscamente, debilitando sus monedas.

Todo lo anterior permite mantener el optimismo respecto de la estabilidad cambiaria del peso colombiano en el mediano plazo. Recogiendo estas consideraciones y bajo el supuesto de que la prima de riesgo-país no registra cambios importantes en los próximos dos años, dadas las consideraciones anteriores, el MMT anticipa una depreciación nominal promedio anual de 4,2% en 2005 y de 2,7% en 2006 (Cuadro 10), menor que la prevista en el informe de marzo (5,3% para 2005 y 11,3% para 2006). Estas cifras, sin representar un cambio sustancial con respecto a los pronósticos del último informe, muestran un panorama un poco más favorable en términos de las presiones cambiarias futuras sobre la inflación.

En relación con la brecha del PIB, el MMT sigue mostrando una reducción gradual el próximo año en magnitudes que no difieren de las presentadas en el informe anterior (Cuadro 10). Este escenario es consistente con el actual dinamismo de la inversión y con los aún altos niveles de desempleo.

*En 2004 se espera un ajuste de 100 pb en las tasas de interés de corto plazo en Estados Unidos.*

*El MMT anticipa una depreciación nominal promedio anual de 4,2% en 2005 y de 2,7% en 2006.*

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

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

Fuente: Banco de la República.

Las expectativas y la inercia inflacionaria continúan desempeñando un papel preponderante en los pronósticos de inflación de mediano y largo plazo. El aumento en el pronóstico de inflación para diciembre de este año, a causa de los mayores ajustes de precios de alimentos y regulados, conlleva mayores expectativas de inflación para comienzos de 2005 frente a lo que se esperaba en el informe de marzo. En este sentido, choques transitorios en los precios terminan adquiriendo un efecto permanente en la inflación y en la determinación de la política monetaria.

Como en informes anteriores, las expectativas de inflación tienden a reducirse muy lentamente. Esta dinámica concuerda con las tendencias observadas para diferentes indicadores y con el hecho de que las expectativas siguen dependiendo ampliamente de la inflación pasada y no de las metas anunciadas por el Banco, a pesar de las posibles ganancias en la credibilidad de la política monetaria en los últimos años.

Finalmente, los pronósticos de MMT presentados en este informe no contemplan ningún choque transitorio de precios para 2005 y 2006. En términos de los precios de los bienes y servicios regulados (especialmente combustibles y servicios públicos), esto significa que durante los próximos dos años sus ajustes no superarían la inflación observada a finales de 2004 (6,0%). Específicamente, no se contempla el posible efecto inflacionario que tendría una modificación al régimen del IVA en 2005.

En el contexto anterior, el MMT prevé un incremento gradual de tasas a partir del cuarto trimestre de este año y durante los dos años siguientes para garantizar la convergencia de la inflación a su meta de 3% en el largo plazo. El aumento de tasas a finales de 2004 sería pequeño (alrededor de 40 pb), y en 2005 y 2006 sería de 180 pb y 60 pb adicionales, respectivamente. La senda de tasas resultante no

*Los pronósticos de MMT no contemplan el posible efecto inflacionario que tendría una modificación al régimen del IVA en 2005.*

varía significativamente frente a la que se presentó en el informe anterior, y esto resulta coherente con los pocos cambios efectuados en la historia.

El ajuste de las tasas se explica por varios factores:

- ✘ En primer lugar, por el nivel que mantendrían las expectativas de inflación hasta bien entrado 2005 (alrededor del 6,0%). Este hecho, sumado a una meta de inflación más baja el próximo año, exige un cambio en la postura de la política monetaria que permita alinear las expectativas con las metas futuras.
- ✘ En segundo lugar, por la disminución de los excesos de capacidad productiva en los próximos trimestres.
- ✘ Y finalmente, por el bajo nivel que presenta en la actualidad la tasa de interés real en Colombia frente a lo que han sido sus niveles de equilibrio de largo plazo. Esto no resulta sorprendente si la situación de la demanda tiende a normalizarse, como está contemplado en el MMT, si las expectativas de inflación se asientan en 6%, y si la política monetaria sólo actúa sobre la inflación con rezago de cuatro trimestres como mínimo.
- ✘ Los factores anteriores compensan el efecto a la baja sobre las tasas que podría tener la mayor estabilidad del tipo de cambio.

Para los supuestos y pronósticos ya mencionados, el modelo central del Banco proyecta una inflación de 4,9% y 4,7% para finales de 2005 y 2006. Estos pronósticos de largo plazo suponen que la inflación de alimentos converge a la inflación sin alimentos a finales del próximo año (Cuadro 10).

### 3. Balance de riesgos

Para la construcción del balance de riesgos que se presenta a continuación se hicieron las siguientes consideraciones:

- ✘ En 2004, la apreciación podría exceder la prevista en los pronósticos del Banco. Los ingresos por exportaciones pueden ser superiores por mayores precios internacionales y por mayor demanda externa. Algo similar podría suceder con los ingresos netos de capital, dada la tranquilidad con que los mercados asimilaron el cambio de política de la Fed una vez decantaron sus anuncios. Por el contrario, para 2005 el sesgo podría ser hacia una mayor depreciación, dados los riesgos que pesan sobre la inflación mundial y las tasas externas.
- ✘ La brecha podría cerrarse más rápidamente de lo previsto. Los datos más recientes sobre la actividad real sugieren que el crecimiento podría ser mayor en 2004 y 2005 que el previsto en este informe. En relación con el nivel actual de la brecha (-1,7%), aunque su estimación es incierta para este informe se le asigna la misma probabilidad de que esté subestimada o sobre-estimada.

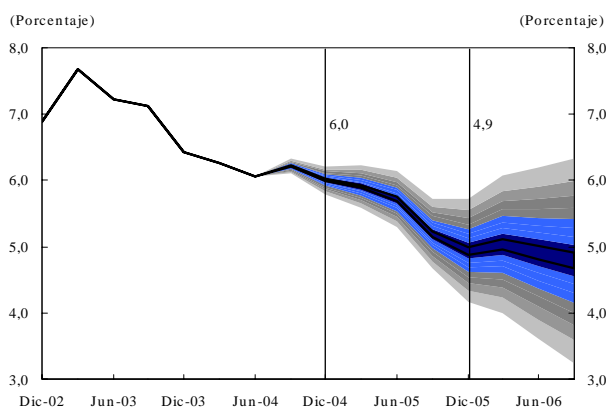
*El MMT prevé un incremento gradual de tasas a partir del cuarto trimestre de 2004 y durante los dos años siguientes.*

*En 2004, la apreciación podría exceder la prevista en los pronósticos. Por el contrario, para 2005 el sesgo podría ser hacia una mayor depreciación.*

- ✘ La inflación de alimentos en 2004 superaría la estimada por el PCP como lo sugieren algunos de los modelos del Banco.
- ✘ Los anuncios sobre la extensión del IVA, de concretarse, podrían inducir aumentos en la tasa de inflación.
- ✘ Los precios domésticos de los combustibles podrían aumentar nuevamente por encima de la meta de inflación en 2005, dadas las tendencias recientes de los precios externos y la vulnerabilidad de la oferta mundial.
- ✘ A la fecha, no se pueden descartar incrementos en los precios de otros servicios y bienes regulados por encima de la meta de 2005.
- ✘ Los costos de producción podrían aumentar más de lo previsto en este informe, tanto por mayores precios internacionales como por la posible aparición de cuellos de botella en algunas cadenas productivas. El aumento de los costos de la construcción y la reiterada preocupación de los empresarios según la ANDI son indicios en esta dirección.

GRÁFICO 39

DISTRIBUCIÓN DE PROBABILIDADES EN LA INFLACIÓN (FAN-CHART)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Este balance de riesgos se recoge en el cuadro de distribución de probabilidades (*Fan Chart*). La distribución de probabilidades de la inflación para 2004 muestra que la inflación tiene, ahora, una menor probabilidad de situarse por debajo de 6,0% que hace un trimestre (pasó de 90% a 49%). Sin embargo, la probabilidad de que la inflación se sitúe por debajo de 5,5% para 2005 aumentó ligeramente con respecto a los resultados anteriores (83% vs. 80%). También presenta un intervalo de confianza balanceado en torno a la senda central de pronóstico de la inflación (Gráfico 39).

	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%]
Sep-04	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	100,0
Dic-04	0,0	0,0	0,0	0,0	49,1	50,9
Mar-05	0,0	0,0	0,0	1,7	67,2	31,0
Jun-05	0,0	0,0	0,3	20,0	66,6	13,0
Sep-05	0,0	1,5	26,1	55,7	16,1	0,6
Dic-05	2,4	15,3	37,3	33,0	10,6	1,2
Mar-06	5,0	14,7	28,0	29,2	16,8	5,3

Fuente: Banco de la República.

## INCIDENCIA DEL AUMENTO EN EL PRECIO DEL PETRÓLEO EN LA ECONOMÍA COLOMBIANA

En los últimos meses, la economía mundial ha enfrentado un aumento importante en el precio internacional del petróleo, que pasó de US\$32,14 barril (WTI) en diciembre de 2003 a US\$40,47 barril en promedio a julio de 2004, impulsado principalmente por la fuerte demanda de Asia y los Estados Unidos.

El efecto de dicho aumento sobre la actividad económica mundial y el desempeño de cada país, responde a factores propios de cada economía. Para la economía mundial, un estudio realizado por la Agencia Internacional de Energía (AIE)<sup>1</sup>, estima que un aumento sostenido de US\$10 en el precio del crudo entre 2004 y 2008, podría producir una caída en el crecimiento de los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) cercana al 0,4% del PIB. La inflación en dichos países, aumentaría 0,5% y la tasa de desempleo en 0,1%. El crecimiento mundial se afectaría negativamente en 0,5% del PIB, dado que los beneficios obtenidos por los países exportadores no alcanzan a compensar los costos de los altos precios para los importadores.

Colombia simultáneamente exporta crudo e importa una parte de la gasolina que requiere para satisfacer la demanda interna, debido a la insuficiente capacidad de refinación. En este recuadro se evalúan los posibles efectos directos de un incremento de US\$5 en el precio del crudo sobre la balanza de pagos, las finanzas del sector público y la inflación<sup>2</sup>. También se cuantifican algunos efectos indirectos (a través de movimientos en la tasa de cambio real, o de mayores ingresos), con base en un modelo multisectorial de equilibrio general.

### I. Efectos sobre la balanza de pagos

Un aumento en el precio del crudo de US\$5 incrementa los ingresos corrientes de la balanza de pagos en US\$69 m (Cuadro R2.1). Este incremento surge de un aumento de US\$219 m en el superávit comercial, como resultado de mayores ventas externas del crudo en US\$655 m. Estos ingresos adicionales compensan los menores ingresos por exportaciones de productos no tradicionales, debido a la apreciación real de 2,5% inducida por las mayores exportaciones petroleras, y al aumento en las importaciones en US\$257m. Esta revaluación también afecta la cuenta de servicios no factoriales, haciéndola más deficitaria en US\$46 m. Los mayores ingresos petroleros también generan salidas por US\$104 m en la cuenta de renta de los factores debido a las mayores remisiones de las empresas extranjeras asociadas.

### II. Efecto sobre las finanzas públicas

La actividad petrolera es una importante fuente de recursos para el Estado, bien sea a través del pago de impuestos (renta, IVA, impuestos a la gasolina), la concesión de regalías (derechos de propiedad sobre el subsuelo), la distribución

<sup>1</sup> International Energy Agency (IEA) (2004). "Analysis of the Impact of the High Oil Prices on the Global Economy".

<sup>2</sup> Este incremento corresponde al cambio del precio promedio de exportación del crudo que, en las proyecciones oficiales, pasaría de US\$29,04 en 2003 a US\$34,14 en 2004. El precio internacional del crudo colombiano está cerca de US\$2 por debajo del precio del crudo de referencia (WTI).

**CUADRO R2.1**  
**EFFECTO DEL CAMBIO EN EL PRECIO DEL PETRÓLEO**  
**SOBRE LA BALANZA DE PAGOS**  
**(COMO PORCENTAJE DEL PIB)**

<b>Cuenta corriente</b>	69,0
<b>A. Bienes</b>	219,0
1. Comercio general	238,0
Exportaciones	495,0
Café	0,0
Petróleo y derivados	655,0
Carbón	0,0
Ferroñíquel	0,0
No tradicionales	(160,0)
Importaciones FOB	257,0
2. Operaciones especiales de comercio exterior	(19,0)
<b>B. Servicios no factoriales</b>	(46,0)
<b>C. Renta de los factores</b>	(104,0)
<b>D. Transferencias corrientes</b>	0,0

Fuente: Banco de la República.

de dividendos (las utilidades que genere Ecopetrol corresponden al Estado como propietario), y la ejecución de gastos que se realicen con objetivos fiscales (subsidios a la gasolina, obras de infraestructura, contribución al programa de masificación de gas, etc.).

Como se muestra en el Cuadro R2.2, el mayor precio del crudo mejora el superávit de Ecopetrol en 0,1 puntos porcentuales del PIB. Sin embargo, si se supone el desmonte total de los subsidios al precio de la gasolina, el impacto sobre las finanzas de la empresa estaría cercano a 0,3% del PIB, según cálculos preliminares del Consejo Superior de Política Fiscal (Confis).

En el escenario sin eliminación de subsidios, los ingresos de Ecopetrol aumentarían 0,3% del PIB, mientras que los gastos lo harían en 0,2%. Los mayores ingresos están asociados al mayor valor de las ventas externas, en tanto que los mayores gastos se explicarían principalmente por el aumento en el valor de las importaciones de gasolina, así como por el giro de regalías a la Nación. Cabe mencionar, que el mayor superávit de la empresa implica un incremento en el pago del impuesto de renta a la Nación, pero este solo tendría lugar en el año siguiente.

### III. Impacto sobre la inflación al consumidor

Si se supone que alrededor del 80,0% del incremento en los precios del petróleo se transmite a los precios de la gasolina (ésta es la proporción que resulta al comparar la variación de dichos precios entre diciembre de 2002 y mayo de 2004), un incremento de US\$5 en el precio del petróleo incrementaría el IPC en 0,53%.

Este efecto se descompone en uno directo asociado al aumento en el precio de los combustibles (de 14%) que tiene un impacto inflacionario de 0,1%, y de un efecto indirecto de 0,43% por el impacto sobre los costos de transporte



**CUADRO R2.2**  
**IMPACTO DEL AUMENTO EN EL PRECIO DEL PETRÓLEO SOBRE LAS FINANZAS DE ECOPETROL**  
**(COMO PORCENTAJE DEL PIB)**

	(US\$ / barril)	
	34,14	29,04
<b>Ingresos totales</b>	5,6	5,3
Explotación bruta	5,3	4,9
Ventas nacionales	3,1	3,1
Exportaciones	2,2	1,8
Otros ingresos	0,2	0,2
Ingresos causados	0,0	0,0
Ahorro / (desahorro) FAEP	(0,1)	(0,2)
<b>Gastos totales</b>	4,9	4,7
Operación comercial	1,9	1,8
Compra de materia prima	0,5	0,5
Importaciones	0,2	0,1
BOMT, Ocensa	0,4	0,4
Otros gastos de operación	0,8	0,8
Transferencias	2,0	1,9
Dividendos a la nación	0,4	0,4
Impuesto de renta	0,3	0,3
Regalías	0,9	0,8
Otras transferencias	0,4	0,4
Resto funcionamiento, pagos de capital y otros pagos	1,0	1,0
<b>Superávit total</b>	0,7	0,6

Fuente: Confis con base en información de Ecopetrol.

y otros rubros<sup>3</sup>. Este último supone que los aumentos en los costos son trasladados en su totalidad a aumentos en los precios. También se supone que no hay ningún efecto sobre la tasa de cambio. En caso de que se presentara la revaluación que estima el modelo de balanza de pagos, el efecto inflacionario total estaría alrededor de 0,4%.

#### IV. Resultados macrosectoriales

De acuerdo con el modelo de equilibrio general de la Subgerencia de Estudios Económicos (SGEE), el aumento de US\$5 en el precio externo del crudo, genera una apreciación real de 1,9%, ligeramente menor a la proyectada en la balanza de pagos. Los mayores ingresos por exportaciones tienen un efecto expansionista sobre el consumo de los hogares y sobre el ahorro doméstico. A estos efectos positivos sobre la actividad económica se opone la caída de 1,3% en las exportaciones no tradicionales debido a una apreciación real de 1,8%, y el mayor crecimiento de las importaciones. En conjunto, el PIB crece 0,3% (Cuadro R2.3).

El modelo muestra un efecto tipo enfermedad holandesa, por el cual se favorecen el sector minero y los servicios (estos últimos, compuestos en su mayoría por actividades no transables), mientras que el sector industrial (principalmente transable) se contrae 0,33%. Aunque el valor agregado del sector agropecuario no sufre cambios importantes, sus exportaciones disminuyen 0,14% (Cuadro R2.4).

<sup>3</sup> Para este cálculo se utiliza un modelo de Leontief, con base en una matriz insumo-producto para 1997.

**CUADRO R2.3**  
**CRECIMIENTO REAL DEL PIB POR EL LADO DEL GASTO**  
**(PORCENTAJE)**

<b>Consumo</b>	0,35
<b>PIB</b>	0,28
<b>Inversión total</b>	2,46
Inversión privada	3,28
<b>Exportaciones</b>	(0,80)
Exportaciones no tradicionales	(1,34)
<b>Importaciones</b>	1,77

Fuente: Banco de la República.

**CUADRO R2.4**  
**CRECIMIENTO REAL DEL PIB SECTORIAL**  
**(PORCENTAJE)**

	<b>PIB</b>	<b>Exportaciones</b>	<b>Importaciones</b>
Agropecuaria	0,00	(0,14)	1,34
Minería	0,06	0,10	0,50
Industria	(0,33)	(1,99)	1,82
Servicios	0,43	(0,62)	1,59

Fuente: Banco de la República.

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

Esta es una revisión a las proyecciones más recientes efectuada por analistas locales y extranjeros, de las principales variables de la economía colombiana para finales de 2004 y 2005. En el momento de la consulta los agentes contaban con información hasta junio.

### I. Proyecciones para 2004

En el Cuadro A1 se muestran los pronósticos para 2004. Los analistas locales mantuvieron su pronóstico de crecimiento en 3,8%, mientras que los extranjeros los corrigieron al alza situándose en 4,2%. Cuatro de los nueve analistas mantuvieron inalterado su pronóstico, cuatro lo corrigieron al alza y tan sólo la revista *Dinero* bajó en 40 bp su pronóstico para fin de año. Idea Global es el más optimista al pronosticar un crecimiento de 4,8%, y el más pesimista es *Dinero* que se sitúa en 3,6%. En cuanto a la inflación, parece haber un consenso entre los agentes en un dato de 5,9%, siendo Goldman Sachs el más pesimista, con una inflación proyectada de 6,4%. Todos los analistas nacionales creen en el cumplimiento de la meta, aunque sitúan sus pronósticos en el techo del intervalo que fijó el Emisor a comienzos del año. El pronóstico más optimista es el de Suvalor-Confinsura, quien es el único que parece creer que todavía es posible lograr la meta puntual de 5,5% a fin de año. Vale la pena recordar que el pronóstico de inflación del Banco de la República para fin de año (incluido en este informe) es de 6%, levemente por encima del promedio de los agentes.

En cuanto al tipo de cambio, la diferencia entre el pronóstico de los agentes locales y los extranjeros es de sólo \$5. Tres analistas mantuvieron constantes sus pronósticos, cinco los redujeron y tan sólo el Deutsche Bank corrigió al alza su

CUADRO A1  
PROYECCIÓN DE LAS PRINCIPALES VARIABLES MACROECONÓMICAS PARA 2004

	Crecimiento del PIB real %	Inflación IPC %	Tasa de cambio nominal (fin de)	DTF nominal 1/ %	Déficit (% del PIB)		Tasa de desempleo %
					Fiscal (SPC)	Cta. Cte.	
<b>Analistas locales</b>							
Revista Dinero	3,6	6,0	2.780	8,0	2,8	n.d.	14,8
Suvalor-Corfinsura	4,0	5,5	2.800	7,8	2,5	n.d.	n.d.
Corfivalle	3,7	5,8	2.800	8,9	2,8	1,5	14,5
ANIF	3,8	6,0	2.750	7,9	2,8	n.d.	13,2
Fedesarrollo	3,9	6,0	2.738	7,9	2,7	1,9	13,5
<b>Promedio</b>	<b>3,8</b>	<b>5,9</b>	<b>2.774</b>	<b>8,1</b>	<b>2,7</b>	<b>1,7</b>	<b>14,0</b>
<b>Analistas externos</b>							
Goldman Sachs	3,8	6,4	2.880	n.d.	2,5	2,2	n.d.
IDEA Global	4,8	5,7	2.700	7,8	2,5	0,3	12,5
J. P. Morgan Chase	4,0	5,5	2.725	7,8	2,8	1,8	14,5
Deutsche Bank 2/	4,0	6,1	2.770	8,3	5,9	1,7	14,6
<b>Promedio</b>	<b>4,2</b>	<b>5,9</b>	<b>2.769</b>	<b>8,0</b>	<b>2,6</b>	<b>1,5</b>	<b>13,9</b>

SPC: Sector público consolidado.

n.d. No disponible.

1/ Promedio del año.

2/ El dato del Deutsche Bank para déficit fiscal corresponde al Gobierno nacional central (GNC), no se incluye en el promedio.

Fuente: Banco de la República.

pronóstico para situarse en el promedio de los demás. Esto sugiere que el mercado tiene ahora mayores expectativas de apreciación para el año. Para la DTF los pronósticos son en promedio, 8,0%. Con respecto al déficit fiscal no ha habido cambios importantes, y los agentes esperan en promedio, un déficit de 2,7% como proporción del PIB para el final del año<sup>1</sup>.

Con referencia al déficit en cuenta corriente, los analistas locales corrigieron su pronóstico hacia abajo en 30 bp acercándose a lo que pronostican los analistas extranjeros desde el informe anterior. Los pronósticos van entre 0,3% (Idea Global), y 2,2% (Goldman Sachs) de déficit como proporción del PIB. Finalmente, los agentes, en promedio, esperan que la tasa de desempleo (a nivel nacional) se sitúe en 14%. Los analistas locales bajaron en 20 bp su pronóstico de hace un trimestre y los extranjeros lo aumentaron en 40 bp. *Dinero* es el más pesimista al situar el desempleo en cerca del 15%, mientras que Idea Global vuelve a ser el más optimista al ubicar el indicador en 12,5%.

## II. Proyecciones para 2005

En el Cuadro A2 se exponen algunos pronósticos para 2005. Para el próximo año los analistas esperan un crecimiento promedio de 4,0%, casi igual al que preveían hace tres meses. Los rangos van entre 3,4% (Goldman Sachs) y 5,0% (Idea Global).

Acerca de la inflación, los analistas locales esperan una tasa promedio de 5,2%, prácticamente igual a la que esperaban al final del primer trimestre. Ningún pronóstico individual es superior a 5,5%. En cuanto al tipo de cambio, las expectativas son ahora más cercanas: sólo hay una diferencia de \$60 entre el tipo de cambio esperado por los analistas locales a finales de 2005 (\$2.889), y la de los analistas extranjeros (\$2.953). Con respecto al último informe, los nacionales corrigieron a la baja su pronóstico en cerca de \$250, lo que implica una devaluación promedio implícita de 4,0% frente a 10,0% que esperaban hace tres meses. Entre tanto, los extranjeros corrigieron al alza en cerca de \$50 sus pronósticos, lo que se traduce en una devaluación promedio implícita de 6,5% frente a 4,0% que esperaban en el último informe.

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

	Crecimiento del PIB real %	Inflación IPC %	Tasa de cambio nominal (fin de)
<b>Analistas locales</b>			
Revista Dinero	n.d.	n.d.	n.d.
Suvalor-Corfinura	3,5	5,3	2.948
Corfivalle	4,0	5,5	2.880
ANIF	3,9	5,5	2.838
Fedesarrollo	4,1	5,0	2.890
<b>Promedio</b>	<b>3,9</b>	<b>5,3</b>	<b>2.889</b>
<b>Analistas externos</b>			
Goldman Sachs	3,4	4,9	3.050
IDEA global	5,0	5,0	2.800
J. P. Morgan Chase	4,0	5,3	n.d.
Deutsche Bank	3,9	5,2	3.008
<b>Promedio</b>	<b>4,1</b>	<b>5,1</b>	<b>2.953</b>

n.d. No disponible.  
Fuente: Banco de la República.

<sup>1</sup> El dato del déficit fiscal hace referencia al sector público consolidado. Los datos de déficit fiscal del Deutsche Bank no se incluyen dentro de los promedios porque corresponden al déficit del Gobierno nacional central.

# DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS TRES MESES

## Antecedentes

En el *Informe sobre Inflación* de marzo se destacaron dos tendencias en la macroeconomía: la continuación de la recuperación económica gracias a las favorables condiciones externas e internas, y la mayor apreciación cambiaria durante el primer trimestre por el continuo mejoramiento en los precios y volúmenes exportados, las menores salidas de capital de residentes, y las nuevas entradas de portafolio.

En este contexto, el informe señalaba que la inflación de transables había vuelto a los niveles previos al choque de devaluación que sufrió la economía desde mediados de 2002 y que se había extendido durante casi un año. En cuanto a los precios de los no transables, las presiones inflacionarias previstas en el informe de diciembre no parecían haberse presentado aún: la inflación anual de arriendos, que venía aumentando lentamente a finales de 2003, dejaba de hacerlo en el primer trimestre, y la inflación (básica) de los bienes no transables, excluidos arriendo y regulados, se había mantenido en niveles inferiores a 6,0%. Como resultado, la inflación básica de no transables había permanecido estable a pesar de la aceleración del crecimiento, y probablemente favorecida por una reducción en las expectativas de inflación. Se consideraba que este comportamiento era consistente con la existencia de excesos de capacidad, pese a que algunos indicadores sugerían una disminución en los excesos de capacidad productiva en el sector industrial.

El buen desempeño de la inflación básica en el primer trimestre del año compensó el aumento en la inflación de alimentos que fue mayor que el esperado (6,7% en marzo frente a 5,0% que se proyectaba en diciembre), al tiempo que los incrementos en los precios de la canasta de bienes y servicios regulados se mantuvieron por encima de 10,0%. En consecuencia, la inflación total se permaneció relativamente estable durante el trimestre (alrededor de 6,2%).

La actualización de los pronósticos de inflación supuso una mayor apreciación nominal del peso (6,0% en promedio para 2004 vs. 0,5% en el informe de diciembre), un mayor crecimiento de la economía en 2004 (4,0% vs. 3,8%), pero al mismo tiempo, un cierre más lento de la brecha del producto (1,0% en el informe de diciembre vs. 0,7% en el de marzo promedio para 2004) debido a un mayor crecimiento estimado del producto potencial.

La mayor apreciación y el cierre más lento de la brecha del producto disminuyeron los pronósticos de inflación, lo cual implicaba que era posible alcanzar niveles de inflación compatibles con los rangos anunciados para las metas de 2004 y 2005, con tasas de interés menores que las proyectadas en el informe de diciembre. En este contexto, la JDBR redujo en 50 pb las tasas de interés de intervención del Banco (25 pb en febrero, y 25 pb en marzo).

Adicionalmente, la JDBR consideró que el episodio de apreciación de la tasa de cambio desde finales de 2003 era transitorio, y por lo tanto, estimó prudente realizar una acumulación adicional de reservas internacionales para enfrentar, en el mediano y largo plazos, posibles reversiones en los flujos de capital y ajustes en la tasa de cambio que pudieran afectar el comportamiento futuro de la inflación. Por esta razón, en la reunión del 19 de marzo, la JDBR anunció la compra de reservas internacionales en el mercado cambiario hasta por US\$700 m entre abril y julio

de 2004, a través del mecanismo de subastas de opciones *put*, y con montos anunciados mensualmente. Para abril, se convocó la primera por US\$200 m, la cual se ejerció en su totalidad.

## **B. Decisiones de política monetaria en el segundo trimestre de 2004**

En el informe de marzo se hizo explícito que la estrategia de la política monetaria en los siguientes meses dependería principalmente de los siguientes factores:

1. El efecto sobre la inflación de transables de la mayor apreciación observada durante el primer trimestre.
2. La evolución esperada del tipo de cambio para 2004 y 2005 y su efecto sobre la inflación de transables y las expectativas de inflación.
3. El tamaño de la brecha del producto y de la velocidad con la que podría cerrarse en un contexto de mayor crecimiento económico, y su efecto sobre la inflación de los no transables.
4. El posible surgimiento de presiones de costos asociados con aumentos en los precios internacionales de las materias primas y a posibles aumentos en los costos de algunos insumos nacionales.

Como se describió en el capítulo I de este informe, la evolución de la macroeconomía durante el segundo trimestre mostró la consolidación de la recuperación económica y de la tendencia hacia una apreciación importante del peso, a pesar de un leve repunte de la tasa de cambio en mayo. Esta evolución no difiere sustancialmente del diagnóstico presentado en el *Informe sobre Inflación* de marzo. Las principales diferencias tienen que ver con la existencia de choques de oferta mayores que lo esperado en 2004 y con una proyección de un menor tipo de cambio en 2004 y 2005. El pronóstico de inflación no varía significativamente respecto al del informe anterior, debido a que los efectos de estas dos innovaciones se compensan. A pesar de ello, los pronósticos indican que la inflación en 2004 terminará muy cerca del techo del rango-meta, aunque la probabilidad de que supere este límite superior también es mayor frente a lo que se esperaba en el citado informe de marzo.

Dado lo anterior, la senda de tasas de interés de corto plazo coherente con el logro de metas de inflación decrecientes en el futuro es apenas ligeramente superior a la que se obtenía hace tres meses (de acuerdo con los resultados del modelo de mecanismos de transmisión, MMT). Dicha senda incluye un ajuste de las tasas en el segundo semestre de este año y a lo largo de 2005.

Este resultado refleja los siguientes hechos:

1. Existen varios indicios de que la brecha del producto en Colombia se está cerrando y que dicho cierre puede estar acelerándose, no obstante el aumento en la inversión. Así lo indicarían la mayor utilización de la capacidad instalada de la industria, y la aceleración del crecimiento del PIB privado y del consumo de los hogares en particular.

En la medida que el producto converja a su nivel potencial, la tasa de interés real debe converger también a su nivel de equilibrio de largo plazo. En el contexto internacional se ha iniciado un proceso similar, en el cual

el gasto agregado y la producción de las economías se recuperan, y las tasas de interés externas deben van convergiendo hacia sus niveles de equilibrio, mayores que los actuales.

2. Actualmente, la tasa de interés real en Colombia se encuentra por debajo de su promedio histórico y, muy probablemente, por debajo de su nivel de equilibrio. Aunque la política monetaria incide en la velocidad de convergencia, no puede afectar la tasa de interés real de largo plazo y, si intenta mantener las tasas de interés reales de corto plazo por debajo de su nivel de equilibrio por un período de tiempo prolongado, puede producir excesos de demanda, inestabilidad macroeconómica y aumentos indeseados de la inflación. Se debe enfatizar en que un aumento en las tasas de interés no significa que la política monetaria tenga efectos contraccionistas sobre la actividad económica. En tanto las tasas de interés reales estén por debajo de sus niveles de equilibrio de largo plazo, la postura de la política monetaria continúa siendo expansionista, aunque en menor magnitud.
3. Adicionalmente, dado que existen rezagos entre los movimientos de las tasas de interés de intervención, su transmisión a las otras tasas de interés de la economía, y su impacto sobre el gasto agregado, que se estiman entre seis y ocho trimestres, la política monetaria debe actuar con suficiente anticipación para prever el surgimiento de presiones inflacionarias de demanda. En este contexto, si bien el aumento en las tasas de interés no necesariamente debe darse de inmediato, la política monetaria debe evaluar el estado actual de los factores determinantes de la inflación y prever su evolución en el corto y mediano plazo.
4. La evolución de las expectativas de inflación es una de las variables fundamentales en este proceso. En la medida en que se consolide la credibilidad de la política monetaria y que esto se refleje en expectativas de inflación decrecientes, los aumentos requeridos de las tasas de interés pueden ser más graduales, e incluso menores.

Teniendo en cuenta las anteriores consideraciones, la JDBR decidió mantener inalteradas las tasas de interés de intervención en los siguientes niveles: mínima de expansión 6,75%, lombarda de expansión 10,50%, máxima de contracción 5,75% y lombarda de contracción 4,75% (Cuadro 1).

**CUADRO 1**  
**ÚLTIMAS MODIFICACIONES DE LAS TASAS DE INTERVENCIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA**  
**(PORCENTAJE)**

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

Fuente: Banco de la República.



De otra parte, durante el segundo trimestre la JDBR continuó con la política de acumulación de reservas internacionales a través de subastas de opciones *put*, bajo la premisa de que dada la situación reinante en los mercados de capital, era prudente realizar acumulaciones adicionales para enfrentar posibles cambios abruptos en el acceso a los mercados de capital y en la trayectoria de la tasa de cambio. Así mismo, se decidió esterilizar parte del efecto monetario de dicha intervención a través de ventas de TES en el mercado secundario, con el fin de evitar que las tasas de interés de corto plazo se situaran en niveles incompatibles con el logro de las metas de inflación.

Entre los meses de abril y julio se convocaron subastas por US\$850 m, de las cuales se ejercieron US\$600 m (Cuadro 2). Estas compras tuvieron un efecto expansionista de \$1.615 miles de millones (mm), y fueron esterilizadas con ventas de TES por \$766 mm. Con esto se evitó que el Banco se convirtiera en deudor neto del sistema financiero, lo cual hubiera presionado las tasas de interés hacia la baja.

**CUADRO 2**  
**SUBASTA DE OPCIONES PUT DE ACUMULACIÓN DE RESERVAS INTERNACIONALES**  
**ABRIL-JULIO DE 2004**  
**(MILLONES DE DÓLARES)**

Fecha de vigencia (*)	Monto	
	Subastado	Ejercido
Abril	200	200
Mayo	250	0
Junio	200	200
Julio	200	200
<b>Total</b>	<b>850</b>	<b>600</b>

(\*) No necesariamente coincide con la fecha en que se subastan las opciones. La subasta se realiza el último día hábil del mes anterior al ejercicio.  
Fuente: Banco de la República.

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

Agosto de 2004

