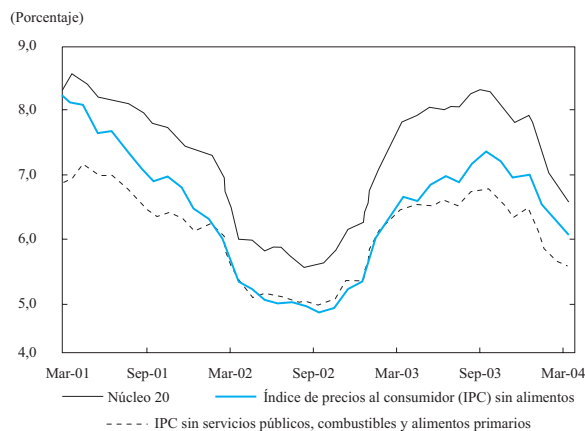


LA SITUACIÓN INFLACIONARIA EN MARZO Y SUS PERSPECTIVAS

I. INTRODUCCIÓN

Durante el primer trimestre del año en curso, la inflación básica mostró una clara tendencia decreciente. En particular, la inflación anual sin alimentos fue de 6,1%, cayendo considerablemente frente a la cifra de diciembre (7,1%). Todos los otros indicadores de inflación básica también disminuyeron en forma importante, y el promedio de los tres más utilizados (sin alimentos, núcleo y sin alimentos primarios, servicios públicos y combustibles) se situó en marzo en 6,0%, 1,1 puntos porcentuales por debajo del dato de diciembre y en su nivel más bajo desde finales de 2002 (Gráfico 1).

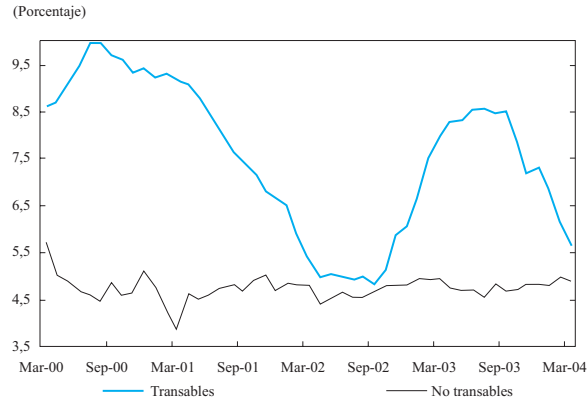
GRÁFICO 1
EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN BÁSICA



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

Como se había previsto en los informes anteriores, la reducción de la inflación básica ocurrió gracias a una fuerte reducción de la inflación de bienes transables, como consecuencia de la estabilidad registrada por el tipo de cambio en la segunda mitad de 2003 y por la apreciación que se ha observado desde finales del año anterior (Gráfico 2). Aún así, en los últimos tres meses la apreciación ha sido mayor que la prevista en el informe trimestral anterior, y ha compensado el incremento en los precios internacionales de diferentes productos básicos importados por Colombia.

GRÁFICO 2
INFLACIÓN ANUAL BÁSICA IPC (*)
DE TRANSABLES Y NO TRANSABLES



(*) No incluye precios de alimentos y de bienes y servicios regulados.
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

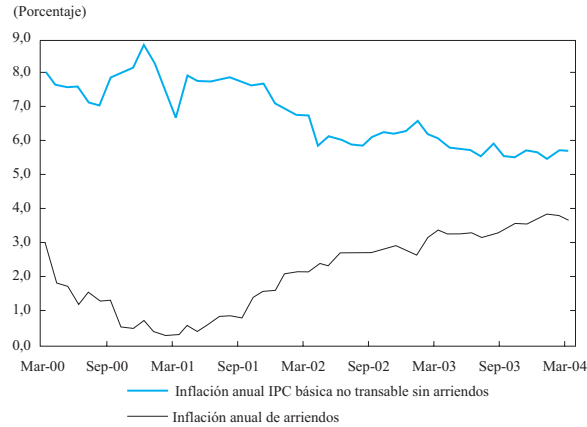
La evolución reciente de la inflación de transables muestra que la transmisión de la devaluación registrada entre mediados de 2002 y de 2003 se había completado en buena parte en marzo de este año y dentro del plazo previsto en informes anteriores. El nivel de la inflación de transables (descontando alimentos primarios y precios regulados) fue de 5,6% en este último mes, similar al observado en junio de 2002 (5,0%), cuando se inició la fase de devaluación. Así mismo, la transmisión de los movimientos de la tasa de cambio (*pass-through*) sobre la inflación de transables fue equivalente a tres puntos porcentuales por cada cien de devaluación anual y sobre la inflación total de 0,3 puntos porcentuales (sin tener en cuenta efectos indirectos sobre la inflación de no transables), cercano a las estimaciones utilizadas en los modelos del Banco.

Por otro lado, la inflación (básica) de no transables permaneció estable y levemente por encima de 4,5% (gráficos 2 y 3). Esto fue el resultado de una inflación de arriendos que no aumentó en el primer trimestre como sí lo venía haciendo desde finales de 2003, mientras que la inflación para el resto de bienes no transables se estabilizó en un rango entre 5,5% y 6,0% durante este período.

A la estabilidad de la inflación de no transables posiblemente contribuyó la reducción de las expectativas de inflación, de acuerdo con diferentes indicadores (Gráfico 4). Así, en el caso de la última encuesta trimestral de expectativas efectuada por el Banco en enero, se observó una reducción de la inflación esperada a diferentes horizontes frente a las mediciones realizadas en trimestres anteriores. En particular, para septiembre de 2004, los encuestados esperaban una inflación de 6,3% con la encuesta más reciente, frente a un registro de 6,6% obtenido con la encuesta de octubre. Por su parte, la encuesta mensual de expectativas del Banco y el diferencial de tasas de los TES tasa fija y TES unidad de valor real (UVR) sugieren también una disminución de las expectativas de inflación.

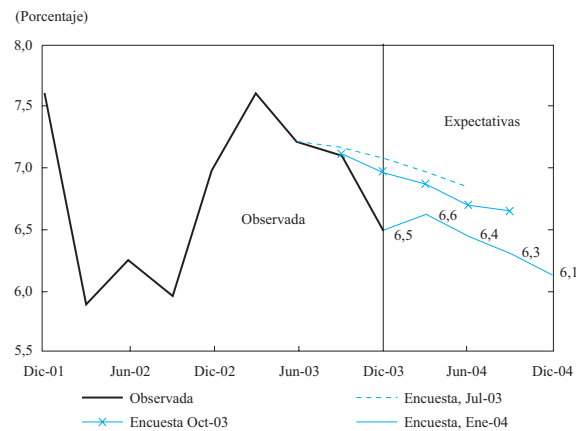
El buen desempeño de la inflación básica compensó el aumento de la inflación de alimentos en el primer trimestre (que se situó por encima de lo esperado). Además

GRÁFICO 3
INFLACIÓN ANUAL DE ARRIENDOS Y BÁSICA (*)
NO TRANSABLES (EXCLUYENDO ARRIENDOS)



(*) No incluye precios de alimentos y de los bienes y servicios regulados.
 Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 4
INFLACIÓN OBSERVADA Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN
(A TRES, SEIS, NUEVE Y 12 MESES)



Fuente: Banco de la República, encuesta de expectativas de enero de 2004.

del choque de alimentos, a marzo seguían presentes los choques por bienes y servicios regulados (combustible y servicios públicos principalmente). Para el último mes, la inflación anual de este subgrupo ascendió a 11,7%.

II. SITUACIÓN ECONÓMICA ACTUAL

A. Contexto externo, tipo de cambio y producción de transables

El hecho más destacado en materia de variables externas desde el último *Informe sobre Inflación* ha sido la apreciación cambiaria. El comportamiento reciente del

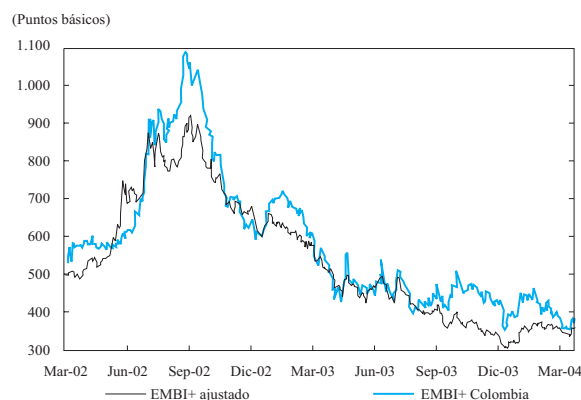
tipo de cambio sugiere que la economía ha entrado en una fase de apreciación cambiara más fuerte que la prevista en el informe de diciembre. Esto ha obedecido a varias razones:

- ⊗ Un incremento mayor que el proyectado, de las transferencias provenientes del exterior.
- ⊗ El aumento, parcialmente previsto, de los precios internacionales de varios de los productos básicos de exportación.
- ⊗ Los aumentos mayores que los esperados, de las exportaciones tradicionales (de carbón) y no tradicionales (con destino a Venezuela y los Estados Unidos).
- ⊗ Mayor confianza en las perspectivas de la economía.

Más recientemente, otros factores como el aumento en el financiamiento externo neto del Gobierno, las entradas netas de flujos de portafolio, y el cambio en la tendencia del endeudamiento externo neto (principalmente de corto plazo) del sector privado han acentuado la tendencia revaluacionista.

La apreciación cambiaria de los primeros meses de 2004 se dio en un contexto de mayores flujos de capitales hacia las economías emergentes y de una baja aversión al riesgo que permitió mantener las primas de riesgo país de la mayoría de economías regionales en niveles muy bajos y cercanos a sus mínimos históricos (Gráfico 5). Los dos factores anteriores han sido estimulados, en buena parte, por la amplia liquidez internacional observada desde hace más de dos años y cuya principal manifestación ha sido las bajas tasas de interés reales en los Estados Unidos y Europa.

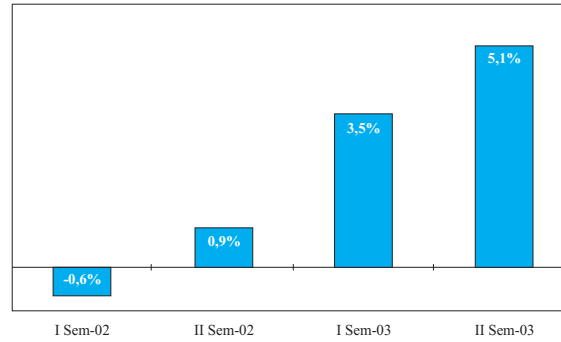
GRÁFICO 5
PRIMAS DE RIESGO-PAÍS
EMBI+ AJUSTADO (*) VS. EMBI+ COLOMBIA



(*) El EMBI+ ajustado excluye a Argentina.
Fuente: Bloomberg.

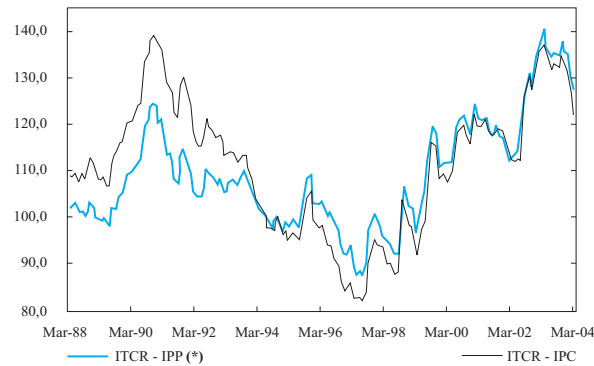
Estas favorables condiciones externas siguen permitiendo el crecimiento de sectores transables como la minería y la industria manufacturera (Gráfico 6). Ello se ha dado a pesar de la reducción reciente en la tasa de cambio real, la cual, en todo caso, continúa en niveles históricamente altos (Gráfico 7).

GRÁFICO 6
CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB DE SECTORES TRANSABLES



Fuente: DANE.

GRÁFICO 7
ÍNDICE DE TASA DE CAMBIO REAL (ITCR)
(1994 = 100)



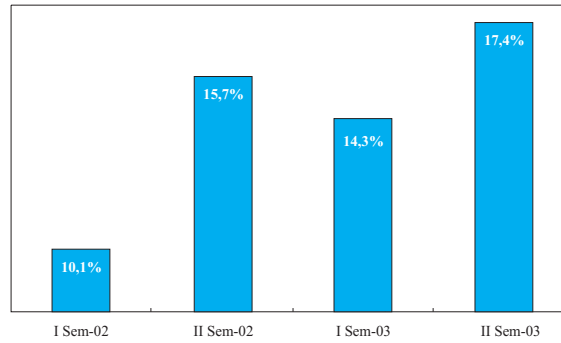
(*) IPP: Índice de precios del productor
Fuente: Banco de la República.

B. Demanda interna y producción de bienes no transables

En los últimos seis meses, la demanda interna continuó recuperándose, liderada por la inversión privada principalmente (Gráfico 8). Además, el consumo de los hogares, que hasta mediados de 2003 mostraba un crecimiento muy débil, ganó dinamismo hacia finales de año y especialmente durante lo transcurrido de 2004, según lo sugieren diversos indicadores líderes sectoriales como las ventas del comercio o las financiadas con tarjetas de crédito (Gráfico 9).

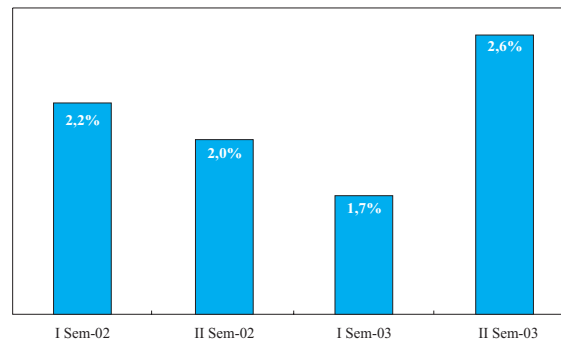
El mayor dinamismo de la demanda interna siguió apoyado en las bajas tasas de interés reales, el aumento en el ingreso disponible del sector privado por la mejora en los términos de intercambio y el fuerte aumento de las remesas del exterior, la recuperación del empleo, y el aumento en la riqueza de los hogares asociado con la mejora en los precios de los activos. Todo lo anterior ha ido acompañado de una mayor disponibilidad de financiamiento interno, que se observa en la dinámica del crédito del sistema financiero y en la disponibilidad de fondos para las empresas provenientes de la reinversión de utilidades.

GRÁFICO 8
CRECIMIENTO ANUAL
DE LA INVERSIÓN PRIVADA



Fuente: DANE.

GRÁFICO 9
CRECIMIENTO ANUAL DEL CONSUMO
DE LOS HOGARES



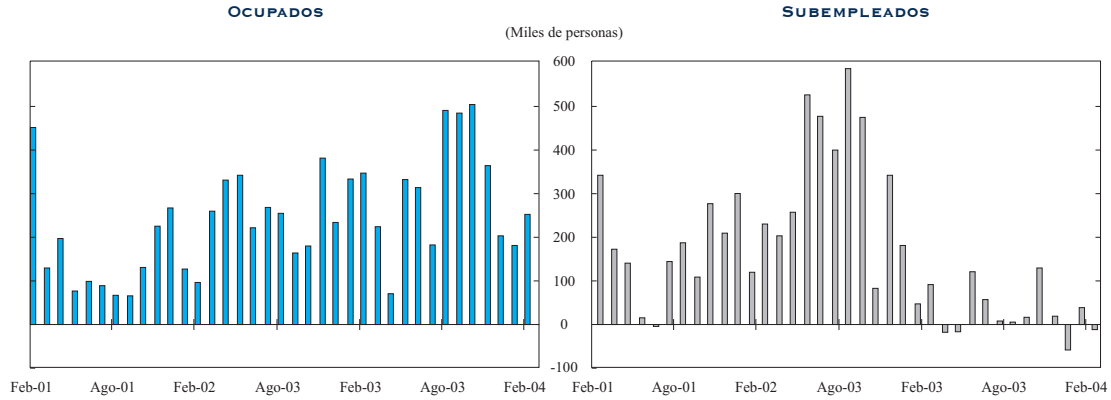
Fuente: DANE.

Al fortalecimiento de la demanda interna también ha contribuido la mayor confianza por parte de consumidores y empresarios, y el más fácil acceso a los mercados internacionales de capital tanto del sector público como del privado. Esto último gracias a las bajas primas de riesgo-país y a las expectativas de apreciación cambiaria.

La expansión económica está permitiendo una recuperación tanto en los niveles como en la calidad del empleo. Así, desde mediados de 2003 se ha visto una reducción importante en la participación del subempleo dentro del crecimiento del empleo urbano (Gráfico 10).

En relación con la oferta, la mayor solidez que muestra la demanda interna en los últimos meses ha seguido impulsando la expansión de sectores productores de bienes no transables como la construcción, el comercio y los servicios de transporte, entre otros, según lo señalan indicadores como las licencias de construcción, los préstamos desembolsados para constructores y el indicador de evolución de las ventas al por menor de la Federación Nacional de Comerciantes (Fenalco).

GRÁFICO 10
CRECIMIENTO ANUAL DEL NÚMERO DE OCUPADOS Y DE SUBEMPLEADOS
PARA LAS 13 PRINCIPALES CIUDADES



Fuente: DANE.

C. Los excesos de capacidad productiva

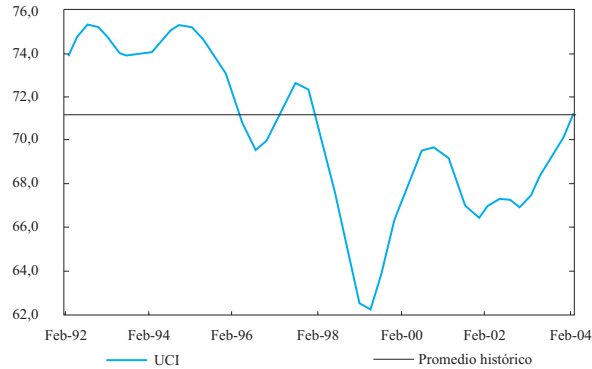
Un aspecto central en la evaluación de la situación inflacionaria actual es determinar durante cuánto tiempo puede expandirse la economía a un ritmo como el actual o incluso mayor, sin generar presiones inflacionarias que pongan en peligro las metas de inflación. Para ello usualmente se acude a diferentes medidas de exceso de capacidad productiva.

Para el primer trimestre, los indicadores disponibles no muestran una misma tendencia. De una parte, los indicadores disponibles para la industria -utilización de capacidad instalada (UCI) y la demanda como principal problema para la expansión- sugieren que los excesos de capacidad productiva continuaron reduciéndose en el primer trimestre de 2004. Sin embargo, otra información sugiere la presencia de niveles amplios de excesos de capacidad productiva y que su disminución se está efectuando a un ritmo más lento que el previsto.

Con respecto a la primera tendencia, con cifras a febrero, la UCI aumentó de manera importante en el caso del indicador de Fedesarrollo y en el de la Asociación Nacional de Industriales (ANDI). Más aún, el nivel del primer indicador para este mes (71,3% para la serie desestacionalizada) se situó en el promedio histórico, algo que no sucedía desde mediados de 1997. En cuanto al indicador de demanda, el porcentaje de industriales que percibe la demanda como el mayor problema para la expansión de su producción se redujo nuevamente a comienzos de año, ubicándose en niveles similares a los de 1996 y 1997 (gráficos 11 y 12). Lo anterior señalaría, en principio, una importante reducción de los excesos de capacidad productiva a niveles que podrían anticipar el surgimiento de presiones inflacionarias incluso en el corto plazo.

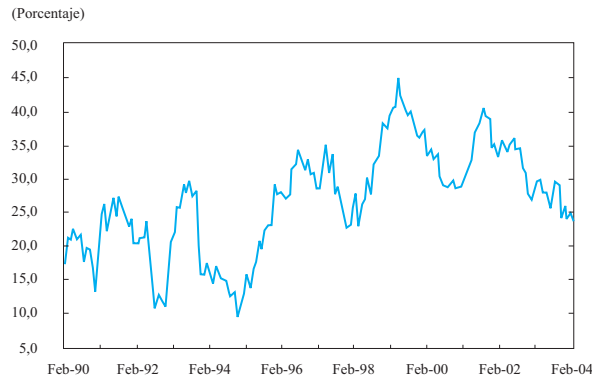
Sin embargo, se debe tener en cuenta que el promedio histórico del indicador de la UCI de Fedesarrollo se ha reducido en la medida en que los datos observados han sido sistemáticamente inferiores a la media en los últimos cinco años. Por esta razón, dicho promedio no constituye un indicador confiable de la presencia de posibles presiones inflacionarias. De hecho, el promedio de la UCI ha fluctuado

GRÁFICO 11
UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA (UCI)
(FEDESARROLLO - COMPONENTE TENDENCIAL)



Fuente: Fedesarrollo, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 12
INDICADOR DE INSUFICIENCIA DE DEMANDA MEDIDO POR LA ANDI (*)



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

entre 70,5% y 72,7%, y el dato de febrero aún se ubica en la parte inferior de este rango. Esto mostraría que el sector manufacturero aún podría expandirse más sin producir presiones sobre la inflación.

En segundo lugar, a comienzos de año la tasa de desempleo se redujo a un ritmo mucho menor que el observado el año anterior y aún se mantiene en niveles muy altos (17,1% en febrero), superando ampliamente estimaciones recientes de la tasa de desempleo de inflación estable, que la sitúan en 13,5%¹.

En tercer lugar, la capacidad productiva de la economía podría estar expandiéndose a un ritmo mayor en 2004 teniendo en cuenta el alto dinamismo de la inversión privada en 2003 y comienzos de 2004.

¹ Esta es la tasa de desempleo a partir de la cual podrían comenzar a presentarse presiones inflacionarias en la economía. La tasa de desempleo de inflación estable (Nairu, por sus siglas en inglés), suele ser mayor para las economías en desarrollo y para aquellas con mayores rigideces en los mercados laborales.

Con base en lo anterior, en este informe se decidió efectuar una reestimación de la brecha del producto que tuviera en cuenta, entre otras cosas, un nivel más bajo de la Nairu (de acuerdo con estudios recientes efectuados en el Banco de la República), y un mayor ritmo de inversión privada. El nuevo cálculo sitúa la brecha, para el promedio de 2004, en -1,75% del PIB potencial, un nivel más amplio que el estimado en el informe de diciembre (-1,36%). La nueva brecha supone un crecimiento del PIB potencial para 2004 de 3,6% y no de 3,0% como se estimó en el último informe trimestral.

III. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS

El desempeño económico durante los próximos trimestres seguirá ligado a varios factores internos y externos, algunos de los cuales ya fueron identificados en el informe de diciembre. Los principales factores son:

- ✕ La existencia de una política monetaria que continúa estimulando la actividad económica a través de bajas tasas de interés reales.
- ✕ La velocidad de cierre de la brecha del producto en un contexto de mayor crecimiento económico, y su posible efecto sobre la inflación de los sectores no transables.
- ✕ El efecto de la apreciación observada durante el primer trimestre sobre la inflación de los sectores transables.
- ✕ La evolución esperada del tipo de cambio para el resto del año y para 2005, y su efecto sobre la inflación de transables y las expectativas de inflación.
- ✕ El posible surgimiento de presiones de costos asociadas con aumentos en los precios internacionales de las materias primas y con posibles aumentos en los costos de algunos insumos nacionales.

A continuación se presenta una síntesis de la evolución esperada de estas variables en el corto y mediano plazos.

A. Contexto internacional, demanda externa y tasa de cambio

La perspectiva de crecimiento en 2004 ha mejorado para varios de nuestros socios comerciales con respecto a lo que se proyectaba en el último informe (Cuadro 1). Igualmente, se espera que continúe la mejora en los términos de intercambio como resultado del mayor crecimiento de la demanda mundial.

Teniendo en cuenta el entorno externo más favorable, los escenarios de balanza de pagos para 2004 muestran un crecimiento (en dólares) de 11,2% de las exportaciones totales (frente a 9,8% en 2003), y de 7,8% de las exportaciones no tradicionales (sin oro ni esmeraldas), frente a -3,2% en 2003. Por su parte, las importaciones crecerían 15,2% (comparado con 9,8% en 2003) gracias al mayor crecimiento económico, y especialmente a la evolución de la tasa de cambio que se apreciaría, en promedio, cerca de 6,0% (en términos nominales), y alrededor de 7,2% en términos reales.

CUADRO 1
PRONÓSTICOS DE CRECIMIENTO
(PORCENTAJE)

	Observada 2003	Pronóstico realizado el:			
		5 de abril de 2004		8 de enero de 2004	
		2004	2005	2004	2005
Países desarrollados					
Estados Unidos	3,1	4,6	3,7	3,1	4,4
Zona del euro	0,4	1,8	2,5	1,0	2,4
Japón	2,7	2,8	1,6	2,7	2,1
América Latina					
Argentina	8,7	6,7	4,1	7,3	5,3
Brasil	(0,2)	3,4	3,6	0,1	3,4
Chile	3,3	4,7	5,1	3,3	4,6
México	1,3	3,2	3,6	1,2	3,4
Perú	4,0	3,9	3,8	4,0	3,9
Ecuador	2,6	4,7	3,8	2,6	3,9
Venezuela	(9,2)	7,1	4,2	(10,5)	6,4
Principales socios comerciales de Colombia (*)					
	1,7	4,2	3,5	1,7	4,1

(*) Crecimiento ponderado por las exportaciones totales acumuladas entre enero y octubre de 2003. Constituyen el 78% del total de las exportaciones.

Fuente: Observado del FMI y pronósticos de Datastream.

Los pronósticos de la tasa de cambio, sin embargo, siguen siendo muy inciertos: si persiste el dinamismo de la demanda externa, un nivel favorable de los términos de intercambio, y mayores flujos de capital privados, es posible que la tasa de cambio muestre apreciaciones adicionales o una ligera depreciación. Esto sucedería en presencia de aumentos leves de las tasas de interés externas y en ausencia de choques a la prima de riesgo-país. Por el contrario, en un escenario menos favorable, si las tasas externas se elevan rápida y significativamente, las condiciones del sector externo pueden deteriorarse (por su efecto sobre la prima de país, la demanda externa, y los términos de intercambio). En estas circunstancias, la tasa de cambio podría devolverse más rápidamente este año, y la devaluación nominal y real en 2005 sería mayor.

En el escenario central que se utiliza en este informe se supone que es mayor la probabilidad de que ocurra un ajuste ordenado y gradual de las tasas externas, sin que se afecten en forma importante los flujos de capital hacia las economías emergentes.

B. Demanda interna y crecimiento económico

En este escenario cambiario e internacional, la economía puede seguir consolidando su recuperación. Los sectores transables (minería, agricultura e industria manufacturera) deben beneficiarse de las mejores condiciones del sector externo, y su crecimiento en 2004 debe ser probablemente mayor que el observado el año pasado (3,7%). Esto tendría lugar a pesar de la apreciación de la tasa de cambio real, que seguiría manteniéndose en niveles altos.

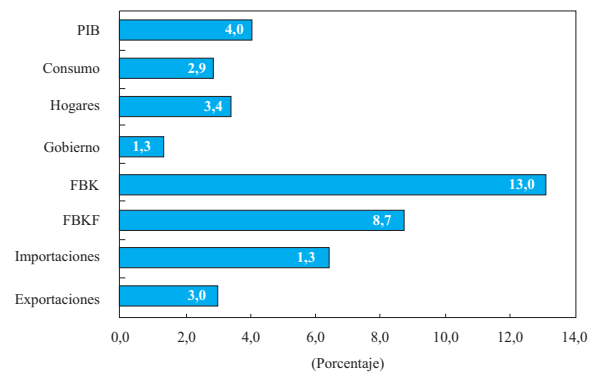
De otro lado, la demanda interna seguirá creciendo y estimulando la producción de sectores no transables. El dinamismo de la demanda interna en 2004 continuará

apoyado en el crecimiento de la inversión, impulsada no solamente por los factores de confianza y las mejores expectativas, sino también por el aumento en la utilización de capacidad que se ha observado en diversos sectores, y por el posible efecto positivo del incentivo tributario para la reinversión de utilidades creado en la última reforma tributaria.

Al tiempo con el importante dinamismo de la inversión, en 2004 también se espera una recuperación en el ritmo de crecimiento del consumo. Para el actual informe se prevé un crecimiento del consumo de los hogares de alrededor de 3,4%, el más alto desde 1995.

En este contexto, el crecimiento del producto previsto para 2004 es de 4,0% (Gráfico 13). Este crecimiento no se traduciría aún en mayores niveles de inflación de bienes no transables porque persistiría una brecha de producto negativa, como se señaló en la sección anterior.

GRÁFICO 13
CRECIMIENTO DEL PIB EN 2004



FBK: Formación bruta de capital (incluye variación de inventarios).

FBKF: Formación bruta de capital fijo.

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

IV. PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN

Para este informe no se modificaron sustancialmente los pronósticos de corto plazo (PCP) de la inflación sin alimentos con respecto al informe anterior. Estos pronósticos, obtenidos a partir de modelos mensuales de series de tiempo y de modelos por grupos de tipo artesanal, indican que la inflación sin alimentos se situaría en 5,7% y 5,5% en junio y septiembre, respectivamente. Para la inflación de alimentos, el PCP a junio es 5,1% incrementándose levemente respecto al presentado en el informe anterior (5%). Para septiembre, el PCP de alimentos es de 5,6%.

Teniendo en cuenta los resultados anteriores, el PCP para la inflación total empleado en el modelo de mecanismos de transmisión (MMT) es de 5,6% y 5,7% en junio y septiembre. En el informe anterior, el PCP para marzo era 5,4%.

Como es usual en los informes trimestrales, en esta oportunidad también se corrieron los modelos estructurales uniecuacionales. Con respecto a la inflación

para el año, el promedio simple de los pronósticos de dichos modelos muestra que la inflación total para 2004 se situaría en 5,3%. Este pronóstico es inferior en 50 puntos básicos (pb) al obtenido en el último informe trimestral. La combinación de pronósticos, sin embargo, arroja una inflación aún menor (4,8%) que difiere sensiblemente de la obtenida en el modelo artesanal (5,86%). Una nueva metodología de combinación de pronósticos que tiene en cuenta posibles cambios estructurales en la inflación, y que, por lo tanto, podría ser más confiable, arroja un pronóstico de 5,5% de inflación para diciembre de 2004.

Las proyecciones del MMT (Cuadro 2) muestran tasas de inflación de 5,7% para finales de 2004 y de 4,9% en 2005, en línea con la meta de inflación de este año y con el rango acordado por la JDBR para el establecimiento de la meta en 2005 (entre 3,5% y 5,5%) y, además, coherentes con tasas de interés estables en 2004 (DTF de 7,8% en promedio en el año). En 2005, sin embargo, el MMT sugiere incrementos en las tasas de interés con el fin de continuar con una senda decreciente de inflación en 2006. Este resultado se relaciona con el cierre de la brecha de producto en los próximos trimestres y con el aumento previsto de las tasas de interés externas.

CUADRO 2
RESULTADOS DEL MODELO CENTRAL (MMT)
(PORCENTAJE)

Fin de:	Inflación			Brecha del producto	DTF	Devaluación promedio anual
	Total	Sin alimentos	De alimentos			
2004	5,65	5,68	5,58	(1,12)	8,16	(6,00)
2005	4,90	4,92	4,85	(0,86)	10,06	5,28
2006	4,72	4,71	4,76	(1,25)	11,02	11,32

Fuente: Banco de la República.

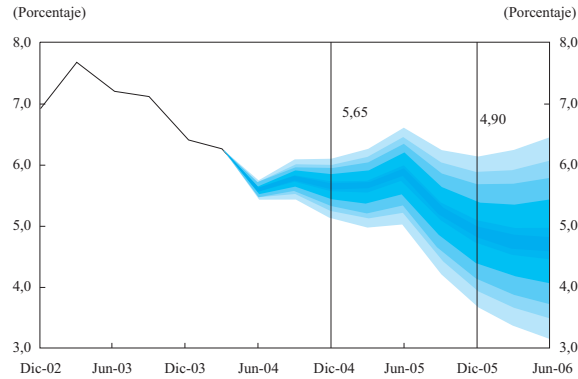
El balance de riesgos realizado con base en el MMT muestra que la probabilidad de que la inflación en 2004 termine entre 5% y 6% es del 88% (Gráfico 14). Para 2005, la probabilidad de que la inflación se sitúe por debajo del 5,5% es del 79%.

Frente al escenario base presentado en el informe de diciembre pasado, el MMT registra un aumento en el pronóstico de inflación de 2004. Esto obedece, en buena parte, a la introducción de un pronóstico de corto plazo para septiembre mucho mayor que el arrojado por el MMT hace tres meses, especialmente en el caso de la inflación de alimentos. La corrección en los pronósticos de alimentos ocurre porque, en general, los modelos del Banco tendieron a subestimar la inflación observada durante el primer trimestre. En cuanto a los pronósticos para la inflación total a 2005, la actualización del MMT no cambió de manera importante los resultados frente a los obtenidos en el informe de diciembre.

V. CONCLUSIONES

La inflación, en líneas generales, se ha movido con las tendencias que se esperaba en el último informe: la inflación de los bienes transables ha disminuido en forma

GRÁFICO 14
DISTRIBUCIÓN DE PROBABILIDADES
EN LA INFLACIÓN



PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN INTERVALOS DE CONFIANZA

Fin de:	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%]
2004	0,0	0,0	2,0	31,3	56,8	9,7
2005	10,7	18,0	25,7	23,7	14,4	5,7

Fuente: Banco de la República.

consistente con la estabilidad y posterior disminución de la tasa de cambio, y la inflación básica de los no transables se ha mantenido estable y por debajo del rango-meta. Solamente la inflación de alimentos ha sido mayor que la esperada, y aunque en los próximos meses se prevé una corrección a la baja, su pronóstico para el año se ha revisado al alza (5,6% frente a 4,2% del informe anterior).

La apreciación cambiaria ha sido mayor que la prevista en el último informe debido a menores salidas de capital de residentes, entradas de portafolio, y la mejora continua en los precios y volúmenes exportados frente a lo que se tenía proyectado. Esta evolución de la tasa de cambio disminuye los pronósticos de inflación, o, en otras palabras, permite que se puedan 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. De esta manera, el escenario de mayor apreciación cambiaria que ha vivido la economía colombiana desde finales del año pasado, abre la posibilidad de una política monetaria más amplia que la calculada en el informe de diciembre. Estas condiciones se tradujeron en una reducción de 50 pb en las tasas de interés de intervención del Banco durante el primer trimestre del año.

En las nuevas proyecciones de inflación, y tomando en cuenta las anteriores reducciones en la tasa de política, la senda de la tasa DTF proyectada por el MMT muestra niveles estables similares a los actuales, mientras que en el informe de diciembre exhibía incrementos de 100 pb en 2004. Sin embargo, para continuar con una senda decreciente de la inflación en el rango anunciado para 2005 y 2006

(3,5% a 5,5%), el modelo proyecta incrementos en las tasas de interés a partir del próximo año. Este resultado se relaciona con el cierre de la brecha del producto en los próximos ocho trimestres y con el aumento previsto de las tasas de interés externas, especialmente en 2005. Dado este comportamiento de las tasas de interés internas, los resultados del modelo muestran que la probabilidad de que la inflación en 2004 termine entre 5% y 6% es del 88%, y que para 2005, la probabilidad de que la inflación se sitúe por debajo de 5,5% es cercana al 80%.

Estos escenarios suponen una revaluación nominal promedio próxima a 6,0% en 2004, y una devaluación promedio de 5,0% en 2005, con lo que la tasa de cambio nominal promedio para ese año se situaría en niveles cercanos a \$2.900 por dólar. La proyección para 2004 incluye el efecto de la intervención cambiaria anunciada por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) en la reunión del 19 de marzo. En esa ocasión se consideró que el actual episodio de apreciación de la tasa de cambio era transitorio, y que, por lo tanto, era prudente realizar una acumulación adicional de reservas internacionales para enfrentar posibles reversiones en los flujos de capital, y ajustes abruptos en la tasa de cambio que pudieran afectar el comportamiento futuro de la inflación.

Sin embargo, la evolución del tipo de cambio en 2004 y 2005 constituye una de las mayores fuentes de incertidumbre en el pronóstico de la macroeconomía. Existe incertidumbre sobre el momento y la magnitud en que se incrementen las tasas de la Reserva Federal, coherente con la recuperación sostenida del crecimiento económico en los Estados Unidos, y con la desaparición de los temores de desinflación en esa economía. También existe duda respecto del efecto que tengan dichos aumentos sobre los flujos de capital hacia las economías emergentes. En este informe se supone que la Reserva Federal sube moderadamente sus tasas de interés en 2004, y, por ende, que se mantiene el dinamismo de la demanda externa, el nivel favorable de los términos de intercambio, y los flujos netos de capital privados hacia Colombia. Para 2005 los aumentos proyectados en las tasas de interés de los bonos del Tesoro son mucho más grandes (alrededor de 200 pb).

Cabe destacar que la evolución de la tasa de cambio en 2005 depende crucialmente de la política de endeudamiento externo del gobierno. En el pronóstico actual, se espera que el endeudamiento externo neto del sector público no financiero en 2005 sea inferior al proyectado para 2004. Sin embargo, bajo el mismo escenario internacional, si el gobierno decide aumentar su endeudamiento externo con respecto a los anteriores niveles, la evolución de la tasa de cambio puede variar sustancialmente frente al escenario base (devaluación nominal de 5,0% en promedio en 2005).

En el escenario central que se supone en este informe, la economía colombiana puede seguir consolidando su recuperación. De esta manera, continuará el dinamismo en la producción de los bienes transables en respuesta a las condiciones favorables de la demanda externa. Al mismo tiempo, debe mantenerse la recuperación de la demanda interna y reflejarse en un importante crecimiento de la producción de bienes y servicios no transables. A estos resultados contribuirán el nivel históricamente alto de la tasa de cambio real no obstante la reciente apreciación, y los niveles históricamente bajos de las tasas de interés reales. De esta forma, las condiciones monetarias continuarán estimulando el gasto agregado y el cierre gradual de la brecha del producto.

El crecimiento previsto en 2004 y 2005 (4,0%), no se traduciría aún en mayores niveles de inflación de bienes no transables porque persistiría una brecha de producto negativa. En efecto, a pesar de que algunos indicadores sugieren una reducción de los excesos de capacidad productiva en algunos sectores (como la industria manufacturera), otros indicadores, como la brecha de desempleo, señalan la persistencia de excesos de capacidad en la economía en su conjunto, en especial en sectores intensivos en trabajo no calificado. Para la economía agregada, la reestimación de los cálculos del PIB potencial realizados en el Banco de la República indican que la brecha de producto en 2004 sería, en promedio, de -1,75% del PIB potencial, mayor que la estimada en el informe anterior (-1,36%).

La postura de la política monetaria durante los siguientes ocho trimestres dependerá, principalmente, de la velocidad de cierre de la brecha del producto en un contexto de mayor crecimiento económico, y su posible efecto sobre la inflación de los sectores no transables, y de la evolución esperada del tipo de cambio para el resto del año y para 2005, y su efecto sobre la inflación de transables y las expectativas de inflación. La política monetaria también deberá tener en cuenta el posible surgimiento de presiones de costos asociados con aumentos en los precios internacionales de las materias primas y de aumentos en los costos de algunos insumos nacionales.

Con base en las anteriores consideraciones, en su reunión del 23 de abril, la JDBR decidió mantener inalteradas las tasas de interés de intervención y anunció una nueva subasta de opciones para acumular reservas internacionales por US\$250 millones (m).

Junta Directiva del Banco de la República.