

BANCO DE LA REPÚBLICA



INFORME SOBRE
INFLACIÓN

MARZO DE 2004



INFORME SOBRE
INFLACIÓN

M A R Z O D E 2 0 0 4

BANCO DE LA REPÚBLICA

ISSN - 1657 - 7973

CONTENIDO

| | |
|---|----|
| RESUMEN: LA SITUACIÓN INFLACIONARIA EN MARZO Y SUS PERSPECTIVAS | 7 |
| I. INTRODUCCIÓN | 7 |
| II. SITUACIÓN ECONÓMICA ACTUAL | 9 |
| III. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS | 15 |
| IV. PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN | 17 |
| V. CONCLUSIONES | 18 |
| | |
| I. LA SITUACIÓN ECONÓMICA ACTUAL | 25 |
| A. CRECIMIENTO, PRECIOS Y TASAS DE INTERÉS INTERNACIONALES | 26 |
| B. PRODUCCIÓN DE BIENES TRANSABLES | 29 |
| C. TASA DE CAMBIO | 30 |
| D. DEMANDA INTERNA Y PRODUCCIÓN DE BIENES NO TRANSABLES | 33 |
| E. MERCADO MONETARIO Y CREDITICIO | 34 |
| F. CAPACIDAD PRODUCTIVA | 36 |
| G. ACTUALES PRESIONES INFLACIONARIAS | 38 |
| | |
| II. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS | 44 |
| A. CRECIMIENTO, PRECIOS Y TASAS DE INTERÉS INTERNACIONALES | 45 |
| B. PROYECCIONES DE BALANZA DE PAGOS, TASA DE CAMBIO Y PRODUCCIÓN DE TRANSABLES | 47 |
| C. DEMANDA INTERNA Y PRODUCCIÓN DE BIENES NO TRANSABLES | 49 |
| D. MERCADOS MONETARIO Y CREDITICIO | 51 |
| E. PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN | 52 |
| | |
| PROYECCIONES DE ANALISTAS LOCALES Y EXTERNOS SOBRE LAS PRINCIPALES VARIABLES MACROECONÓMICAS | 58 |
| | |
| DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS TRES MESES | 61 |

ÍNDICE DE GRÁFICOS Y CUADROS

RESUMEN: LA SITUACIÓN INFLACIONARIA EN MARZO Y SUS PERSPECTIVAS

| | | |
|------------|---|----|
| Gráfico 1 | Evolución de la inflación básica | 7 |
| Gráfico 2 | Inflación anual básica IPC de transables y no transables | 8 |
| Gráfico 3 | Inflación anual de arriendos y del IPC básico | 9 |
| Gráfico 4 | Inflación observada y expectativas de inflación | 9 |
| Gráfico 5 | Primas de riesgo-país EMBI+ ajustado vs. EMBI+ Colombia | 10 |
| Gráfico 6 | Crecimiento anual del PIB de sectores transables | 11 |
| Gráfico 7 | Índice de tasa de cambio real | 11 |
| Gráfico 8 | Crecimiento anual de la inversión privada | 12 |
| Gráfico 9 | Crecimiento anual del consumo de los hogares | 12 |
| Gráfico 10 | Crecimiento anual del número de ocupados y de subempleados para las 13 principales ciudades | 13 |
| Gráfico 11 | Utilización de la capacidad instalada | 14 |
| Gráfico 12 | Indicador de insuficiencia de demanda medido por la ANDI | 14 |
| Gráfico 13 | Crecimiento del PIB en 2004 | 17 |
| Gráfico 14 | Distribución de probabilidades en la inflación | 19 |
| Cuadro 1 | Pronósticos de crecimiento | 16 |
| Cuadro 2 | Resultados del modelo central (MMT) | 18 |

I. LA SITUACIÓN ECONÓMICA ACTUAL

| | | |
|-----------|--|----|
| Gráfico 1 | Crecimiento trimestral anualizado del PIB | 26 |
| Gráfico 2 | Prima de riesgo-país EMBI+ países latinoamericanos | 27 |
| Gráfico 3 | Índice mensual de los precios de los principales productos básicos | 28 |
| Gráfico 4 | Promedio de los precios internacionales | 28 |
| Gráfico 5 | Exportaciones totales | 29 |
| Gráfico 6 | Exportaciones tradicionales | 29 |
| Gráfico 7 | Exportaciones no tradicionales industriales | 30 |
| Gráfico 8 | Importaciones de bienes intermedios industriales | 30 |
| Gráfico 9 | Tasa de cambio | 31 |

| | | |
|------------|---|----|
| Gráfico 10 | Tasa de subempleo 13 ciudades | 34 |
| Gráfico 11 | Índice de confianza del consumidor | 34 |
| Gráfico 12 | Condiciones para la inversión de la industria | 34 |
| Gráfico 13 | Importaciones de bienes de capital industriales | 34 |
| Gráfico 14 | M3 y cartera bruta ajustada en M/N | 35 |
| Gráfico 15 | Cartera bruta real en M/N, por tipo de crédito | 35 |
| Gráfico 16 | M1 y efectivo | 35 |
| Gráfico 17 | Tasas de interés nominales | 36 |
| Gráfico 18 | Tasas de interés nominales de los TES en el mercado secundario | 36 |
| Gráfico 19 | Utilización de la capacidad instalada | 37 |
| Gráfico 20 | Indicador de insuficiencia de demanda | 37 |
| Gráfico 21 | El gasto en inversión y la capacidad de producción respecto al año anterior | 37 |
| Gráfico 22 | Inflación transable | 39 |
| Gráfico 23 | Inflación no transable | 39 |
| Gráfico 24 | Inflación anual de los servicios públicos | 40 |
| Gráfico 25 | Inflación anual de los combustibles y el transporte | 40 |
| Gráfico 26 | Expectativas de inflación derivadas de los contratos TES tasa fija y TES tasa variable | 41 |
| Gráfico 27 | Costo laboral unitario real de la industria | 41 |
| Cuadro 1 | Devaluación de las monedas latinoamericanas frente al dólar estadounidense | 27 |
| Cuadro 2 | Crecimiento anual del PIB trimestral por ramas de actividad, 2003 | 31 |
| Cuadro 3 | Posición propia de contado y flujos cambiarios | 32 |
| Cuadro 4 | Crecimiento anual del PIB por el lado de la demanda, 2003 | 33 |

II. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS

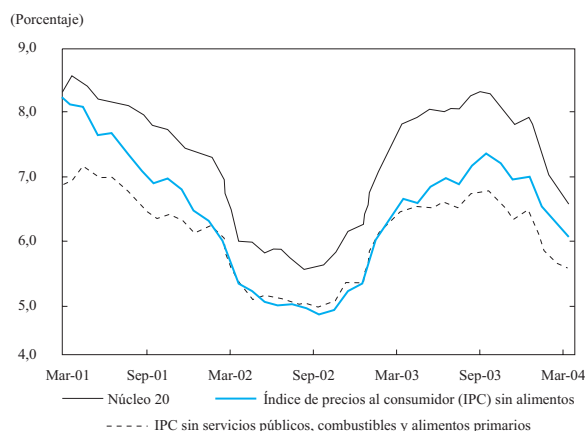
| | | |
|------------|---|----|
| Gráfico 28 | Licencias de construcción | 50 |
| Gráfico 29 | Distribución de probabilidades en la inflación | 57 |
| Gráfico 30 | Problema de costo y suministro de materias primas | 57 |
| Cuadro 5 | Pronósticos de crecimiento | 45 |
| Cuadro 6 | Cuenta corriente de la balanza de pagos | 48 |
| Cuadro 7 | Algunos supuestos de variables externas | 48 |
| Cuadro 8 | Crecimiento del PIB, según la demanda | 50 |
| Cuadro 9 | Resultados del modelo central (MMT) | 54 |

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).

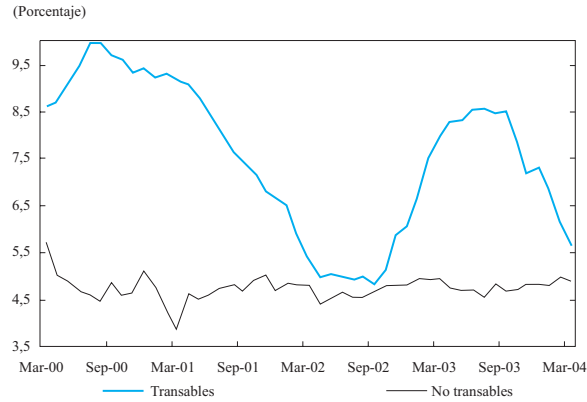
GRÁFICO 1
EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN BÁSICA



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.

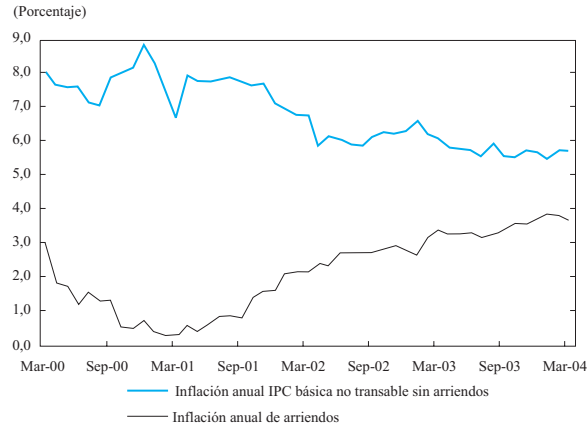
La evolución reciente de la inflación de transables muestra que la transmisión de la devaluación registrada entre mediados de 2002 y de 2003 se había completado en buena parte en marzo de este año y dentro del plazo previsto en informes anteriores. El nivel de la inflación de transables (descontando 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.

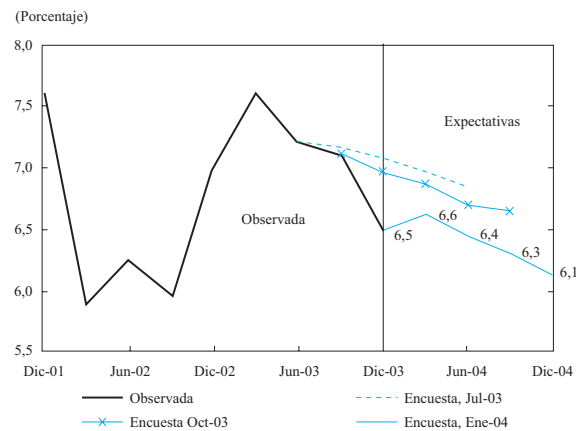
El buen desempeño de la inflación básica compensó el aumento de la inflación de alimentos en el primer trimestre (que se situó por encima de lo esperado). Además

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

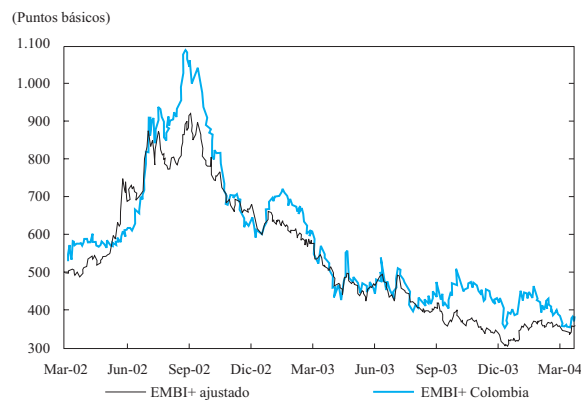
tipo de cambio sugiere que la economía ha entrado en una fase de apreciación cambiara más fuerte que la prevista en el informe de diciembre. Esto ha obedecido a varias razones:

- ⊗ 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 revaloracionista.

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.

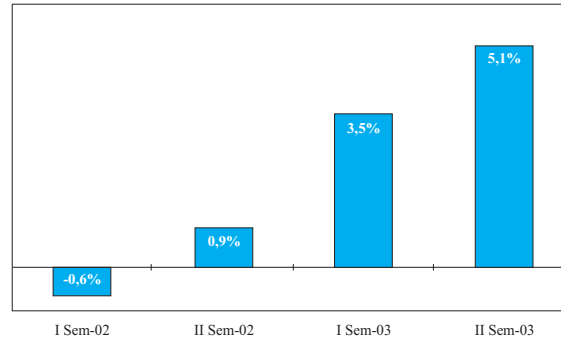
GRÁFICO 5
PRIMAS DE RIESGO-PAÍS
EMBI+ AJUSTADO (*) VS. EMBI+ COLOMBIA



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

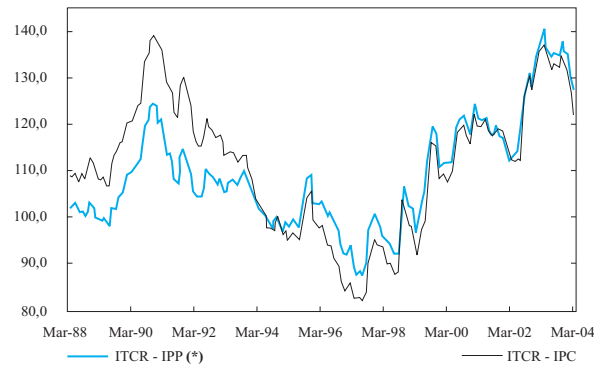
Estas favorables condiciones externas siguen permitiendo el crecimiento de sectores transables como la minería y la industria manufacturera (Gráfico 6). Ello se ha dado a pesar de la reducción reciente en la tasa de cambio real, la cual, en todo caso, continúa en niveles históricamente altos (Gráfico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

GRÁFICO 6
CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB DE SECTORES TRANSABLES



Fuente: DANE.

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



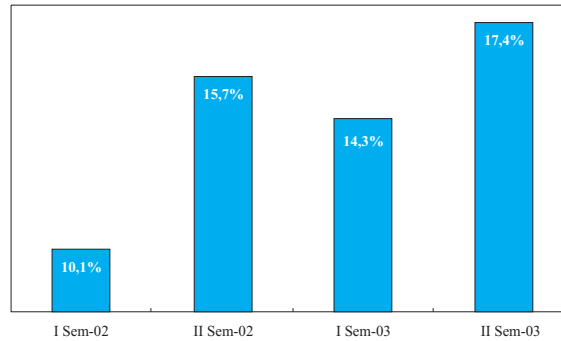
(*) IPP: Índice de precios del productor
Fuente: Banco de la República.

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).

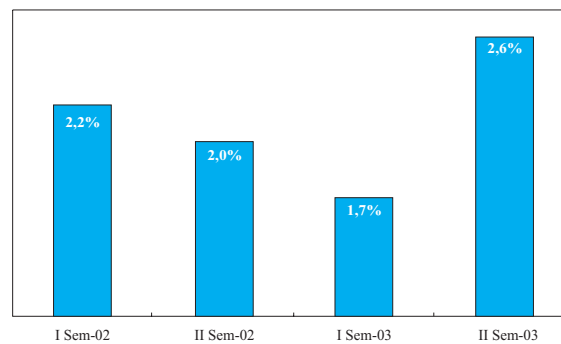
El mayor dinamismo de la demanda interna siguió apoyado en las bajas tasas de interés reales, el aumento en el ingreso disponible del sector privado por la mejora en los términos de intercambio y el fuerte aumento de las remesas del exterior, la recuperación del empleo, y el aumento en la riqueza de 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



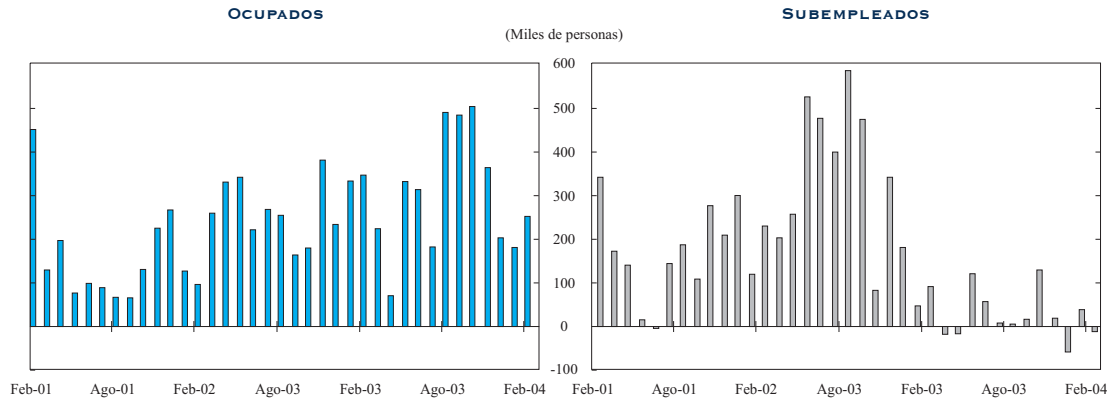
Fuente: DANE.

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

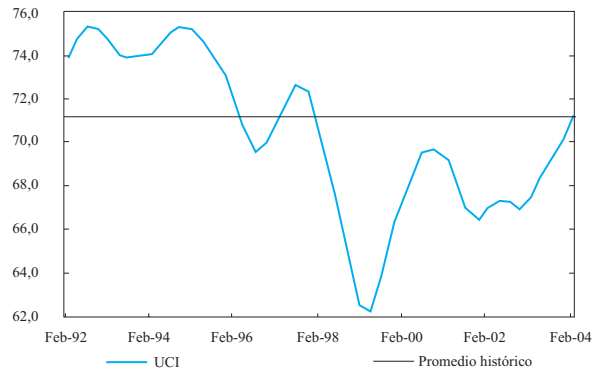
Un aspecto central en la evaluación de la situación inflacionaria actual es determinar durante cuánto tiempo puede expandirse la economía a un ritmo como el actual o incluso mayor, sin generar presiones inflacionarias que pongan en peligro las metas de inflación. Para ello usualmente se acude a diferentes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

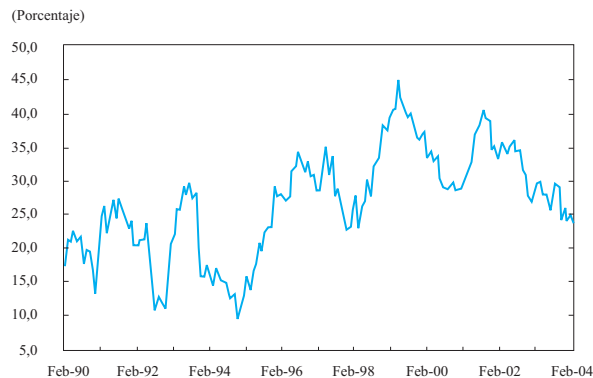
Sin embargo, se debe tener en cuenta que el promedio histórico del indicador de la UCI de Fedesarrollo se ha reducido en la medida en que los datos observados han sido sistemáticamente inferiores a la media en los últimos cinco años. Por esta razón, dicho promedio no constituye un indicador confiable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

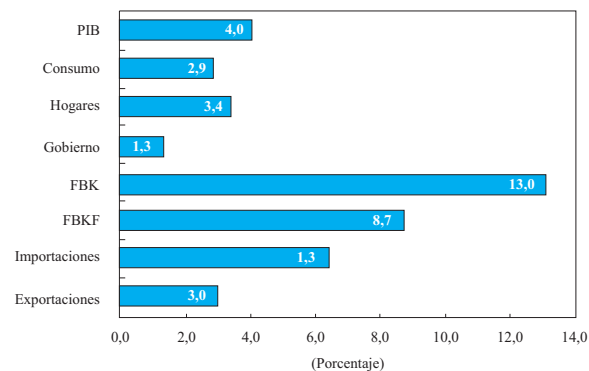
De otro lado, la demanda interna seguirá creciendo y estimulando la producción de sectores no transables. El dinamismo de la demanda interna en 2004 continuará

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.

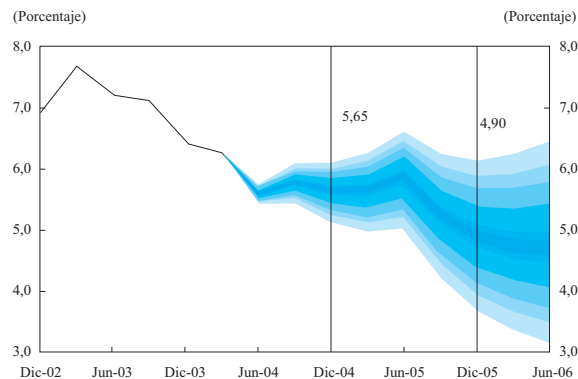
El balance de riesgos realizado con base en el MMT muestra que la probabilidad de que la inflación en 2004 termine entre 5% y 6% es del 88% (Gráfico 14). Para 2005, la probabilidad de que la inflación se sitúe por debajo del 5,5% es del 79%.

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.



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

Alexandra Espinosa Dussán

Mario Nigrinis Ospina

Alejandro Reyes González

Andrés Mauricio Velasco Martínez

(*) En la elaboración de este informe colaboraron 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

El crecimiento económico ha seguido acelerándose, es mayor que el previsto en el informe anterior y no ha generado presiones inflacionarias.

A finales de 2003 y comienzos de 2004 la economía colombiana continuó recuperándose. Durante el cuarto trimestre el crecimiento económico fue de 4,5% anual y la información sectorial disponible sugiere que en el primer trimestre de 2004 este ritmo de crecimiento fue similar o incluso mayor. El crecimiento ha seguido impulsado por la inversión privada principalmente, pero la demanda externa viene ganando dinamismo gracias a la recuperación de las exportaciones hacia los Estados Unidos y Venezuela. Así mismo, los indicadores del primer trimestre sugieren que el consumo de los hogares ha empezado a jugar un papel más importante en la expansión económica, algo que no se veía desde 1997.

El consumo de los hogares ha empezado a jugar un papel más importante en la expansión económica.

La recuperación económica obedece a varios factores externos e internos. En el frente externo, la recuperación de la economía mundial, encabezada por el crecimiento de los Estados Unidos, tendió a consolidarse a comienzos de año. Esta circunstancia ha estado acompañada de incrementos en los precios de varios de los principales productos de exportación de Colombia y del fortalecimiento de la demanda de sus principales socios comerciales en la subregión, haciendo posible una mejoría en la balanza comercial. A nivel interno, el crecimiento continuó estimulado, entre otros factores, por una política monetaria expansiva, cuyo principal resultado ha sido el mantenimiento de tasas de interés reales de mercado en niveles de mínimos históricos. A ello se suma un clima de confianza creciente que empieza a compararse con los resultados que mostraban las encuestas de opinión empresarial antes de 1998.

La aceleración del crecimiento ha venido acompañada de una apreciación del tipo de cambio mayor que la prevista en el informe anterior.

La aceleración del crecimiento ha venido acompañada de una apreciación del tipo de cambio mayor que la prevista en el informe anterior. Además del incremento en las exportaciones, la apreciación ha sido el resultado de un aumento en las entradas netas de capitales a partir de enero. El incremento de los flujos de capital era un fenómeno que ya se había observado en otras economías de la región (Chile y Brasil, por ejemplo), asociado a la existencia de una amplia liquidez internacional, una baja percepción de riesgo por parte de los mercados y un diferencial de rentabilidades favorable a las inversiones en economías emergentes. Hasta finales

La inflación anual al consumidor se redujo como resultado de la fuerte corrección a la baja de la inflación de transables.

del año pasado, estos mayores flujos de capital no se habían hecho presentes en Colombia en forma importante.

En este contexto, la inflación anual al consumidor se redujo de 6,5% en diciembre a 6,2% en marzo, como resultado de la fuerte corrección a la baja de la inflación de transables principalmente. Presiones no anticipadas en los precios de los alimentos primarios y los todavía altos niveles de inflación de los bienes y servicios regulados, incluido combustible, impidieron que la inflación total disminuyera aún más. Por su parte, la inflación de no transables se mantuvo en los niveles observados un trimestre antes pese al mayor crecimiento económico, lo cual sugiere que aún existen importantes excesos de capacidad productiva.

Dada la profundización de la apreciación cambiaria, la cual debe disminuir las presiones inflacionarias en el mediano plazo, y teniendo en cuenta la ausencia de presiones importantes sobre la inflación en lo referente a la demanda, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) redujo en 50 puntos básicos (pb) las tasas de interés de intervención en el primer trimestre. Así mismo, la Junta anunció la realización de subastas de acumulación de reservas hasta por US\$700 millones (m) a partir de marzo, con una esterilización hasta del 50,0% de los montos comprados, con el fin de mantener una expansión monetaria compatible con el cumplimiento de la meta de inflación de 2004, y con una senda de inflación en el rango anunciado para la meta de 2005.

A. CRECIMIENTO, PRECIOS Y TASAS DE INTERÉS INTERNACIONALES

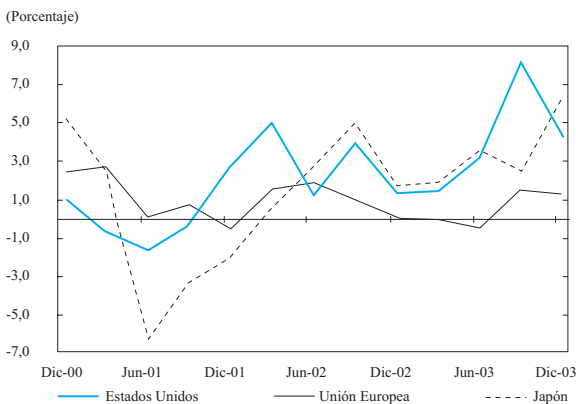
Los datos más recientes indican que durante el primer trimestre del año la actividad económica mundial continuó fortaleciéndose. Así mismo, las perspectivas actuales son mejores que las esperadas hace tres meses. En los Estados

Unidos y Japón la recuperación económica ha sido evidente, mientras que en la zona del euro la economía sigue creciendo lentamente (Gráfico 1). Asia continúa expandiéndose de manera importante, especialmente China, mientras que en Latinoamérica las buenas condiciones de financiamiento externo se mantuvieron durante el trimestre. El gran dinamismo mundial permitió que los precios internacionales de los productos básicos continuaran incrementándose.

En los Estados Unidos el crecimiento anual del PIB en 2003 fue de 3,1%, destacándose la recuperación de la inversión privada, la cual en años anteriores había contribuido negativamente, mientras que el consumo privado mantuvo su dinamismo. Por otra parte, diferentes indicadores señalan que el fortalecimiento de la economía se ha mantenido en lo transcurrido

GRÁFICO 1

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



Fuente: Datastream.

del año. Así, la producción industrial se aceleró durante todo el primer trimestre y en marzo se ubicó 4,0% por encima del valor registrado un año atrás, un crecimiento que no se observaba desde mediados del año 2000. Así mismo, la utilización de capacidad instalada aumentó en este primer trimestre, aunque todavía se encuentra en niveles históricamente bajos.

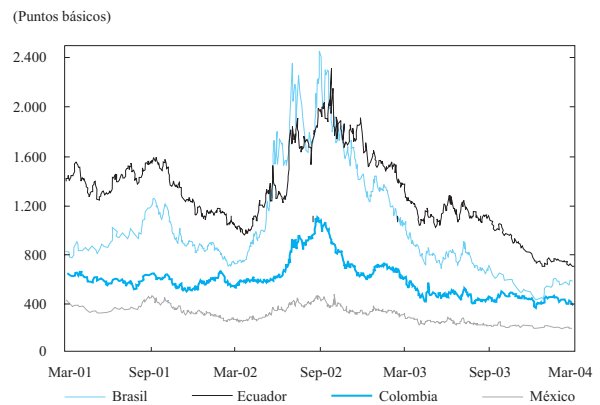
En la zona del euro, por el contrario, la recuperación ha sido moderada, registrando un crecimiento de 0,4% el año anterior (inferior al 1,0% esperado por el mercado hace tres meses), dentro del cual se destaca el de las exportaciones netas a pesar de la apreciación del euro. Entre tanto, el consumo interno se mantuvo débil; para lo corrido del año los indicadores muestran que la recuperación aún no se consolida. En efecto, como lo señala el *Boletín Mensual del Banco Central Europeo* del mes de abril, mientras la producción industrial volvió a descender en enero, luego de haber crecido en el último trimestre del año anterior, las ventas de comercio al por menor se incrementaron de manera importante en ese mes. Por su parte, la tasa de desempleo en la región se mantuvo en 8,8% durante el trimestre (con datos a febrero).

Japón registró un crecimiento de 2,7% en 2003, impulsado tanto por la demanda interna como por la externa. Al parecer, el gran dinamismo del sector exportador, especialmente hacia China y el resto de Asia, ha empezado a repercutir en la actividad económica interna, por lo cual la inversión y el consumo privado han aumentado. En el resto de Asia se sigue confirmando el gran dinamismo económico de la región, particularmente en China que registró un crecimiento anual de 9,1% en 2003 y de 9,7% en el primer trimestre de 2004.

En América Latina el financiamiento externo continuó siendo favorable durante el primer trimestre del año como resultado de las bajas tasas de interés en los países desarrollados, el mayor dinamismo de la demanda mundial y los mayores precios internacionales. En este contexto las primas de riesgo-país y las tasas de cambio se mantuvieron en niveles bajos en este trimestre (Gráfico 2 y Cuadro 1). Ecuador y Venezuela, principales socios comerciales de Colombia en la región, crecieron -9,2% y 2,6% en 2003, respectivamente. En el transcurso del año ambos países se han visto favorecidos por los altos precios del petróleo, aunque todavía enfrentan problemas de inestabilidad política. Ecuador adicionalmente, ha visto favorecido por la apertura de un nuevo oleoducto.

GRÁFICO 2

PRIMA DE RIESGO-PAÍS
EMBI+ PAÍSES LATINOAMERICANOS



Fuente: Bloomberg.

CUADRO 1

DEVALUACIÓN DE LAS MONEDAS LATINOAMERICANAS
FRENTE AL DÓLAR ESTADOUNIDENSE

| | Trimestral (*) | Anual fin de marzo de 2003 |
|-----------|-------------------|----------------------------------|
| Argentina | (2,6) | (3,8) |
| Brasil | 0,2 | (13,6) |
| Chile | 3,2 | (16,5) |
| Colombia | (3,6) | (9,5) |
| México | (1,0) | 3,4 |
| Perú | (0,1) | (0,5) |
| Uruguay | 1,3 | 2,9 |

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

Los precios internacionales de los bienes exportados por Colombia continuaron aumentando.

Durante el primer trimestre del año la inflación total en los Estados Unidos no registró cambios significativos y finalizó en marzo en 1,7%. Por el contrario, en este mismo mes se observó un incremento importante en la inflación básica, al ubicarse en 1,6%. Lo anterior generó alta incertidumbre en el mercado sobre posibles incrementos en las tasas de interés por parte de la Reserva Federal. Por su parte, las tasas de inflación en la zona del euro y Japón no presentaron cambios importantes con relación a lo observado tres meses atrás. En la mayoría de países de América Latina se observó una reducción en la tasa de inflación entre diciembre y marzo, dentro de los cuales cabe destacar a Chile cuya inflación en el mes de marzo fue de -0,7%, al parecer como resultado de la fuerte apreciación observada en la segunda mitad de 2003.

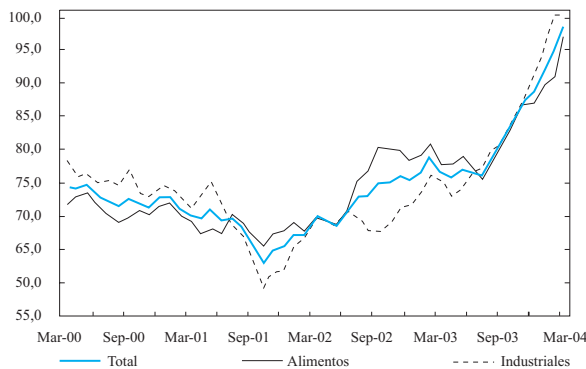
Contrario a lo observado con la inflación, los precios internacionales de los productos básicos continuaron aumentando en el primer trimestre del año en respuesta

al mayor dinamismo de la economía mundial y, en el caso de algunos cereales, a condiciones climáticas poco favorables que han reducido la oferta. Así lo muestra el índice de precios de *The Economist*, el cual aumentó 10,9% entre diciembre y marzo. El incremento se observó tanto en alimentos como en bienes industriales, los cuales crecieron 11,5% y 10,1% en este mismo período, respectivamente (Gráfico 3).

De igual manera, los precios internacionales de los bienes exportados por Colombia continuaron aumentando, favoreciéndose así los términos de intercambios. En efecto, los precios del carbón, níquel y oro se ubicaron durante el primer trimestre en niveles superiores a los registrados en el último trimestre del año anterior (Gráfico 4). A su vez, el precio internacional del petróleo se mantuvo en niveles altos durante el trimestre, especialmente en el mes de marzo, cuando sobrepasó los

GRÁFICO 3

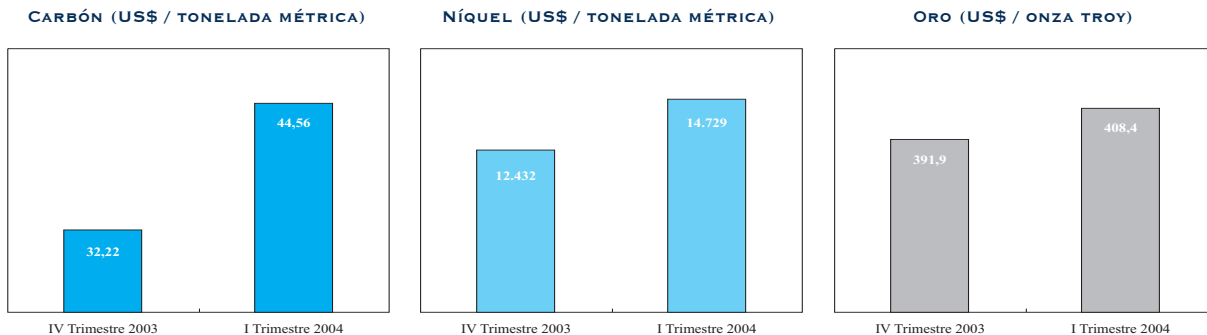
ÍNDICE MENSUAL DE LOS PRECIOS DE LOS PRINCIPALES PRODUCTOS BÁSICOS (1995=100)



Fuente: *The Economist*.

GRÁFICO 4

PROMEDIO DE LOS PRECIOS INTERNACIONALES



Fuente: Banco Mundial, Pinksheet, abril de 2004.

US\$38 por barril (WTI). El comportamiento de la cotización del crudo fue consecuencia de los bajos inventarios en los Estados Unidos, la lenta recuperación de la producción de Iraq, y la fuerte demanda en especial de los Estados Unidos y Asia. Adicionalmente, la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) decidió reducir sus cuotas de producción en un millón de barriles por día a partir de abril. La mayoría de países miembros de la OPEP están produciendo a plena capacidad quedando muy poco espacio para responder a choques de demanda inesperados, lo cual ha generado alta incertidumbre en los agentes del mercado. Así, el precio promedio del crudo WTI en el primer trimestre fue de US\$35,2 por barril, siendo superior al esperado hace tres meses. Finalmente, el precio internacional del café también ha mostrado una tendencia creciente en lo transcurrido del año, ubicándose, en promedio, en US\$78,3 centavos/libra.

B. PRODUCCIÓN DE BIENES TRANSABLES

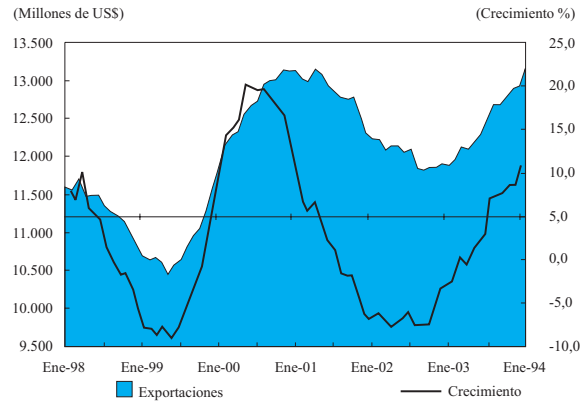
Las exportaciones totales han acelerado su ritmo de crecimiento en un contexto de altos precios de los *commodities* y de una demanda mundial dinámica (Gráfico 5).

El buen desempeño de las exportaciones tradicionales (Gráfico 6) se explica por el comportamiento de las ventas al exterior de café, carbón y oro. La dinámica que presentaron las ventas de carbón y oro en el mes de enero concuerda con el pronóstico de balanza de pagos que se presentó en el informe anterior. En el caso de las ventas externas de café, para el primer trimestre del año, la Federación Nacional de Cafeteros informó que el número de sacos exportados aumentó 20,0% frente al mismo período del año anterior. Este crecimiento difiere respecto al esperado en la balanza de pagos para todo el año (1,0%). De mantenerse esta tendencia en el segundo trimestre, el pronóstico sería revisado al alza.

En cuanto a las exportaciones no tradicionales, las cifras disponibles a enero muestran una recuperación en sus niveles. En el caso de las no tradicionales industriales, las dirigidas a los Estados Unidos y al resto de socios comerciales siguen presentando altas tasas de crecimiento. Las ventas dirigidas a Ecuador parecen haber tocado fondo y las dirigidas a Venezuela empiezan a recuperarse en niveles, como se había anticipado en el informe anterior (Gráfico 7).

GRÁFICO 5

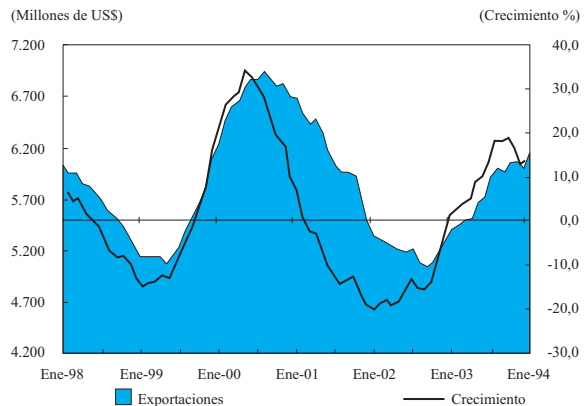
EXPORTACIONES TOTALES (ÚLTIMOS 12 MESES)



Fuente: DANE.

GRÁFICO 6

EXPORTACIONES TRADICIONALES (ÚLTIMOS 12 MESES)



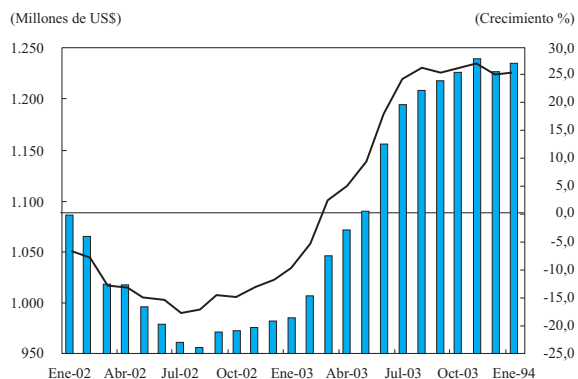
Fuente: DANE.

Las exportaciones totales han acelerado su ritmo de crecimiento.

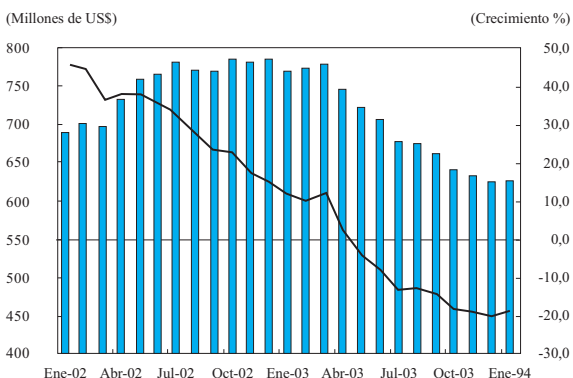
GRÁFICO 7

EXPORTACIONES NO TRADICIONALES INDUSTRIALES
(ÚLTIMOS 12 MESES)

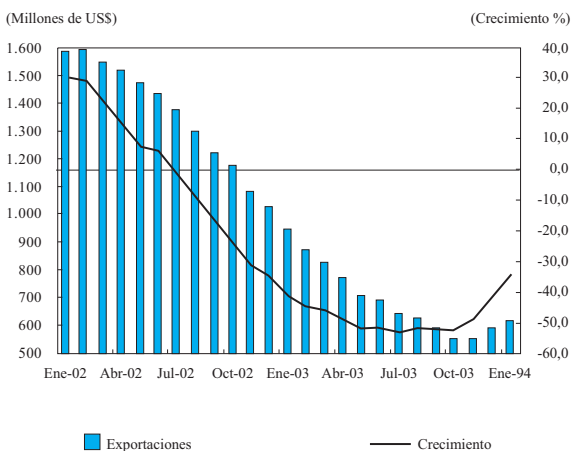
A LOS ESTADOS UNIDOS



A ECUADOR



A VENEZUELA



Fuente: DANE.

El buen comportamiento que mostraron las exportaciones tradicionales a lo largo de 2003 y el alto nivel que alcanzó el tipo de cambio real, permitieron la recuperación de la producción de sectores transables, especialmente el minero que creció 11,0% (Cuadro 2), y algunas ramas de la industria manufacturera como textiles, confecciones y productos de madera.

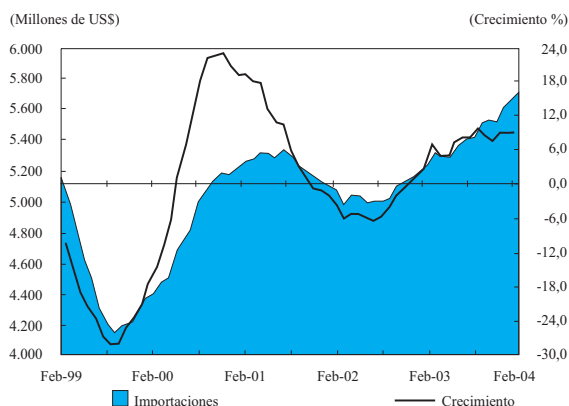
En el caso de la industria manufacturera la encuesta de la Asociación Nacional de Industriales (ANDI) señala un crecimiento importante de la producción en los dos primeros meses del año. Por otra parte, la encuesta de Fedesarrollo muestra que el indicador de pedidos se encuentra en su punto más alto desde 1994, mientras que el indicador de existencias está en su nivel más bajo desde 1994. Otro indicador de la producción manufacturera es el de las importaciones de bienes intermedios industriales cuyo acumulado en los últimos 12 meses creció en febrero más de 10,0%, siendo su nivel similar al observado a principios de 1998 (Gráfico 8).

C. TASA DE CAMBIO

La tendencia hacia la apreciación del tipo de cambio observada a finales de 2003 se acentuó en lo transcurrido de 2004. El tipo de cambio, que a diciembre era de \$2.778 por dólar, a finales de marzo había dis-

GRÁFICO 8

IMPORTACIONES DE BIENES
INTERMEDIOS INDUSTRIALES
(ÚLTIMOS 12 MESES)



Fuente: DANE.

CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB TRIMESTRAL POR RAMAS DE ACTIVIDAD, 2003 (PR)
(VARIACIONES PORCENTUALES ANUALES)

| Ramaz de actividad | Trimestres | | | | Anual |
|---|------------|--------|--------|-------|-------|
| | I | II | III | IV | |
| Agropecuario, silvicultura, caza y pesca | 2,39 | (0,42) | 4,09 | 3,50 | 2,37 |
| Explotación de minas y canteras | (0,46) | 18,57 | 21,88 | 5,45 | 11,04 |
| Electricidad, gas y agua | 3,54 | 2,19 | 3,34 | 4,05 | 3,28 |
| Industria manufacturera | 8,21 | 1,11 | 3,59 | 4,22 | 4,24 |
| Construcción | 15,19 | 5,87 | 11,10 | 14,53 | 11,61 |
| Edificaciones | 8,43 | 19,93 | 22,04 | 25,57 | 19,19 |
| Obras civiles | 24,61 | (9,73) | (1,20) | 1,05 | 2,51 |
| Comercio, reparación, restaurantes y hoteles | 5,26 | 3,49 | 5,64 | 5,15 | 4,89 |
| Transporte, almacenamiento y comunicación | 5,11 | 3,22 | 4,85 | 5,49 | 4,67 |
| Establecimientos financieros, seguros e inmuebles | 5,49 | 3,97 | 5,29 | 2,92 | 4,40 |
| Servicios sociales, comunales y personales | 0,95 | 1,05 | 0,55 | 3,14 | 1,42 |
| Producto interno bruto | 4,12 | 2,22 | 4,14 | 4,49 | 3,74 |

(PR) Preliminar.
Fuente: DANE.

minuido a \$2.676 por dólar y en la tercera semana de abril se situaba alrededor de \$2.640 (Gráfico 9).

Con respecto al fortalecimiento del peso colombiano siguieron interviniendo varios factores que ya se habían hecho presentes en la segunda mitad de 2003:

- ✘ El debilitamiento del dólar frente al euro y otras monedas, dadas las bajas tasas de interés en los Estados Unidos y la incertidumbre sobre la reactivación económica. Esta tendencia se mantuvo durante el primer trimestre, aunque en marzo el dólar recuperó algún terreno frente al euro.
- ✘ La atractiva rentabilidad que todavía ofrecen varios papeles denominados en pesos, especialmente los títulos de deuda pública, pese al incremento de sus precios a partir de febrero.
- ✘ El mejoramiento de las perspectivas de crecimiento para la economía, al tiempo con una recuperación de los términos de intercambio.
- ✘ El buen desempeño de las exportaciones colombianas a comienzos de año, que, en algunos casos, como en el de las exportaciones de carbón y de las no tradicionales, han superado las proyecciones iniciales.
- ✘ El incremento en las remesas de colombianos en el exterior y de otras transferencias corrientes desde 2003.

TASA DE CAMBIO
TASA REPRESENTATIVA DEL MERCADO (TRM)



Fuente: Banco de la República.

Se puede presumir que en ausencia de la intervención la tasa de cambio habría sido sustancialmente menor.

Gracias a las mayores tasas de interés de los TES y de las expectativas de apreciación, en los primeros meses de este año también se observó una pequeña entrada de inversiones de portafolio de corto plazo que contribuyó a aumentar la oferta de divisas. A ella se ha sumado una mayor predisposición de inversionistas locales a endeudarse en el exterior en el corto plazo. Hay indicios que sugieren que la deuda externa neta de corto plazo ha registrado recientemente algunos incrementos.

Como resultado de lo anterior, en el primer trimestre del año aumentó en US\$906 m la oferta neta de divisas originada en operaciones del sector real con respecto a igual período de 2003. Esta oferta neta se originó principalmente en operaciones asociadas a la cuenta de capitales y fue absorbido en su mayor parte por el Banco de la República, mediante el ejercicio de opciones *put* para acumulación de reservas internacionales (US\$400 m) y por la Tesorería General de la Nación (TGN), mediante el mercado cambiario (US\$226,5 m). Los intermediarios del mercado cambiario (IMC), aumentaron la posición propia de contado, en US\$78 m. Se puede presumir que en ausencia de la intervención, tanto del Banco de la República, como de la TGN, la tasa de cambio habría sido sustancialmente menor (Cuadro 3).

CUADRO 3

**POSICIÓN PROPIA DE CONTADO Y FLUJOS CAMBIARIOS
(MILLONES DE DÓLARES)**

| | 2003 Acumulado | 2003 | | | Acumulado marzo 2003 | |
|--|-------------------|-------|---------|-------|----------------------------|---------------------------------|
| | | Enero | Febrero | Marzo | | |
| Variación de la posición propia de contado (PPC) de los IMC | 321 | 33 | (80) | 113 | 66 | |
| Compraventa de divisas al Banco de la República 1/ | 238 | 0 | 0 | 145 | 145 | |
| Compraventa de divisas a la TGN 1/ | 123 | 120 | 3 | 0 | 123 | |
| Otros cambios en la PPC que no se reflejan en la balanza cambiaria | 38 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| Compras netas al sector real | (78) | (87) | (83) | (31) | (201) | |
| Cuenta corriente | 1.368 | 78 | 112 | 39 | 230 | |
| Cuenta de capital | (1.624) | (233) | (121) | (134) | (488) | |
| Errores y/o omisiones estadísticos 2/ | 178 | 67 | (74) | 63 | 57 | |
| | | 2004 | | | Acumulado marzo 2004 | Variación marzo 2004-2003 |
| | | Enero | Febrero | Marzo | | |
| Variación de la PPC de los IMC | (120) | 38 | 160 | 78 | 12 | |
| Compraventa de divisas al Banco de la República 1/ | (400) | 0 | 0 | (400) | (545) | |
| Compraventa de divisas a la TGN 1/ | (28) | (47) | (153) | (227) | (350) | |
| Otros cambios en la PPC que no se reflejan en la balanza cambiaria | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| Compras netas al sector real | 308 | 84 | 312 | 704 | 906 | |
| Cuenta corriente | 7 | 161 | 220 | 388 | 158 | |
| Cuenta de capital | 258 | (74) | (2) | 182 | 669 | |
| Errores y/o omisiones estadísticos 2/ | 43 | (2) | 94 | 135 | 78 | |

(pr) Preliminar.

1/ El signo positivo significa venta de divisas por parte del Banco de la República (opciones *call*) o la TGN; en forma contraria, el signo negativo identifica la compra de divisas realizada por el Banco de la República (opciones *put*) o la TGN.

2/ Corresponde a flujos de divisas no reportados en la cuenta corriente o cuenta de capital de la balanza cambiaria y cambios en la PPC que no se reflejan en los flujos cambiarios y que no han sido identificados. Fuente: Banco de la República, Balanza Cambiaria.

D. DEMANDA INTERNA Y PRODUCCIÓN DE BIENES NO TRANSABLES

El consumo de los hogares en el segundo semestre de 2003 y especialmente en el cuarto trimestre, se vio favorecido por las bajas tasas de interés reales, las mejores condiciones económicas, la menor percepción de riesgo y la expansión del crédito (Cuadro 4). La recuperación del consumo privado se explica principalmente por el consumo de bienes no durables que volvió a crecer por encima de la tasa de crecimiento de la población.

Estas condiciones continuaron operando en el primer trimestre de 2004, al tiempo que los efectos de riqueza siguieron aumentando gracias a la reducción de la prima de riesgo-país de la deuda externa, la evolución favorable del precio de las acciones, y la recuperación de los precios de la finca raíz. Adicionalmente, las condiciones del mercado laboral siguieron mejorando como lo sugiere la disminución de la tasa de subempleo (Gráfico 10). Todos estos factores han ido acompañados de una mayor confianza de los consumidores (Gráfico 11).

De otra parte, la inversión fija tuvo un importante crecimiento en 2003 (13,1%), gracias a la mejor percepción de los empresarios sobre las condiciones políticas y económicas para la inversión (Gráfico 12), la recuperación del sistema financiero, las mayores entradas de capital y el aumento de las utilidades de las empresas. En

En 2003 la demanda interna continuó recuperándose liderada por la inversión privada.

CUADRO 4

CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB POR EL LADO DE LA DEMANDA, 2003 (P) (VARIACIÓN PORCENTUAL)

| | Trimestres | | | | Anual |
|--|------------|--------|--------|--------|--------|
| | I | II | III | IV | |
| Producto interno bruto | 4,12 | 2,22 | 4,14 | 4,49 | 3,74 |
| Importaciones totales | 18,91 | 1,03 | 10,65 | 8,60 | 9,54 |
| Consumo final | 1,57 | 1,32 | 1,94 | 3,63 | 2,12 |
| Hogares 1/ | 1,93 | 1,48 | 2,64 | 3,48 | 2,39 |
| Consumo final interno hogares 2/ | 2,16 | 1,47 | 2,45 | 3,38 | 2,36 |
| No durables | 0,96 | (1,34) | 1,55 | 2,16 | 0,83 |
| Semidurables | 0,12 | 5,22 | 2,28 | 3,46 | 2,76 |
| Servicios | 2,90 | 2,97 | 2,87 | 2,52 | 2,81 |
| Durables | 8,40 | 3,71 | 5,48 | 18,06 | 8,92 |
| Gobierno | 0,55 | 0,85 | (0,05) | 4,08 | 1,35 |
| Formación bruta de capital | 47,21 | 5,16 | 16,04 | 13,72 | 18,67 |
| Formación bruta de capital fijo | 19,03 | 5,73 | 12,68 | 15,48 | 13,12 |
| Agropecuaria, silvicultura, caza y pesca | 0,30 | (0,82) | (4,86) | (0,64) | (1,54) |
| Maquinaria y equipo | 21,82 | 10,10 | 22,34 | 26,78 | 20,43 |
| Equipo de transporte | 57,53 | (9,55) | (2,50) | (7,80) | 5,07 |
| Edificaciones | 8,65 | 20,04 | 22,29 | 25,97 | 19,38 |
| Obras civiles | 24,66 | (9,64) | (1,17) | 0,95 | 2,51 |
| Subtotal: demanda final interna | 7,42 | 1,93 | 4,30 | 5,40 | 4,73 |
| Exportaciones totales | 0,32 | 2,59 | 10,18 | 3,88 | 4,17 |
| Total demanda final | 6,26 | 2,04 | 5,18 | 5,17 | 4,65 |

(p) Provisional

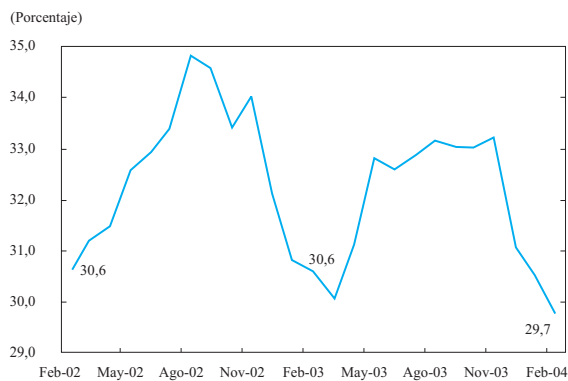
1/ Incluye las compras de bienes por residentes efectuadas en el exterior y excluye las de no residentes efectuadas en el territorio nacional.

2/ Corresponde al consumo final de los hogares residentes efectuado dentro del territorio económico.

Fuente: DANE.

GRÁFICO 10

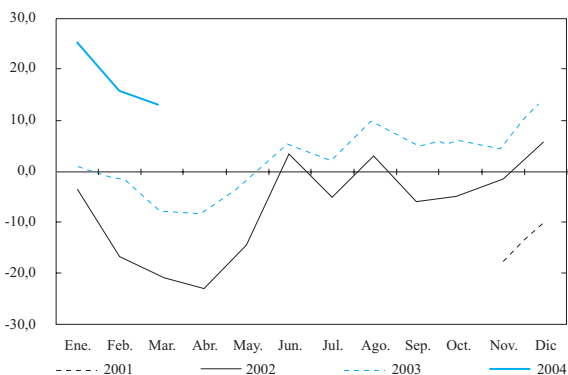
TASA DE SUBEMPLEO 13 CIUDADES
NUEVA METODOLOGÍA



Fuente: DANE.

GRÁFICO 11

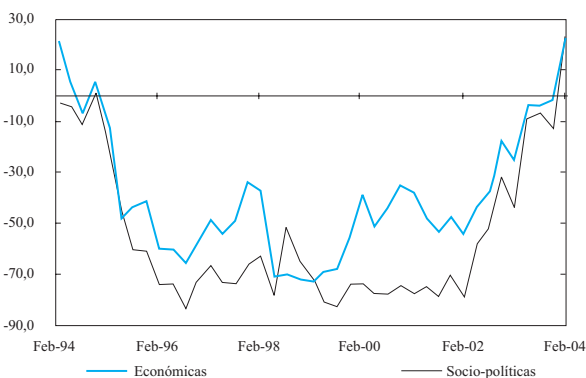
ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR



Fuente: Fedesarrollo.

GRÁFICO 12

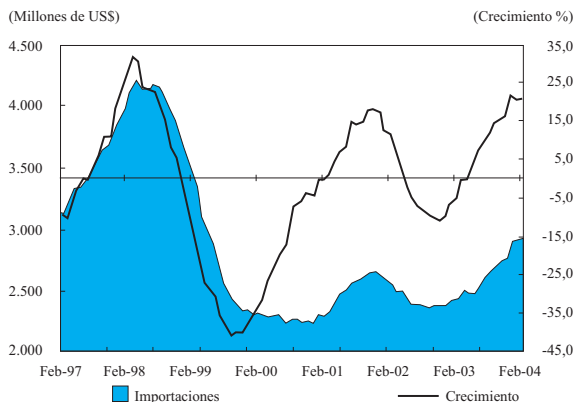
CONDICIONES PARA LA INVERSIÓN DE LA INDUSTRIA
(BALANCES)



Fuente: Fedesarrollo.

GRÁFICO 13

IMPORTACIONES DE BIENES
DE CAPITAL INDUSTRIALES
(ÚLTIMOS 12 MESES)



Fuente: DANE.

los primeros meses del presente año, se sumó a lo anterior, el mayor acceso a las alternativas de financiamiento (como la emisión de bonos corporativos) y los incentivos tributarios para la reinversión de utilidades¹. La información disponible a febrero sobre las importaciones de bienes de capital para la industria muestra que el gasto en inversión sigue acelerando su crecimiento (Gráfico 13).

Como resultado del mayor dinamismo de la demanda interna, el crecimiento del PIB y de la producción de sectores no transables se aceleró en el segundo semestre de 2003, en especial las ramas de la construcción, el comercio, el transporte y el sector financiero (Cuadro 2). Esta expansión debía haber continuado en el primer trimestre de 2004.

E. MERCADO MONETARIO Y CREDITICIO

Como se mencionó en el informe anterior, la política monetaria de los últimos años permitió tasas de interés reales históricamente bajas que facilitaron la recuperación del gasto agregado, y del crédito, en un contexto de reducción de la inflación. Como se observa

¹ De acuerdo con el artículo 68 de la última reforma tributaria (Ley 868 de 2003), los contribuyentes del impuesto sobre la renta podrán deducir 30% del valor de las inversiones destinadas a la adquisición de activos productivos reales.

en el Gráfico 14, la política monetaria amplia se reflejó en un crecimiento positivo de M3 desde el segundo semestre de 2001. Sin embargo, la cartera solo se empezó a recuperar en términos reales desde 2003.

No obstante, en lo transcurrido del año el crecimiento de la cartera se ha venido desacelerando. Esta desaceleración se concentra en la cartera comercial y la hipotecaria, mientras la cartera de consumo muestra una tendencia creciente (Gráfico 15). El menor dinamismo del crédito comercial probablemente refleja el mayor fondeo con recursos propios gracias a las utilidades generadas por el sector real. También existen evidencias de un mayor dinamismo en el endeudamiento externo neto, y la ampliación del financiamiento de algunas empresas mediante la emisión de bonos.

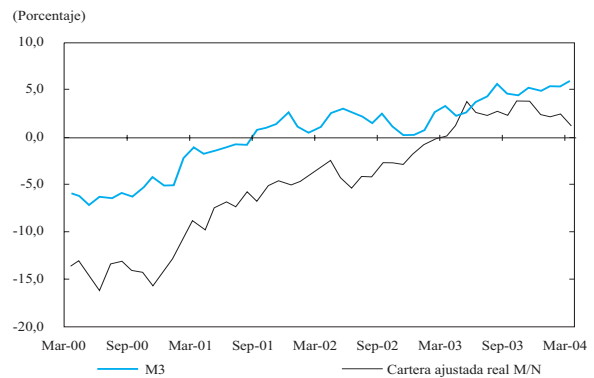
De otro lado, durante el primer trimestre los agregados monetarios (base y M1) crecieron a tasas anuales de 10,3% y 12,0%, respectivamente, frente a un crecimiento de 17,6% y 20,3% en el mismo período de 2003 (Gráfico 16). La amplia provisión de liquidez por parte del Banco de la República a través de sus diferentes instrumentos como Repos de expansión, compra de TES y acumulación de reservas, le ha permitido a la economía mantener tasas de interés históricamente bajas (Gráfico 17).

Por otra parte, desde el cuarto trimestre de 2003 los precios de los TES se han recuperado significativamente (Gráfico 18). Este mayor dinamismo está asociado con la apreciación del peso frente al dólar, la caída de la inflación y sus expectativas, y el mejoramiento del panorama económico interno y externo. Las bajas tasas de interés que han prevalecido en los Estados Unidos y Europa, también han facilitado una mayor demanda de papeles domésticos por parte de inversionistas extranjeros y locales, presionando el precio al alza y las tasas de interés a la baja.

En las últimas semanas de abril ha tenido lugar un cierto incremento de las tasas de los TES, especialmente de los títulos de más largo plazo. Este movimiento al alza de la curva de rendimiento parece estar asociado con el empinamiento de la curva de rendimientos de los

GRÁFICO 14

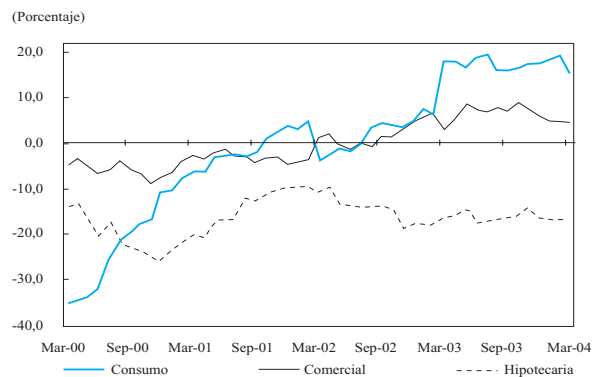
**M3 Y CARTERA BRUTA AJUSTADA EN M/N
(CRECIMIENTO PORCENTUAL REAL ANUAL)**



Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 15

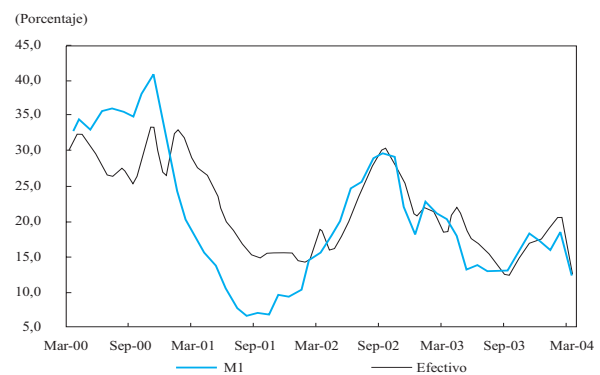
**CARTERA BRUTA REAL EN M/N, POR TIPO DE CRÉDITO
(CRECIMIENTO ANUAL)**



Nota: la información de marzo de 2004 es provisional. Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 16

**M1 Y EFECTIVO
(TASAS DE CRECIMIENTO ANUAL DEL PROMEDIO MENSUAL)**



Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 17

TASAS DE INTERÉS NOMINALES

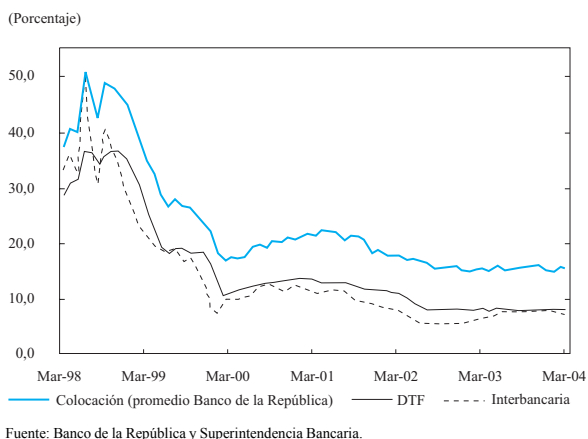
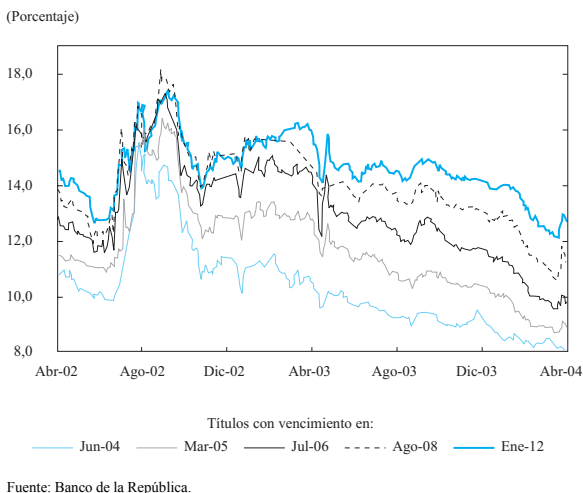


GRÁFICO 18

TASAS DE INTERÉS NOMINALES DE LOS TES EN EL MERCADO SECUNDARIO



bonos del Tesoro americano, reflejando expectativas de incremento en sus tasas de corto plazo. El nerviosismo de los mercados en torno a estos hechos se ha traducido en un repunte reciente en la prima de riesgo-país de la deuda en las economías de la región.

F. 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 utilización de capacidad productiva. En la actualidad, algunas de estas medidas sugieren un cierre considerable de la brecha del producto, mientras que otras indican la existencia de amplios excesos de capacidad instalada.

En el primer grupo están las encuestas de Fedesarrollo y la ANDI, para las cuales la utilización de la capacidad instalada (UCI) de las empresas siguió aumentando. Más aún, en ambas series la UCI para el mes de febrero alcanzó su respectivo promedio histórico, algo que no sucedía desde 1997 (Gráfico 19). Aunque esto muestra una importante reducción del exceso de capacidad instalada, no se puede considerar como evidencia contundente que permita anticipar el surgimiento de presiones inflacionarias de demanda en el corto plazo. En efecto, cuando se hace el cálculo del nivel promedio de la UCI a lo largo de la muestra, es necesario tener en cuenta los resultados que han tenido las observaciones de los últimos cinco años. Al haber sido éstas sistemáticamente inferiores a la media, han afectado la medición del promedio para toda la muestra (el promedio histórico de la

UCI para el período de 1981 a 2000 fue 71,7% vs. 71,2% en el período de 1981 a 2004). Para tener una mejor aproximación al nivel de la UCI histórica, en el caso del indicador de Fedesarrollo, se construyó un intervalo alrededor del promedio histórico de la serie desde 1986 hasta 2004. Para ese período de tiempo se encontró que la media ha oscilado entre 70,5% y 72,7%. De esta manera, el nivel de UCI que alcanzó la serie de Fedesarrollo en febrero de 2004 (71,3%) se ubica en la parte inferior del intervalo construido, señalando que el sector manufacturero aún tiene espacio para aumentar su UCI sin generar presiones sobre los precios (Gráfico 19).

Un indicador indirecto que sugeriría una disminución de los excesos de capacidad de producción es el porcentaje de empresarios industriales que considera que

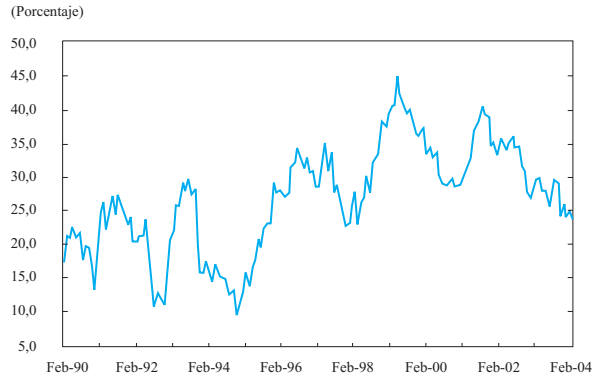
su principal problema para la expansión de la producción es la falta de demanda, medido por la encuesta de la ANDI. Para febrero de 2004, dicho indicador siguió mostrando un importante descenso, alcanzando su nivel más bajo desde 1997 (Gráfico 20).

Sin embargo, los últimos resultados del módulo de inversión de Fedesarrollo² muestran una recuperación del gasto en inversión de las empresas desde el año 2000, frente al observado para el período de 1996 a 1999 (Gráfico 21). Así mismo, un 35% de las empresas

² Fedesarrollo incluye en la encuesta de opinión empresarial del mes de enero un conjunto de preguntas especiales sobre la inversión en la industria manufacturera. La información se encuentra disponible desde 1989.

GRÁFICO 20

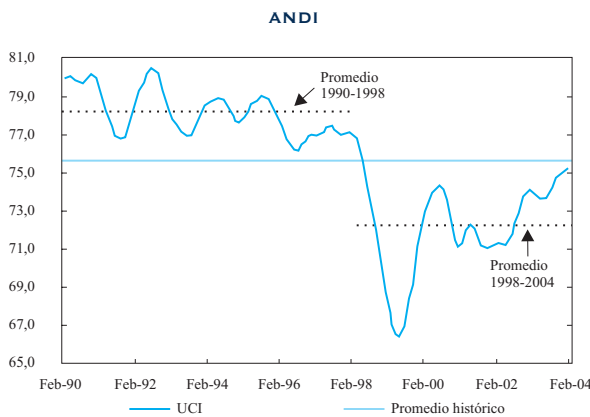
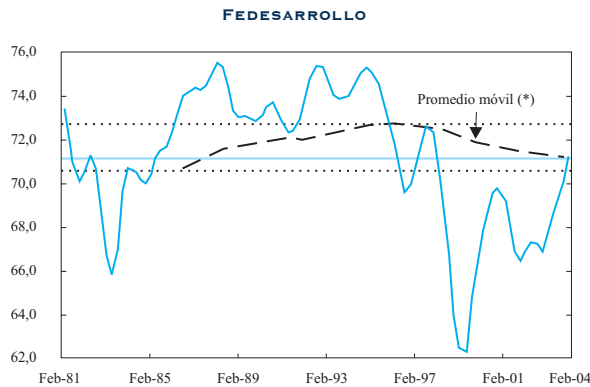
INDICADOR DE INSUFICIENCIA DE DEMANDA (*)
MEDIDO POR LA ANDI



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

GRÁFICO 19

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

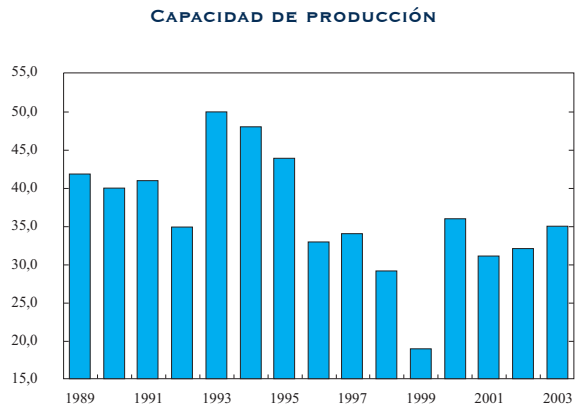
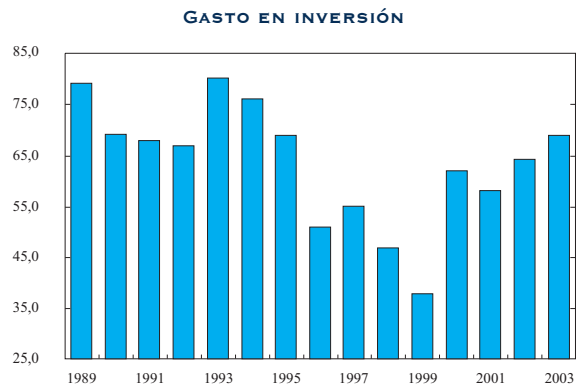


(*) Se calcula como: $\frac{\sum_{1981}^n UCI}{\# \text{ de observaciones}}$, donde n es 1986, 1987, ... 2004, con frecuencia trimestral.

Fuente: Fedesarrollo y ANDI, cálculos del Banco de la República

GRÁFICO 21

EL GASTO EN INVERSIÓN Y LA CAPACIDAD
DE PRODUCCIÓN RESPECTO AL AÑO ANTERIOR



Fuente: Fedesarrollo, EOE - Módulo de inversión.

La brecha del producto se cierra de manera progresiva a lo largo del año, pero menos rápido de lo que se consideró en el informe anterior.

encuestadas afirmaron haber desarrollado proyectos de inversión para ampliar su capacidad de producción en 2003. De esta manera, es posible esperar que los aumentos en la demanda estén siendo acompañados de expansiones de la capacidad productiva.

Con respecto a la brecha del producto, su estimación se modificó respecto a la presentada en el informe anterior. En esta ocasión el Banco de la República volvió a calcular la tasa de crecimiento del PIB potencial para 2004, utilizando un modelo de función de producción y considerando nuevos trabajos sobre la tasa natural de desempleo y utilización de la capacidad instalada de inflación estable (véase Recuadro). Para este año se estima un crecimiento del PIB potencial de 3,6% (frente a 3,0% en el informe de diciembre). De esta forma, la brecha del producto se cierra de manera progresiva a lo largo del año, pero menos rápido de lo que se consideró en el informe anterior.

Teniendo en cuenta la incertidumbre asociada a la estimación de la brecha del producto, el Banco de la República utiliza otras herramientas e indicadores. Los resultados de esos ejercicios coinciden en señalar que en 2004 la economía sigue operando por debajo de su potencial.

A marzo, la tasa de cambio siguió desempeñando un papel fundamental en la reducción de la inflación al consumidor.

G. ACTUALES PRESIONES INFLACIONARIAS

Teniendo en cuenta el análisis efectuado en las secciones anteriores puede afirmarse que durante el trimestre la inflación siguió respondiendo a varios factores:

- ✘ La estabilidad del tipo de cambio en la segunda mitad de 2003 y su apreciación a comienzos de 2004.
- ✘ El mayor crecimiento económico en un contexto de amplios excesos de capacidad productiva.
- ✘ Los diversos choques de oferta a nivel de los alimentos primarios y de los precios de los bienes y servicios regulados.
- ✘ Los altos precios internacionales de algunos productos importados por Colombia, especialmente alimentos.
- ✘ La reducción de las expectativas de inflación.
- ✘ Las bajas presiones de costos provenientes de los salarios.

A marzo, la tasa de cambio siguió desempeñando un papel fundamental en la reducción de la inflación al consumidor. La estabilidad cambiaria observada en la segunda mitad de 2003 continuó transmitiéndose a los precios al consumidor vía una menor inflación de transables. La inflación de transables total

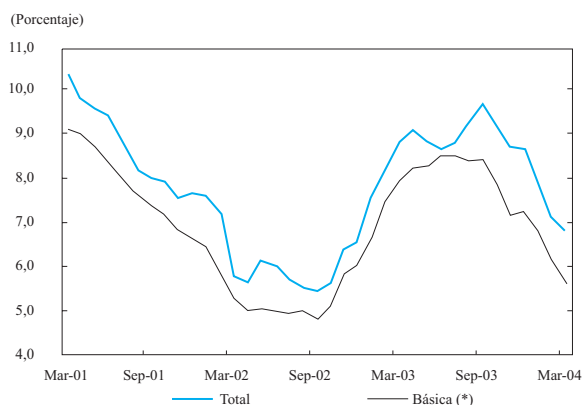
pasó de 8,7% en diciembre de 2003 a 6,8% en marzo de 2004, en tanto la inflación de transables básica (sin alimentos y sin regulados) pasó de 7,3% a 5,6% en ese mismo período (Gráfico 22). La apreciación observada en los últimos tres meses puede haber profundizado esta tendencia, aunque dados los rezagos que existen entre los movimientos del tipo de cambio y los precios al consumidor, es probable que su efecto se transmita en los próximos dos o tres trimestres. Por otro lado, el efecto de la tasa de cambio también ha repercutido en la inflación del IPP de importados, siguiendo el mismo patrón pero más acentuado.

Si se tiene en cuenta que el nivel de inflación anual de transables se encuentra cerca del observado en junio de 2002 (6,0% para el total y 5,0% excluyendo alimentos y regulados), puede afirmarse que la transmisión de la devaluación acumulada entre el segundo semestre de 2002 y el primero de 2003 está próxima a completarse. De llegarse a presentar reducciones de una magnitud importante en la inflación de transables en los próximos meses, éstas estarían más asociadas con la reciente apreciación del tipo de cambio.

Los excesos de capacidad productiva contribuyeron a mantener estable la inflación de no transables una vez se excluyen los precios de alimentos y de los bienes y servicios regulados (inflación de no transables básica). Incluidos estos últimos rubros, la inflación de no transables se incrementó a partir de noviembre. Sin embargo, este repunte debe ser de carácter transitorio, toda vez que dependió del incremento en los precios de los alimentos primarios, como se discute más adelante (Gráfico 23).

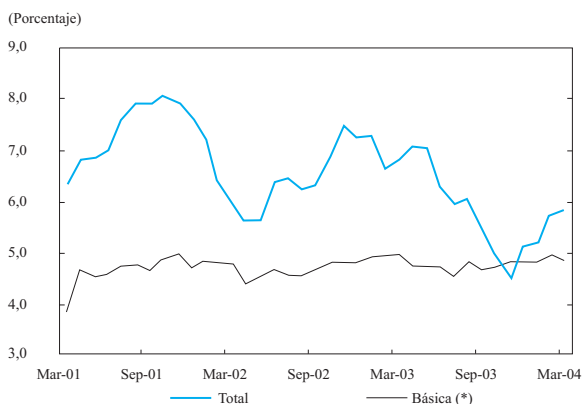
Hasta diciembre de 2003 se distinguían dos tendencias en el interior del grupo de no transables. De una parte, la inflación anual de arriendos se incrementaba lentamente desde mediados de 2001, respondiendo a la reactivación de la demanda con vivienda y al estancamiento de la construcción en años anteriores. De otra, la inflación del resto de no transables (sin alimentos), después de reducirse por varios años consecutivos, se había estabilizado en el año 2003 en niveles cercanos al 5,0%. En lo transcurrido de 2004, sin embargo, la inflación anual de arriendos no ha aumentado y permanece en niveles inferiores al 4,0%, por debajo de lo previsto, en tanto que la inflación del resto de no transables aumentó marginalmente.

INFLACIÓN TRANSABLE



(*) Excluye precios de alimentos y bienes y servicios regulados.
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

INFLACIÓN NO TRANSABLE



(*) Excluye precios de alimentos y bienes y servicios regulados.
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

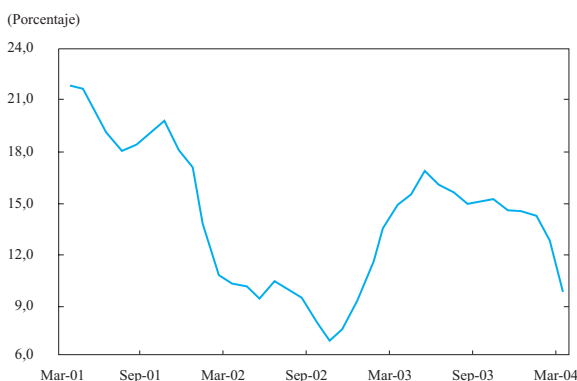
Los excesos de capacidad productiva contribuyeron a mantener estable la inflación de no transables.

La reducción de la inflación de transables y la estabilidad de la de no transables permitió que los indicadores de inflación básica disminuyeran.

La reducción de la inflación de transables y la estabilidad de la de no transables permitió que los indicadores de inflación básica calculados por el Banco de la República mantuvieran una tendencia decreciente durante el primer trimestre de 2004. El indicador que más disminuyó fue el “núcleo inflacionario”, el cual pasó de 7,9% en diciembre a 6,5% en marzo. Entre tanto, la inflación sin alimentos y la inflación sin alimentos primarios, combustibles y servicios públicos, se situaron en niveles de 6,1% y 5,6%, respectivamente, disminuyendo en su orden 1,0 y 0,9 puntos porcentuales. En conjunto, los indicadores de inflación básica han continuado acercándose al rango-meta de inflación para 2004 (6,0% en promedio en marzo de 2004). Esta reducción en todos los indicadores básicos refleja, por una parte, el efecto de la tasa de cambio sobre los bienes transables y, por otra, las escasas presiones inflacionarias generadas en la demanda.

GRÁFICO 24

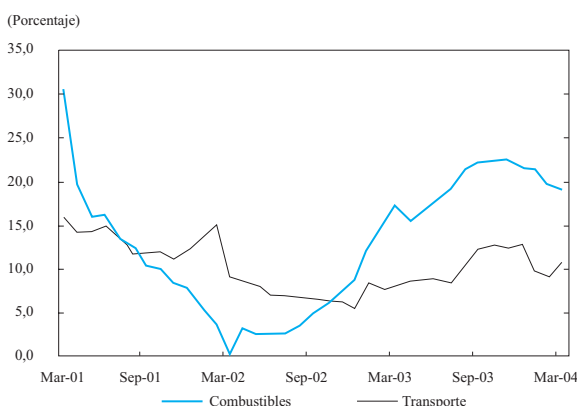
INFLACIÓN ANUAL DE LOS SERVICIOS PÚBLICOS



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 25

INFLACIÓN ANUAL DE LOS COMBUSTIBLES Y EL TRANSPORTE



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

El efecto de las anteriores tendencias sobre la inflación total fue parcialmente neutralizado por choques de precios sobre alimentos primarios y bienes y servicios regulados, no todos ellos completamente previstos en el informe anterior. Dentro de los choques no previstos se destaca el incremento de los precios de algunos alimentos primarios -hortalizas (sin papa), frutas y verduras principalmente-, cuya oferta se redujo más de lo normal por los bajos precios de mediados del año pasado. También se presentaron incrementos mayores que los esperados en el caso de la educación, lo que, al parecer, obedeció a la introducción del nuevo régimen de regulación tarifaria para la educación primaria y secundaria privada (Decreto 2253 de 1995). En el informe anterior, se esperaba que el efecto sobre la inflación por este concepto se manifestara a partir de 2005, dada la metodología que utiliza el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) para medir el incremento en los precios de este sector (se consultan los cursos de transición, quinto, octavo y décimo grados).

Los precios del resto de bienes y servicios regulados (combustibles, transporte y servicios públicos) siguieron presionando la inflación total en un grado similar al previsto. Para todos estos subgrupos la inflación anual continuaba situándose muy por encima de la meta, aunque con una tendencia decreciente en lo transcurrido del año para servicios públicos. La mayor contribución a la reducción de la inflación de este grupo ha sido del gas, cuya inflación anual pasó de 17,6% en diciembre de 2003 a 2,3% en marzo de 2004. Por el contrario, el transporte público regulado ha mostrado una inflación creciente que en marzo se situaba en 11,0% (gráficos 24 y 25).

Otra fuente de presiones inflacionarias ha sido el aumento de los precios internacionales de productos importados, especialmente de alimentos como cereales y aceites. Estas alzas son adicionales a las presentadas en 2003 y que afectaron la inflación al consumidor en su momento. A marzo, el impacto de este choque había sido anulado parcialmente por la apreciación del tipo de cambio. Sin embargo, algo del aumento en los precios externos parece haberse transmitido a los precios al consumidor, ya que la inflación anual de estos rubros siguió siendo alta en marzo (cereales, 9,3% y aceites y grasas, 7,8%), superando los pronósticos que para ellos se tenía en el informe de diciembre.

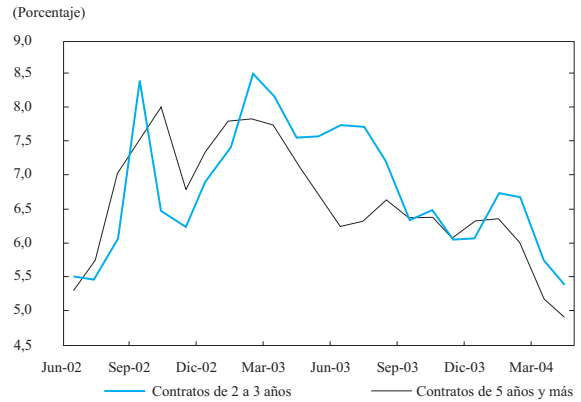
Una fuente de presiones inflacionarias ha sido el aumento de los precios internacionales de productos importados, especialmente de alimentos.

Respecto a las expectativas de inflación, diversos indicadores han registrado reducciones significativas para finales de 2004. Tal es el caso de la obtenida a través de la encuesta de expectativas trimestral del Banco (véase el Resumen), y de la estimada a partir de la diferencia entre las tasas de los títulos TES-UVR y tasa fija. Respecto al segundo indicador, el diferencial a marzo se redujo a niveles inferiores a la inflación observada, por primera vez desde que se dispone de información (Gráfico 26). Igualmente, la encuesta mensual del Banco efectuada a firmas comisionistas del mercado financiero muestra expectativas cada vez menores para diciembre de este año y ya por debajo del 6,0%. De todas maneras, con la información a marzo todavía se observa una fuerte estacionalidad de la inflación básica en el primer trimestre, lo cual sugiere que aún están activos los mecanismos de indexación y que la inercia inflacionaria todavía es alta.

Finalmente, con la información disponible a finales de 2003, los ajustes salariales no representaban un problema para la reducción de la inflación. A diciembre, el costo laboral unitario había caído ligeramente de acuerdo con la información de la muestra mensual manufacturera (MMM) del DANE. En particular, el costo real laboral unitario se ubicó en 96,7%, 4,5% por debajo del nivel observado en diciembre de 2002 (Gráfico 27). De esta manera, los incrementos en los salarios nominales por encima de la meta de inflación probablemente se han podido acomodar gracias al aumento de la productividad, sin que se hayan generado presiones inflacionarias adicionales vía los costos laborales de la industria.

GRÁFICO 26

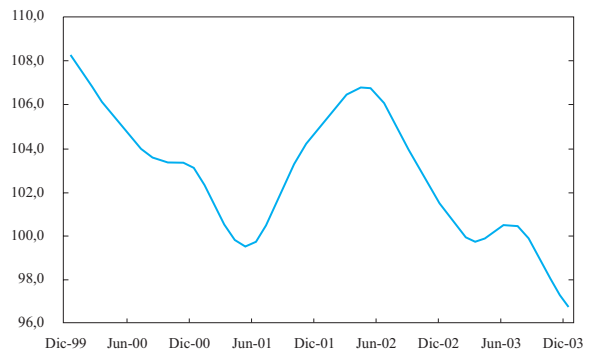
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN DERIVADAS DE LOS CONTRATOS TES TASA FIJA Y TES TASA VARIABLE (INFORMACIÓN AL 16 DE ABRIL)



Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 27

COSTO LABORAL UNITARIO REAL DE LA INDUSTRIA (COMPONENTE TENDENCIAL)



Fuente: DANE.

ESTIMACIÓN DE LA BRECHA DEL PRODUCTO

La brecha del producto es la diferencia entre el nivel de producto observado en el período corriente y el producto potencial de la economía, es decir, lo que se llegaría a producir si hay pleno uso de los factores. La teoría económica ha identificado que de acuerdo con la fase del ciclo económico, si la economía se encuentra operando por encima (abajo) de su nivel potencial, la brecha del producto será positiva (negativa) ejerciendo presiones inflacionarias (desinflacionarias) de demanda. De esta manera, el estado de la brecha del producto es una variable clave en la toma de decisiones de la autoridad monetaria. Sin embargo, por tratarse de una variable no observada (al igual que el PIB potencial), existe un alto nivel de incertidumbre en torno a las estimaciones efectuadas. Para el presente *Informe sobre Inflación*, se emplearon dos aproximaciones en la estimación de la brecha del producto: el enfoque de la función de producción y el filtro de Hodrick y Prescott.

I. Función de producción

El enfoque de la función de producción se estima con información con frecuencia anual desde 1984 y parte del supuesto de una tecnología de producción del tipo Cobb-Douglas de la siguiente forma:

$$(1) \quad Y_t = A_t K_{t-1}^\alpha L_t^{1-\alpha}$$

donde el producto del período corriente es función del *stock* de capital del período anterior y del trabajo empleado en el período corriente. Ahora bien, no todo el *stock* de capital se utiliza ni toda la población económicamente activa se encuentra empleada. Por esta razón, el *stock* de capital y el trabajo empleado que entran en la función de producción se corrigen con la utilización de capacidad instalada (UCI de Fedesarrollo) y por la tasa de desempleo del período corriente. De esta manera, la función de producción se puede escribir de la siguiente forma:

$$(2) \quad Y_t = A_t (UCI_t K_{t-1})^\alpha (PET_t TGP_t (1-TD_t))^{1-\alpha}$$

donde a *PET* corresponde población en edad de trabajar, *TGP* a tasa global de participación, *TD* a tasa de desempleo y Y_t es PIB; y donde $(UCI_t K_{t-1})^\alpha$ es el *stock* de capital efectivamente empleado y $PET_t TGP_t (1-TD_t)$ es el número de personas ocupadas. Suponiendo $\alpha = 0,4$ se estima el residuo de Solow (A_t).

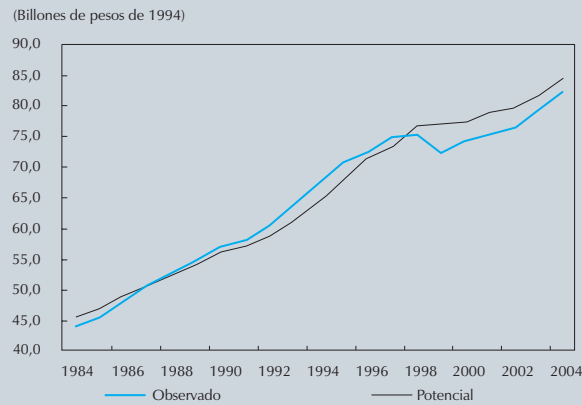
La estimación del producto potencial utiliza una ecuación similar a la anterior, pero con los siguientes parámetros:

$$(3) \quad Y_t^p = A_t (NAICU_t K_{t-1})^\alpha (PET_t TGP_t (1-NAIRU_t))^{1-\alpha}$$

donde la *NAICU* y la *NAIRU* son la tasa de UCI y de desempleo de inflación estable, respectivamente.

Las estimaciones muestran que el crecimiento del PIB potencial es 3,6% este año, la economía sigue operando por debajo de su potencial y que la brecha del producto sigue cerrándose (Gráfico R1).

**GRÁFICO R1
FUNCIÓN DE PRODUCCIÓN
PIB OBSERVADO VS. PIB POTENCIAL**



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

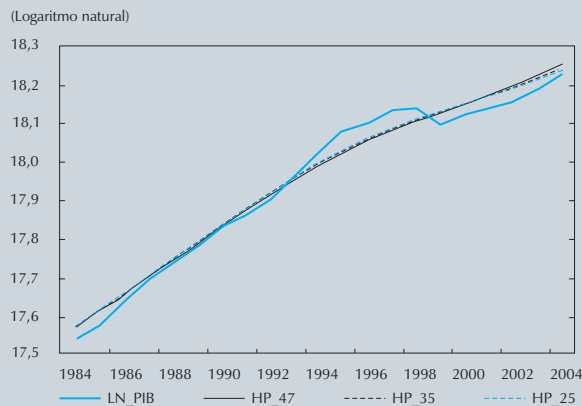
II. Filtro de Hodrick y Prescott

El filtro de Hodrick y Prescott es una herramienta que permite descomponer una serie de tiempo entre sus componentes permanente y cíclico. Sin embargo, la implementación del filtro tiene el inconveniente que el resultado es muy sensible a los extremos de la muestra (primeras y últimas observaciones).

La estimación del PIB potencial se hizo utilizando cifras anuales desde 1905. Para superar los inconvenientes asociados a los valores finales de la muestra se construyeron tres escenarios para proyectar el PIB hasta el año 2010. El primer escenario supone que a partir de 2005 el crecimiento del producto es 4,7% anual (que corresponde a la tasa de crecimiento promedio de la economía para el período de 1905 a 1998). El segundo escenario supone una tasa de crecimiento anual de 3,5% (la tasa de crecimiento promedio entre 1980 y 1998) y el tercero, de 2,5% a partir de 2005.

Desde los tres escenarios, los resultados muestran que en 2004 la economía sigue operando por debajo de su potencial. Así mismo, según el escenario que se considere, el PIB potencial crece en 2004 entre 2,3% y 3,0% (Gráfico R2).

**GRÁFICO R2
FILTRO DE HODRICK Y PRESCOTT
PIB Y PIB POTENCIAL**



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

II. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS

En 2004 la economía puede seguir creciendo a un buen ritmo, gracias a las condiciones externas y a la recuperación de la demanda interna. Los excesos de capacidad permitirán acomodar este crecimiento sin afectar el cumplimiento de la meta de inflación.

En la actualidad están dadas las condiciones para que la economía siga expandiéndose a un buen ritmo durante el resto del año. Por un lado, la recuperación de la economía de los Estados Unidos, ya consolidada, deberá seguir facilitando el crecimiento de la demanda externa a través del mayor dinamismo que imprime a las economías regionales y del mantenimiento de precios altos para nuestros principales productos de exportación. Por otro lado, los mayores niveles de confianza de empresarios y hogares, y una política monetaria interna de bajas tasas de interés deberán seguir estimulando el gasto interno. En este contexto, se considera factible que la economía crezca alrededor de 4,0% para el año, siendo impulsada principalmente por la demanda externa y la inversión privada, pero con una contribución creciente del consumo de los hogares.

En 2004, el mayor crecimiento no debe ser un obstáculo para el cumplimiento de la meta de inflación, toda vez que deberá seguir existiendo un importante exceso de capacidad productiva el resto del año, que se manifestará en una brecha del producto negativa y más amplia que la prevista en el informe anterior. Además, la reciente apreciación del tipo de cambio podría reflejarse en una reducción adicional de la inflación de transables en los próximos tres trimestres. Al respecto, se considera que, en lo que resta del año, el tipo de cambio no revertirá radicalmente su tendencia actual, dada la amplia oferta prevista de divisas gracias a las mayores exportaciones, las remesas y las entradas netas de capital (incluido un mayor endeudamiento neto privado, por lo menos de corto plazo).

La mayor confianza y las bajas tasas de interés seguirán estimulando el gasto interno.

A más largo plazo el factor externo más importante será la política monetaria en los Estados Unidos.

A más largo plazo, en el frente externo el factor determinante será lo que acontezca con la política monetaria en los Estados Unidos. Todo parece indicar que se avecina un incremento en las tasas de interés de la Reserva Federal, en vista de que la economía se recupera vigorosamente y que los recientes datos sobre precios han alejado los peligros de deflación. De ser así, el efecto sobre las economías emergentes, y para Colombia en particular, dependerá de cuándo y en qué magnitud se incrementen dichas tasas. Para este informe se espera que haya incrementos mo-

derados el segundo semestre de este año, que no deberían alterar significativamente la percepción de riesgo hacia el país. Para 2005 se espera aumentos mayores en las tasas externas que las acerquen a sus promedios históricos. Sin embargo, dado que estos ajustes ocurrirían en presencia de un sólido crecimiento de la demanda externa y con términos de intercambio relativamente favorables, podrían ser asimilados por la economía sin frenar su crecimiento ni reducir sus fuentes de financiamiento externo. Aún así, las perspectivas de la economía de los Estados Unidos, y de las tasas de interés en particular, a un horizonte más largo siguen siendo altamente inciertas ante los actuales desbalances fiscal y externo que registra esa economía.

Para 2004 se esperan incrementos moderados en las tasas de la Reserva Federal.

A nivel interno, el desempeño económico para 2005 seguirá ligado a la confianza que muestren inversionistas y consumidores locales. Esto, a su vez, dependerá de factores como los logros de la política de seguridad, y de los avances en materia de reformas estructurales que garanticen una situación fiscal sostenible en el largo plazo. Finalmente, la materialización de un posible tratado de libre comercio con los Estados Unidos, afectaría sustancialmente la dinámica de la economía en los próximos años.

A. CRECIMIENTO, PRECIOS Y TASAS DE INTERÉS INTERNACIONALES

Como se señaló hace tres meses, se espera que durante lo que resta de 2004 la economía mundial mantenga el dinamismo observado desde mediados del año anterior. Así, los pronósticos más recientes de la mayoría de economías son superiores a los esperados hace tres meses (Cuadro 5). Para los Estados Unidos el

CUADRO 5

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 crecimiento mundial son superiores a los esperados hace tres meses.

panorama continúa siendo favorable: el aumento en el índice de producción industrial, en la utilización de capacidad instalada y en el grado de confianza del consumidor, aunque estos últimos continúen en niveles bajos, son factores que permiten prever una economía dinámica en los próximos meses y una mejoría en las perspectivas de los consumidores. De esta forma, se espera que el crecimiento en 2004 y 2005 sea de 4,6% y 3,7%, respectivamente. Pese a las buenas perspectivas, aún persisten los riesgos relacionados con los altos déficit fiscal y en cuenta corriente. Adicionalmente, los altos precios del petróleo pueden convertirse en un factor que frene la senda de crecimiento de las economías americana y mundial en general.

De otra parte, aun cuando la inflación básica repuntó en el mes de marzo, se espera que la Reserva Federal mantenga sus tasas inalteradas por unos meses más, a la espera de señales más contundentes que permitan inferir que la economía puede enfrentar presiones inflacionarias de demanda a corto plazo. Hasta ahora estas señales no han sido claras: la utilización de capacidad instalada continúa en niveles históricamente bajos a pesar del aumento reciente, y la productividad sigue aumentando. De esta forma, gran parte de los analistas prevé que, por lo menos hasta el mes de agosto, la tasa de interés de los Estados Unidos se mantenga en los niveles actuales y que los posibles incrementos en los últimos meses del año sean moderados.

En la zona del euro las perspectivas de recuperación son más graduales, y se pronostica un crecimiento de 1,8% en 2004 y 2,5% en 2005. Según el *Boletín Mensual* del mes de abril³, el dinamismo de la demanda mundial y las bajas tasas de interés deberán favorecer tanto la demanda externa como la interna en el mediano y en el largo plazos. La inflación, por su parte, se espera que se mantenga bajo control y en una senda compatible con la meta de largo plazo de 2,0%. Los riesgos para la recuperación de la región se siguen apoyando en los desequilibrios fiscales que se presentan en algunos países, lo que les impide tomar medidas en el frente fiscal que ayuden a incentivar la actividad económica.

En Asia las perspectivas para este año continúan siendo favorables. Asia emergente crecerá 7,2% en 2004 y 6,8% en 2005⁴, según los más recientes pronósticos, se mantendrá así el alto dinamismo de la actividad económica observado en los últimos años. Estos pronósticos se sustentan tanto en la demanda interna como en la recuperación de la demanda global.

El crecimiento económico en América Latina continuará fortaleciéndose...

De lo anterior, se prevé que el crecimiento económico en la América Latina continúe fortaleciéndose, como resultado del dinamismo de la demanda mundial, del incremento de los precios internacionales de los productos exportados por la región, y de las bajas tasas de interés en los países desarrollados que, se espera, se mantengan por unos meses más. Así, el crecimiento esperado para 2004 de los

³ *Boletín Mensual*, Banco Central Europeo, abril de 2004.

⁴ Pronósticos del World Economic Outlook, *Fondo Monetario Internacional*, abril de 2004.

principales socios comerciales de Colombia es de 4,2%, levemente superior al esperado hace tres meses (4,1%). Sin embargo, existen factores que podrían afectar esta recuperación económica: Un incremento rápido y significativo de las tasas de interés externas podría resultar en menores flujos de capital hacia la región y una desaceleración de la demanda externa. Por otra parte, el incremento en los precios internacionales de los productos básicos importados por América Latina podría generar presiones inflacionarias.

...excepto si tiene lugar un incremento rápido y significativo de las tasa de interés externas.

En Venezuela se espera que la actividad económica mejore en 2004, aunque el comportamiento de la economía depende de la recuperación de la confianza de los inversionistas y de los consumidores, así como de medidas correctivas que permitan restaurar la sostenibilidad fiscal. Por su parte, en Ecuador aún siguen sin aprobarse las reformas fiscales y estructurales relevantes para alcanzar una senda de crecimiento sostenible. Estos dos países siguen siendo altamente vulnerables a reducciones del precio internacional del petróleo. El crecimiento pronosticado para 2004 en Venezuela y Ecuador es de 7,1% y 4,7%, respectivamente.

Con relación a los precios internacionales de los productos básicos, se espera que sigan aumentando, como consecuencia de la demanda externa, especialmente de los Estados Unidos y China. El pronóstico actual del precio internacional del crudo para el año (entre US\$30 y US\$32 por barril para el WTI) es superior al señalado hace tres meses debido a que las condiciones geopolíticas en Iraq continúan generando incertidumbre sobre la velocidad de la recuperación de su producción, que la mayoría de los países miembros de la OPEP están produciendo a plena capacidad y que la demanda mundial sigue fortaleciéndose.

Por último, con respecto a los precios del café, como se ha señalado en informes anteriores, se espera que en 2004 y 2005 se observen reducciones de los inventarios del grano, lo que permitiría su recuperación gradual. En efecto, según el Informe sobre el Mercado del Café de la Organización Internacional del Café de marzo de 2004, se proyectan para el año de cosecha 2003/2004 unos niveles de producción y exportaciones menores que los observados en años anteriores.

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

Para 2004 se espera que el déficit en cuenta corriente aumente como proporción del PIB.

De acuerdo con las últimas proyecciones de la balanza de pagos, se espera que en 2004 el déficit de cuenta corriente aumente a 2,2% del PIB frente a 1,8% registrado en 2003 (Cuadro 6).

El mayor déficit en cuenta corriente tiene lugar a pesar de que se espera un incremento de las exportaciones de 11,2%, superior al del año anterior (9,8%), puesto que las importaciones aumentarían en mayor proporción (15,1%), tanto por el mayor crecimiento económico, como por la revaluación real de alrededor de 7,0% que proyecta el modelo para 2004. También se prevé un menor aumento en los ingresos de transferencias corrientes del exterior (3,6%) frente al registrado en 2003 (18,1%).

**CUENTA CORRIENTE
(MILLONES DE DÓLARES)**

| | 2002 | 2003 (pr) | 2004 (proy) |
|-------------------------------------|-----------|-----------|-------------|
| Saldo en la cuenta corriente | (1.488,1) | (1.417,5) | (1.978,0) |
| Como porcentaje del PIB | (1,8) | (1,8) | (2,2) |
| Balanza comercial | 233,7 | 265,1 | (221,7) |
| Exportaciones | 12.311,2 | 13.523,2 | 15.038,8 |
| Importaciones | 12.077,5 | 13.258,1 | 15.260,4 |
| Servicios | (1.458,8) | (1.499,3) | (1.632,1) |
| Rentas de los factores | (2.848,2) | (3.361,1) | (3.423,4) |
| Transferencias corrientes | 2.585,1 | 3.177,9 | 3.299,1 |

(pr) Preliminar.
(proy) Proyección.
Fuente: Banco de la República.

Se prevé que, por primera vez desde 1998, no se presenten salidas netas de capitales externos privados (sin IED).

En el Cuadro 7 se registran los principales supuestos de las proyecciones de la balanza de pagos para 2004.

En 2004 la inversión extranjera neta alcanzaría niveles similares a los de 2002, luego de la caída de más de US\$400 m que tuvo en 2003. Esta recuperación se debe principalmente a la menor inversión de colombianos en el exterior, y a la mayor inversión extranjera en algunos sectores como el petrolero. Las cifras de financiamiento externo neto del sector público no financiero aumentarían también en 2004 con respecto a 2003, al pasar de US\$784 m a US\$1.540 m. Este aumento del financiamiento público obedece a la reducción en las amortizaciones a pesar de la caída en los desembolsos.

**ALGUNOS SUPUESTOS
DE VARIABLES EXTERNAS**

| | 2002 | 2003 | 2004 Proy. |
|--------------------------------|-------|-------|---------------|
| Variaciones anuales (%) | | | |
| PIB socios comerciales 1/ | 1,5 | 1,7 | 4,2 |
| Inflación externa 2/ | 2,4 | 1,8 | 2,0 |
| Niveles | | | |
| Precio | | | |
| Petróleo (US\$ / barril) | 24,2 | 29,0 | 31,2 |
| Café (US\$ / libra) | 0,7 | 0,7 | 0,7 |
| Ferróniquel (US\$ / libra) | 1,1 | 1,4 | 1,9 |
| Oro (US\$ / onza troy) | 310,2 | 362,5 | 423,8 |
| Carbón (US\$ / tonelada) | 30,8 | 28,1 | 31,6 |
| Tasa CD a 90 días (%) 3/ | 1,7 | 1,1 | 1,3 |

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

2/ Inflación de los Estados Unidos.

3/ Promedio anual en los Estados Unidos.

Fuente: Banco de la República - SGEE.

En lo referente al sector privado, se prevé que, por primera vez desde 1998, no se presenten salidas netas de capitales externos (sin incluir inversión extranjera directa), como consecuencia de las bajas tasas de interés internacionales, del entorno favorable para las economías emergentes, y de las mejores perspectivas de la economía colombiana. Dichas salidas fueron de US\$433 m en 2003.

Como consecuencia de estos flujos, de la acumulación de los rendimientos de las reservas internacionales y de las intervenciones que se tienen previstas por el Banco en el mercado cambiario, en 2004 se espera una acumulación de reservas de US\$712 m. De esta manera, los saldos de las reservas internacionales alcanzarían US\$11.720 m al final del presente año.

Como ya se indicó, las proyecciones de la balanza de pagos indican que se registraría una apreciación real

promedio de 7,2% en 2004, equivalente a una apreciación nominal de 6,0%. Los pronósticos de la tasa de cambio, sin embargo, siguen siendo muy inciertos: 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 existen dudas 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 se prevé un aumento más grande en las tasas de interés de los bonos del Tesoro (alrededor de 200 pb).

A pesar de la apreciación cambiaria en 2004...

Cabe destacar que la evolución de la tasa de cambio en 2005 dependerá crucialmente de la política de endeudamiento externo del gobierno. En el pronóstico actual, se supone que el endeudamiento externo neto del sector público no financiero en 2005 sea inferior al proyectado para 2004. Sin embargo, desde 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% en promedio en 2005).

En el escenario central que se supone en este informe, continuará el dinamismo en la producción de los bienes transables en respuesta a las condiciones favorables de la demanda externa. La información disponible en el momento de escribir el informe permite mantener las perspectivas sobre el desempeño de la producción de bienes transables. Los precios internacionales de los productos básicos que han permanecido en niveles altos habrían estimulando la producción del sector agropecuario (como en el caso del café) y del sector de minas y canteras, en particular la explotación de carbón y oro. Así mismo, la recuperación de las exportaciones no tradicionales industriales a Venezuela y a otros destinos, habrían impulsado el crecimiento de la industria manufacturera. Para 2004 se prevé un crecimiento de 2,8% del sector agropecuario (frente a 2,4% en 2003), de 4,6% de la minería (11,8% en 2003), y de 5,1% de la industria manufacturera (4,2% en 2003).

...continuará el dinamismo en la producción de los bienes transables gracias a las condiciones externas favorables.

C. DEMANDA INTERNA Y PRODUCCIÓN DE BIENES NO TRANSABLES

Para 2004 el Banco de la República revisó al alza su pronóstico de PIB al pasar de 3,7% (en el informe de diciembre) a 4,0% (Cuadro 8). La revisión se explica por una mejor previsión en el comportamiento de la demanda interna, en particular del consumo de los hogares.

El consumo de los hogares puede crecer 3,5%, la mayor tasa desde 1995.

La revisión al alza del pronóstico del consumo de los hogares se explica por el buen resultado que mostraron las ventas de alimentos en el mes de enero (la in-

formación de la muestra del comercio al por menor (MMCP) muestra un crecimiento de las ventas reales de alimentos superior al 7,0%, un crecimiento que no se observaba desde el año 2000). De acuerdo con el DANE, el consumo de bienes no durables (que representan el 40% del gasto en consumo de los hogares) ha crecido a una tasa inferior a la de la población desde 1996, afectando sensiblemente el crecimiento del consumo privado. Suponiendo un mejor desempeño

del consumo de bienes no durables, para el presente año se prevé que el consumo de los hogares aumente alrededor de 3,5%.

En cuanto a la inversión, la información preliminar al primer trimestre de 2004 señala que las empresas han mejorado su desempeño. El sistema financiero continúa reportando incrementos en sus utilidades al igual que las empresas del sector real que reportan a la Superintendencia de Valores. Así mismo, el anuncio del proceso de negociación del Tratado de Libre Comercio con los Estados Unidos y la firma de integración con el Mercosur ratifican la expectativa de un buen dinamismo de la inversión para este año.

La inversión en edificaciones debe mantener tasas de crecimiento similares a las observadas en el último año. La evolución reciente de las licencias de construcción ha sido favorable y su nivel actual es comparable con el de 1992, previo al auge que tuvo lugar en la mitad de la década de los noventa (Gráfico 28). Además de la construcción de vivienda, las licencias de construcción muestran una importante evolución en las destinadas para industria, oficinas, comercio y hoteles reflejando el posible desarrollo de proyectos de inversión en diferentes actividades económicas.

Con base en los anteriores elementos, se revisó al alza el pronóstico de crecimiento de la producción de bienes no transables respecto al informe anterior, debido al mejor desempeño esperado del consumo de los hogares. Los sectores del comercio y de servicios de transporte pueden crecer a tasas superiores al 5,0%. Así mismo, la reciente evolución de diversos indicadores de la construcción permite confiar en que ésta seguirá creciendo a tasas de dos dígitos. Dado que estos sectores son intensivos en mano de obra, se espera que la recuperación del empleo siga en marcha.

CUADRO 8

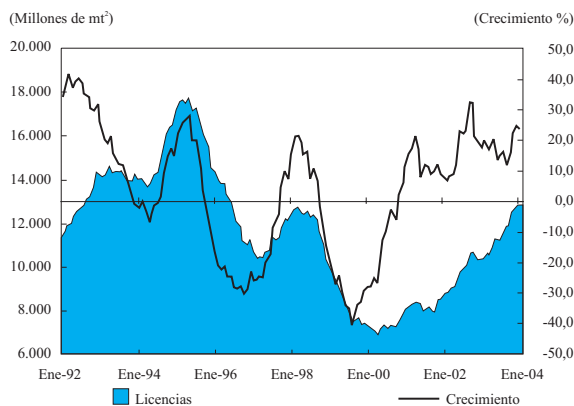
CRECIMIENTO DEL PIB, SEGÚN LA DEMANDA (PORCENTAJE)

| | 2001 | 2002 (p) | 2003 (p) | 2004 (e) |
|-----------------|------|----------|----------|----------|
| PIB | 1,4 | 1,6 | 3,7 | 4,0 |
| Importaciones | 11,6 | 0,5 | 9,5 | 6,4 |
| Oferta final | 2,9 | 1,4 | 4,6 | 4,4 |
| Consumo total | 1,8 | 1,7 | 2,1 | 2,9 |
| Hogares | 1,9 | 2,1 | 2,4 | 3,4 |
| Gobierno | 1,7 | 0,6 | 1,3 | 1,3 |
| FBK | 9,3 | 7,5 | 18,7 | 13,0 |
| FBKF | 13,8 | 6,9 | 13,1 | 8,7 |
| Demanda interna | 2,9 | 2,6 | 4,7 | 4,6 |
| Exportaciones | 2,7 | (4,4) | 4,2 | 3,0 |
| Demanda final | 2,9 | 1,4 | 4,6 | 4,4 |

(p) Provisional.
(e) Estimado.
Fuente: DANE y Banco de la República.

GRÁFICO 28

LICENCIAS DE CONSTRUCCIÓN (ÚLTIMOS 12 MESES)



Fuente: DANE.

D. MERCADOS MONETARIO Y CREDITICIO

En el corto y mediano plazos los mercados monetario y crediticio estarán determinados por los siguientes factores:

- ✘ La expansión de la demanda agregada.
- ✘ El déficit público y su financiamiento.
- ✘ Los flujos de la balanza de pagos.
- ✘ La postura de la política monetaria.
- ✘ La realización de subastas de acumulación de reservas por parte del Banco, y las operaciones paralelas de esterilización monetaria.

Para 2004 se espera una ampliación del ahorro externo de la economía (de 1,8% en 2003 a 2,2% en 2004), y al mismo tiempo, una reducción del déficit del sector público consolidado (de 2,9% a 2,5%). Como consecuencia, disminuirá el préstamo neto del sector privado al resto de la economía de 0,9% a 0,5% del PIB. Esto implica un mayor espacio para la financiación de la inversión y del consumo privados, acorde con la mayor contribución que deben tener al crecimiento económico en 2004.

Dados estos cambios en el balance macroeconómico, y suponiendo un crecimiento del portafolio del sector privado similar o mayor que el crecimiento del PIB nominal (alrededor de 10%), el crédito al sector privado podría aumentar a una tasa superior a la observada en 2003. Como se indicó en el anterior *Informe sobre Inflación*, esta expansión del crédito privado no implicaría una amenaza para la estabilidad financiera o para el logro de las metas de inflación. La cartera, como proporción del PIB, está todavía muy por debajo de su tendencia histórica, tanto para la cartera total como por tipo de crédito (comercial, consumo, e hipotecaria). Es posible, sin embargo, que las mayores utilidades retenidas por las empresas se reflejen en un crecimiento un tanto menor del crédito comercial, como parece haber ocurrido en el primer trimestre del año. Igualmente, si las condiciones cambiarias no varían drásticamente, como se supone en este informe, se puede esperar que continúe la tendencia hacia un mayor endeudamiento externo neto del sector privado, como se ha observado en los últimos meses. En cualquier caso, en los próximos meses la disponibilidad de financiamiento debe continuar siendo amplia. Para 2005 las condiciones de financiamiento dependerán, en buena parte, del tamaño del déficit fiscal y de la composición de su financiamiento entre interno y externo.

A los actuales niveles de las tasas de intervención, los agregados monetarios pueden crecer a un ritmo consistente con un crecimiento de 10% del PIB nominal. Incluso, es posible que, para 2004, el crecimiento de los agregados monetarios menos amplios, y en particular de la base monetaria, siga siendo mayor que el del PIB nominal, como ha ocurrido en los últimos años. Esto se explica fundamentalmente

Para 2004 se espera un mayor espacio para la financiación de la inversión y del consumo privado.

Para 2005 las condiciones de financiamiento dependerán, en buena parte, del tamaño del déficit fiscal y de la composición de su financiamiento entre interno y externo.

La acumulación de reservas internacionales anunciada por el Banco no compromete en el largo plazo la meta de inflación.

por el incremento de la demanda de efectivo debido a la reducción de la inflación, y por el efecto del impuesto a las transacciones financieras y los múltiples cambios que ha tenido desde entonces (este año pasó de tres a cuatro por mil). Por lo tanto, el ritmo de expansión de la base monetaria no es un indicador suficiente de excesos de liquidez en la economía, toda vez que el agregado M3 ha venido creciendo a tasas estables y no muy diferentes a las del PIB nominal.

Finalmente, se debe señalar que el anuncio de intervención cambiaria del Banco de la República a través de subastas de opciones de acumulación de reservas hasta por US\$ 700 m no debe ser inconsistente con el nivel de las tasas de intervención que se requiere para garantizar el cumplimiento de la meta de inflación de 2004 y de la senda anunciada para 2005. Por esta razón, el Banco anunció la esterilización del 50% del efecto monetario de la acumulación de reservas. Esta medida muestra, además, que la decisión de intervención cambiaria no implica renunciar al control de la tasa de interés de corto plazo como principal instrumento de política monetaria.

E. PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN

El PCP para la inflación sin alimentos en junio es 5,6% y para la inflación de alimentos es 5,2%.

A continuación, se presentan los pronósticos de inflación, devaluación y brecha del producto para 2004, 2005 y 2006. Igualmente, se identifican los principales supuestos que se utilizaron para efectuar dichos pronósticos. Como ha sido señalado en informes anteriores, los pronósticos del Banco se efectúan en dos etapas. En primer lugar, se obtienen pronósticos de corto plazo (PCP) a partir de modelos satélites que usualmente tiene un alto poder de predicción a horizontes de uno y dos trimestres. Los resultados obtenidos para variables como inflación de alimentos y no alimentos, y de devaluación se utilizan para alimentar el modelo central (MMT), el cual arroja pronósticos a uno, dos y tres años para estas y otras variables y, además, muestra la senda de tasas de interés que es compatible con el logro de la estabilización de precios en el largo plazo.

1. El pronóstico de corto plazo

El PCP para inflación se produce a horizontes de uno y dos trimestres. El pronóstico para marzo presentado en el informe de diciembre era de 6%, muy cercano a la cifra finalmente observada. El nuevo PCP para la inflación sin alimentos para junio no cambió respecto al presentado en el informe de diciembre, y se ubica en 5,6%. Los modelos satélites arrojan el mismo pronóstico para la inflación sin alimentos en septiembre.

Para la inflación de alimentos, el nuevo PCP a junio es de 5,2%, un poco mayor que el previsto hace tres meses (5%) en vista de la subestimación de la inflación de marzo en que incurrieron los modelos satélites (el PCP de alimentos a marzo era 5% frente a 6,6% observado). A pesar de ello, el PCP actual reitera su predicción de menor inflación para junio que obedecería a la estabilización o reducción

transitoria de los precios de varios alimentos de origen primario (principalmente frutas y hortalizas) en abril y mayo. Para el tercer trimestre, el PCP de alimentos es de 6,2%. Conviene advertir que la incertidumbre de los pronósticos para alimentos es relativamente alta comparada con la de la inflación sin alimentos, debido a los choques que caracterizan a los mercados primarios.

Los pronósticos de crecimiento para 2004 se incrementaron a 4%.

De otro lado, los pronósticos de crecimiento del PIB para 2004 se incrementaron a 4% (frente a 3,8% en el informe anterior), lo que implicaría un crecimiento anual de 4,6% y 4,3% para el PIB trimestral del primero y segundo trimestres del año. Estos pronósticos implícitamente suponen una ligera reducción en la tasa de crecimiento para el tercero y cuarto trimestres, que obedecería enteramente a factores de oferta y no a una desaceleración de la demanda. Concretamente, el alto crecimiento de la producción de carbón en la segunda mitad de 2003 establece una base de comparación alta para el segundo semestre de este año. En términos de la brecha del producto, lo anterior significa que se esperan niveles de -1,80% y -1,76% para el segundo y tercer trimestres, no muy diferente del que se estimó para finales de 2003 (-1,83%).

Por su parte, como se precisó en una sección anterior de este informe, el modelo de balanza de pagos arroja una apreciación nominal promedio de 6% en 2004. El PCP para el tipo de cambio compatible con esta tasa es de \$2.670 por dólar para el promedio del segundo semestre y de \$2.700 para el tercero.

La apreciación nominal promedio esperada para 2004 es de 6%.

2. Los resultados del modelo central (MMT)

Los resultados que se presentan a continuación corresponden a un escenario donde la tasa de interés se determina endógenamente para garantizar el cumplimiento de la meta-rango de 2004 (entre 5% y 6%), y el rango en el cual se fijaría la meta de los próximos años (entre 3,5% y 5,5% para 2005 y convergencia a una inflación de 3% en el largo plazo).

El análisis presentado en las secciones anteriores indica que la inflación dependerá de dos factores fundamentales en el mediano y largo plazos. Por un lado, de la evolución de la tasa de cambio, que determinará el comportamiento de la inflación de transables e incidirá en la formación de expectativas. Por otro, de la velocidad con que se cierre la brecha del producto y la forma como ello afecte la inflación de no transables.

La evolución del tipo de cambio estará estrechamente ligada a la manera como se desenvuelva la coyuntura internacional. En este informe se ha supuesto que las tasas de interés externas han alcanzado su nivel mínimo y que a partir del segundo semestre las autoridades monetarias de los Estados Unidos iniciarán una estrategia gradual de incremento en sus tasas para garantizar la estabilización de la inflación. Los incrementos de tasas supuestos en el MMT son de 50 pb en el segundo semestre de 2004, y de 200 pb en 2005. A partir de 2006 las tasas externas convergirían a su nivel de largo plazo (2,0% para las tasas reales). Para 2004, estos

Se supone que las tasas de interés externas aumentarán 50 pb en 2004 y 200 pb en

incrementos son menores que los esperados hace tres meses, teniendo en cuenta la baja inflación observada en los Estados Unidos en el primer trimestre, pese al repunte de marzo, la nula reducción del desempleo en el mismo período y los indicios sobre un importante crecimiento de la productividad. Ello, sin embargo, no significa que la probabilidad de observar un cambio en la postura de política por parte de la Reserva Federal este año haya disminuido.

Así mismo, se supone que el aumento de tasas externas este año no afectará sustancialmente la percepción de riesgo hacia la región, dado el carácter gradual con el que se efectuaría dicho incremento. Además, el ajuste en las tasas se daría en un contexto de recuperación económica, con términos de intercambio relativamente altos y crecimiento importante de las exportaciones en dólares. Para 2005 el panorama en materia cambiaria es menos claro, toda vez que los mayores aumentos en las tasas externas y los déficit en cuenta corriente y fiscal de la economía norteamericana podrían deteriorar las decisiones de inversión en economías emergentes al afectar negativamente las expectativas de crecimiento global. A nivel local, la reducción en las exportaciones de petróleo (tanto en precio como en volumen), contribuiría a generar presiones devaluacionistas. Este escenario se refleja en mayores tasas de devaluación nominal para 2005 y 2006 (5,3% y 11,3%, respectivamente), de acuerdo con los resultados del MMT (Cuadro 9). Se debe señalar sin embargo, que estas tasas de devaluación nominal promedio son superiores a las arrojadas por el modelo satélite de la balanza de pagos.

... y que no afectarán sustancialmente la percepción de riesgo hacia la región.

En relación con la brecha del producto, como se explicó anteriormente, el mayor crecimiento previsto para 2004 se traduciría en una reducción de la brecha del producto durante este año, pero a un menor ritmo que el previsto en el informe

CUADRO 9

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

| | Inflación | | | Brecha del producto | DTF | Devaluación promedio anual |
|--------|-----------|---------------|--------------|---------------------|-------|----------------------------|
| | Total | Sin alimentos | De alimentos | | | |
| Mar-04 | 6,27 | 6,09 | 6,72 | (1,80) | 7,79 | 5,80 |
| Jun-04 | 5,60 | 5,60 | 5,60 | (1,76) | 7,59 | (1,25) |
| Sep-04 | 5,78 | 5,60 | 6,20 | (1,40) | 7,79 | (4,51) |
| Dic-04 | 5,65 | 5,68 | 5,58 | (1,12) | 8,16 | (6,00) |
| Mar-05 | 5,66 | 5,85 | 5,21 | (0,92) | 9,09 | (3,89) |
| Jun-05 | 5,88 | 5,84 | 5,98 | (0,84) | 9,55 | (0,88) |
| Sep-05 | 5,25 | 5,27 | 5,21 | (0,81) | 9,73 | 2,12 |
| Dic-05 | 4,90 | 4,92 | 4,85 | (0,86) | 10,06 | 5,28 |
| Mar-06 | 4,75 | 4,76 | 4,72 | (0,97) | 10,41 | 7,36 |
| Jun-06 | 4,70 | 4,70 | 4,70 | (1,09) | 10,72 | 8,94 |
| Sep-06 | 4,70 | 4,68 | 4,73 | (1,19) | 10,92 | 10,54 |
| Dic-06 | 4,72 | 4,71 | 4,76 | (1,25) | 11,02 | 11,32 |

Fuente: Banco de la República.

anterior. Esto se explica por el supuesto de mayor crecimiento del PIB potencial para este año, ante la mayor inversión observada en 2003 y la esperada para la primera mitad de 2004, la más lenta disminución de la tasa de desempleo en lo transcurrido del año en curso, y un crecimiento posiblemente mayor de la productividad industrial. De esta manera, se considera que las presiones de demanda serán menos importantes en la explicación de las tendencias inflacionarias durante 2004 que lo que se estimaba en el informe anterior.

Para 2005 y 2006, los pronósticos de la brecha siguen en terreno negativo, habiéndose también ampliado respecto a los de hace tres meses (Cuadro 9). A pesar de ello, la brecha deberá seguir cerrándose gradualmente en 2005, con lo cual su papel como moderadora de posibles presiones inflacionarias de demanda sería cada vez menor.

Al igual que en el informe de diciembre, el papel de las expectativas y de la inercia inflacionaria sigue siendo fundamental para identificar las posibles presiones inflacionarias en 2004, y en los años siguientes. Aunque la política de inflación-objetivo ha ganado credibilidad, el proceso de formación de expectativas sigue teniendo un alto componente adaptativo, que utiliza la inflación pasada como referencia. Esto hace que las expectativas se ajusten muy lentamente y sólo en la medida en que disminuya la inflación observada. A lo anterior se suma el hecho de que aún subsisten muchos mecanismos de indexación que explican el alto componente de inercia de la inflación.

Finalmente, para este informe se incluyeron de nuevo algunos choques de oferta relacionados con los ajustes de precios en los regulados, principalmente combustibles y servicios públicos. En el caso de combustibles, los pronósticos se ciñen a la programación oficial de reajustes para el resto del año, que indica que estos se seguirían efectuando con la misma intensidad observada en los primeros tres meses de 2004.

De acuerdo con el modelo central del Banco, la DTF nominal compatible con el rango-meta para 2004 y con el rango en el que se definiría la meta de 2005 debería ser de 8,2% para finales de 2004 (Cuadro 9). Así, puede afirmarse que la tasa DTF podría permanecer en niveles similares a los actuales para garantizar el cumplimiento de la meta de este año y la reducción de la inflación a 3% en promedio en el largo plazo. Este resultado está sujeto a los pronósticos de apreciación de 6% para 2004, de una depreciación relativamente pequeña en 2005, y del mantenimiento de una brecha del producto negativa en las magnitudes señaladas anteriormente.

Para los supuestos y pronósticos ya mencionados, el modelo central del banco prevé una inflación total de 5,7% para finales de 2004, de 4,9%, para finales de 2005 y de 4,7% para finales de 2006. En el caso de la inflación sin alimentos, los pronósticos respectivos son 5,7%, 4,9% y 4,7% (Cuadro 9). En materia de alimentos, para finales de 2004 se espera una inflación anual de 5,6%. A partir de 2005, el MMT supone que la inflación de alimentos converge gradualmente a la

inflación sin alimentos, si se supone que no se presentan choques de oferta sobre los precios de este conjunto de bienes.

3. Balance de riesgos

En la construcción del balance de riesgos para la inflación de este año y el próximo, se efectuaron las siguientes consideraciones:

- ✧ El pronóstico de tipo de cambio para 2004 no tiene sesgo en alguna dirección específica. Es decir, se considera que la probabilidad de observar una apreciación nominal mayor que el 6% es igual que la de observar una menor. Sin embargo, atendiendo a los resultados del modelo de balanza de pagos, se considera que para 2005 hay una probabilidad mayor de observar una devaluación inferior al 5%.
- ✧ Aunque la brecha del producto para 2004 se amplió respecto al informe de diciembre, se considera que hay mayor probabilidad de subestimar la velocidad con la cual se cerraría en este año. Esto ocurriría, por ejemplo, si la economía crece por encima del 4% establecido en el escenario base. También se considera un sesgo hacia arriba -es decir, una brecha menor- en el pronóstico de 2005.
- ✧ Para finales de 2004, podría presentarse una inflación de alimentos mayor que la contemplada en la senda central de pronóstico (5,6%). En 2005 no se definió sesgo alguno.
- ✧ Los juicios sobre el nivel de la incertidumbre asociada a las proyecciones (representada en la desviación estándar de los residuos históricos del pronóstico) no se modificaron respecto a los utilizados en el informe anterior. Así, en el caso de la incertidumbre del pronóstico de la variación del tipo de cambio se sigue considerando como alta.

Teniendo en cuenta lo anterior, el gráfico sobre distribución de probabilidades de la inflación para 2004 (*Fan Chart* o intervalo de confianza) muestra que la probabilidad de que la inflación en 2004 se ubique 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%. El intervalo de confianza en torno al pronóstico central del MMT para 2004 se desplaza hacia arriba frente al presentado hace tres meses (Gráfico 29). Esto, sin embargo, obedece a la mayor inflación de alimentos y sin alimentos, pronosticada por el modelo central para este informe, que, como ya se explicó, tuvo que ver con la introducción del PCP para septiembre. Pese a ello, para 2005 el intervalo de confianza se mantuvo dentro del rango presentado en el informe de diciembre.

El intervalo de confianza muestra un pequeño sesgo hacia abajo en 2005 frente a la senda central de pronóstico que obedece a la mayor probabilidad que se le ha

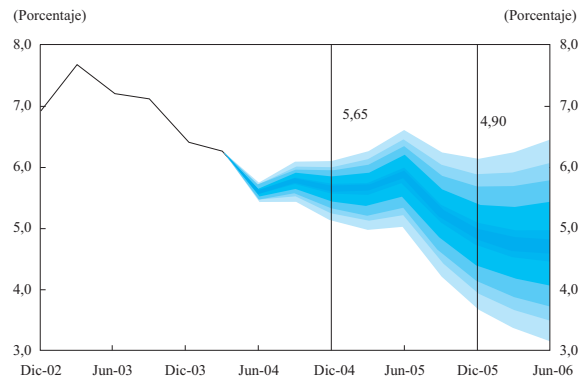
asignado a una devaluación inferior a 5% para 2005. Este sesgo contrarresta el sesgo hacia arriba que se impuso al pronóstico de la inflación de importados.

Debido a limitaciones propias del modelo central, el balance de riesgo anterior no incluyó plenamente otros dos factores que afectan la inflación de 2004 y de 2005. El primero de ellos es favorable y se relaciona con la evolución del precio de los combustibles y de servicios públicos como el gas, teniendo en cuenta la apreciación del tipo de cambio para 2004 y la pequeña devaluación de 2005. Los reajustes esperados en estos precios se han obtenido a partir de proyecciones oficiales de principios de año que contemplaban un tipo de cambio mayor para este año y el próximo.

Por último, en el MMT no se ha recogido el mayor riesgo que puede estar gestándose por el incremento en los precios de materias primas tanto importadas como domésticas. Este factor está cobrando cada vez mayor relevancia como problema para la expansión de la producción en opinión de los industriales (Gráfico 30). En parte, ello puede reflejar la menor importancia que ahora tienen otros problemas como la seguridad y la demanda. Sin embargo, es usual que, en una fase de expansión como la que está experimentando la economía colombiana, empiecen a surgir cuellos de botella que se manifiestan en aumentos importantes en los precios de los insumos. De ser este el caso, hacia el mediano y largo plazos, el canal de costos empezaría a jugar un papel más protagónico en la determinación de la inflación y su evolución futura.

GRÁFICO 29

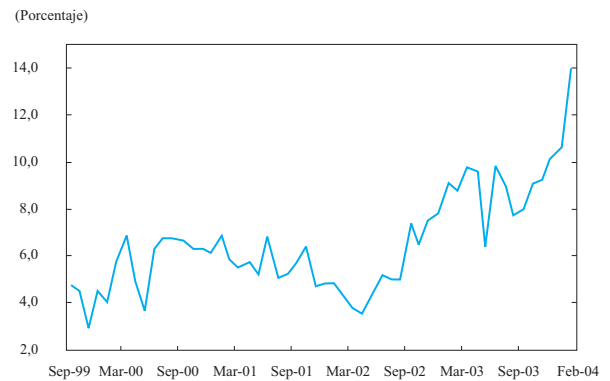
DISTRIBUCIÓN DE PROBABILIDADES EN LA INFLACIÓN



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 30

PROBLEMA DE COSTO Y SUMINISTRO DE MATERIAS PRIMAS



Fuente: ANDI.

PROYECCIONES DE ANALISTAS LOCALES Y EXTERNOS SOBRE LAS PRINCIPALES VARIABLES MACROECONÓMICAS

A continuación, se hace una revisión de las proyecciones más recientes efectuadas por analistas locales y extranjeros sobre las principales variables de la economía colombiana para 2004 y 2005. Hay que tener en cuenta que en el momento de consultar las proyecciones, los analistas ya conocían la inflación observada a marzo de 2004.

I. Proyecciones para 2004

Como lo muestra el Cuadro 1, tanto los analistas extranjeros como los nacionales son optimistas sobre el comportamiento de la economía. Para 2004 esperan, respectivamente, que el crecimiento del PIB sea de 4,1% y 3,8%. Vale la pena resaltar la corrección que los analistas extranjeros hicieron a la proyección de crecimiento para este año. En el informe anterior, ellos esperaban un crecimiento de 3,3%, 0,8 puntos porcentuales inferiores a su pronóstico actual.

Respecto a la inflación, los analistas locales corrigieron en promedio 10 pb hacia abajo sus pronósticos para 2004. Con los datos de marzo de 2004, ellos esperan que la inflación en diciembre sea de 5,8%. Entre tanto, los analistas extranjeros, en promedio, esperan que la inflación sea 6,1%.

CUADRO A 1
PROYECCIÓN DE LAS PRINCIPALES VARIABLES MACROECONÓMICAS PARA 2004

| | Crecimiento del PIB real % | Inflación IPC % | Tasa de cambio nominal (fin de) % | DTF nominal 1/ (SPC) | Déficit (% del PIB) | | Tasa de desempleo % |
|---------------------------|----------------------------------|-----------------------|--|-------------------------------|------------------------|--------------|---------------------------|
| | | | | | Fiscal | Cta. Cte. | |
| Analistas locales | | | | | | | |
| Revista Dinero | 4,0 | 5,8 | 2.810 | 8,2 | (2,8) | n.d. | 14,2 |
| Suvalor-Corfinura | 4,0 | 5,5 | 2.800 | 7,8 | (2,5) | n.d. | n.d. |
| Corfivalle | 3,6 | 5,8 | 2.800 | 9,0 | (2,8) | (1,8) | 14,5 |
| ANIF | 3,6 | 6,0 | 2.793 | 8,2 | (2,7) | (2,1) | 14,0 |
| Fedesarrollo | 3,7 | 6,0 | 2.911 | n.d. | (2,8) | (2,1) | 14,0 |
| Promedio | 3,8 | 5,8 | 2.823 | 8,3 | (2,7) | (2,0) | 14,2 |
| Analistas externos | | | | | | | |
| Goldman Sachs | 3,8 | 6,0 | 2.880 | 8,1 | (2,8) | (2,0) | 13,3 |
| IDEA Global | 4,8 | 5,7 | 2.750 | 8,0 | (2,6) | (0,3) | 12,5 |
| J. P. Morgan Chase | 3,8 | 6,1 | n.d. | n.d. | (2,7) | (2,1) | n.d. |
| Deutsche Bank 2/ | 4,0 | 6,3 | 2.750 | 8,3 | (5,4) | (1,7) | 14,6 |
| Promedio | 4,1 | 6,0 | 2.793 | 8,1 | (2,7) | (1,5) | 13,5 |

SPC: Sector público consolidado.

n.d. No disponible.

1/ Promedio del año.

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

Fuente: Analistas e Informe *¿Cómo nos ven afuera?*, SMT abril 23 de 2004.

En lo concerniente a tipo de cambio, los analistas locales prevén que la tasa representativa del mercado (TRM) termine el año en \$2.823 por dólar, más de \$200 por debajo de lo esperado en el informe anterior. Los analistas extranjeros también corrigieron hacia abajo su pronóstico de la TRM para el final de 2004, a \$2.793 por dólar, \$182 por debajo de lo reportado en el informe precedente.

Finalmente, para la DTF, los analistas locales esperan que para finales de 2004, su nivel sea 8,3%, 30 pb por debajo de lo esperado en el trimestre anterior. El pronóstico para los analistas extranjeros es 8,1%, superior en 20 pb a lo esperado hace tres meses.

II. Proyecciones para 2005

El Cuadro 2 presenta los pronósticos de crecimiento, inflación y TRM para 2005. Tanto los analistas locales como los externos esperan que la economía mantenga su ritmo de crecimiento en 2005. Sin embargo, ambos grupos consideran posible una caída de la inflación para ese año. Mientras los locales esperan que el costo de vida crezca 5,3% a finales de 2005, el pronóstico de los externos es 5,2%.

Tanto los analistas locales como los externos prevén una devaluación positiva en 2005; los primeros esperan que la TRM se sitúe en \$3.133 por dólar mientras que los externos esperan una tasa al final en 2005 de \$2.897.

CUADRO A2
PROYECCIÓN DE LAS PRINCIPALES VARIABLES
MACROECONÓMICAS PARA 2005

| | Crecimiento del PIB real % | Inflación IPC % | Tasa de cambio nominal (fin de) |
|---------------------------|--|-------------------------------|---|
| Analistas locales | | | |
| Revista Dinero | 3,9 | n.d. | n.d. |
| Suvalor-Corfinsura | 3,5 | 5,3 | 3.264 |
| Corfivalle | 3,7 | 5,5 | 3.030 |
| Fedesarrollo | 4,0 | 5,0 | 3.106 |
| Promedio | 3,8 | 5,3 | 3.133 |
| Analistas externos | | | |
| Goldman Sachs | 3,4 | 4,9 | 3.050 |
| IDEA global | 5,0 | 5,0 | 2.850 |
| J. P. Morgan Chase | 4,0 | 5,3 | n.d. |
| Deutsche Bank | 3,6 | 5,4 | 2.790 |
| Promedio | 4,0 | 5,2 | 2.897 |

SPC: Sector público consolidado.

n.d. No disponible.

Fuente: Analistas e Informe ¿Cómo nos ven afuera?, SMT abril 23 de 2004.

DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS TRES MESES

Antecedentes: Informe sobre Inflación, diciembre de 2003

En el informe de inflación de diciembre de 2003, se señalaba que el comportamiento de la inflación en 2004 y 2005 dependería principalmente de dos factores: i) la rapidez a la cual se cerrara la brecha del producto y su efecto sobre la inflación de no transables, y ii) la magnitud y duración de la apreciación cambiaria y su efecto sobre la inflación de transables.

Los resultados de los pronósticos de inflación que se mostraron en dicho informe se basaban en los supuestos de un cierre de un punto porcentual de la brecha para 2004 (-1,36% promedio en 2004), y de una apreciación nominal promedio de 0,5% en este año, seguida de una depreciación mayor que 7% en 2005.

En estas condiciones, los resultados del modelo central de pronóstico (MMT) mostraban que la probabilidad de cumplir el rango-meta de inflación entre 5% y 6% en 2004 era alta, independientemente de la postura de la política monetaria. Sin embargo, la probabilidad de lograr tasas de inflación para los años siguientes dentro del rango anunciado (entre 3,5% y 5,5%) era mayor si las tasas de interés de los CDT a 90 días se incrementaban cerca de 100 pb a lo largo del año, y durante 2005.

El factor más importante que explicaba el resultado del MMT de un aumento en las tasas de interés domésticas en 2004 era la evolución de la brecha del producto. Si las tasas de interés de los CDT se mantenían constantes durante 2004 y 2005, el cierre de la brecha del producto (a partir del primer trimestre de 2005), comenzaría a generar presiones inflacionarias que se transmitirían en mayores expectativas y en una mayor persistencia de la inflación. Como resultado, la inflación total aumentaría en 2005 (5,1% vs. 4,8% en el escenario con incremento en las tasas), y especialmente en 2006 (5,5% vs. 4,6%). Para evitar que la inflación se anclara en la meta de 5% o más, incompatibles con la convergencia a niveles de inflación de largo plazo, el modelo señalaba que las tasas de interés debían comenzar a subir desde 2004. A este respecto, debe recordarse que la política monetaria opera con rezagos, de tal manera que los movimientos en las tasas de interés nominales de corto plazo tienen el mayor impacto sobre la inflación, luego de un período que se ha estimado entre seis y ocho trimestres.

En este contexto, en el informe de diciembre se señalaba la posibilidad de que en el transcurso del año se requirieran incrementos en las tasas de intervención que aumentaran la probabilidad de lograr una inflación dentro del rango anunciado para 2005 y de continuar con la convergencia gradual hacia los niveles de inflación deseados en el largo plazo. Al mismo tiempo, el informe hacía explícito que solamente una apreciación cambiaria en 2004 mayor que la esperada y de mayor duración, podría modificar la senda proyectada de tasas de interés hacia una postura de la política monetaria más neutral, o incluso más laxa (reducción de tasas). Esto debido al efecto que podría tener una apreciación mayor y sostenida, sobre los pronósticos de inflación en el horizonte de tiempo en el cual la política monetaria es más potente.

Con base en estas consideraciones la JDBR mantuvo inalteradas las tasas de intervención del Banco en la reunión de enero del presente año. Al mismo tiempo, se modificaron los límites a la posición propia de contado de los intermediarios del mercado cambiario, la cual en adelante no podría ser negativa. Esta medida, junto con la subasta de opciones de acumulación de reservas por US\$200 m, convocada el 9 de enero de 2004, buscaba suavizar el comportamiento de la tasa de cambio sin alterar su tendencia determinada por la fuerza del mercado.

Decisiones de política monetaria en el primer trimestre de 2004

La evolución de diversos indicadores externos y del sector real durante el primer trimestre de 2004 ratificaron las tendencias sobre el crecimiento identificadas en el *Informe sobre Inflación* de diciembre. La economía continuaba acelerándose gracias a condiciones externas e internas que favorecían un buen desempeño de los sectores transables y no transables.

Sin embargo, la apreciación cambiaria durante el primer trimestre fue mayor que la prevista en el *Informe sobre Inflación* de diciembre debido a menores salidas de capital de residentes, a nuevas entradas de portafolio, y a la mejora continua en los precios y volúmenes exportados frente a lo que se había proyectado.

Con base en las anteriores tendencias y en nueva información, se actualizaron los pronósticos relevantes para la definición de la política monetaria por parte del *staff* técnico del Banco. Por una parte, se aumentó el pronóstico de crecimiento del PIB para 2004 (4% frente a 3,8% en el informe anterior). Adicionalmente, se incrementó la apreciación nominal promedio esperada para 2004 a 6%, de acuerdo con las proyecciones de la balanza de pagos, aunque con un repunte importante de la tasa de cambio para 2005. Desde febrero también se modificó la estimación de la brecha del producto con respecto a la presentada en el informe de diciembre. A este respecto, se hizo un nuevo cálculo de crecimiento del PIB potencial para 2004 utilizando un modelo de función de producción que incorpora nuevas estimaciones para la tasa natural de desempleo y la utilización de la capacidad instalada de inflación estable. Como resultado de estos ejercicios se encontró que aunque la brecha del producto se seguía cerrando de manera progresiva a lo largo del año, lo hacía menos rápido de lo que se consideró en el informe de diciembre.

Los anteriores elementos (la mayor apreciación, y el cierre más lento de la brecha del producto) disminuyeron los pronósticos de inflación para 2005 y 2006. Esta 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. Esto ocurría no obstante el incremento en los pronósticos de inflación de alimentos para 2004, un hecho que no fue captado por los modelos de inflación de alimentos en el primer trimestre del año, y también, de los mayores pronósticos de corto plazo (a junio y septiembre) de la inflación sin alimentos.

Adicionalmente, la información sobre las expectativas de inflación mostró una evolución favorable de esta variable: la credibilidad de la meta de inflación con la encuesta trimestral de enero superaba con los índices observados en el mismo mes para los años anteriores, y la inflación esperada para diciembre de 2004 se había reducido y se encontraba cerca del techo del rango-meta para el año (entre 5% y 6%). Los resultados de la encuesta mensual de expectativas de febrero también confirmaron la tendencia decreciente de las expectativas de inflación que se venía observando desde el último trimestre de 2003. Finalmente, los análisis del mercado laboral no sugerían presiones de costos provenientes de los salarios. En efecto, la información disponible mostraba un crecimiento importante de la

productividad en el sector industrial, y los incrementos nominales de los salarios pactados en convenciones colectivas, aunque por encima del rango superior de la meta, seguían mostrando una tendencia decreciente y sin que implicaran incrementos en el costo laboral unitario, dado el comportamiento de la productividad.

En el contexto anterior, era posible adoptar una postura de la política monetaria más laxa (reducción de tasas). Teniendo en cuenta estas consideraciones, durante las reuniones en febrero y marzo la JDBR tomó dos decisiones que modificaron la postura de la política monetaria:

En primer lugar, redujo en 50 pb las tasas de interés de intervención del Banco (25 pb en febrero, y 25 pb en marzo). En consecuencia, al finalizar el trimestre las tasas de interés de intervención quedaron así: mínima de expansión 6,75%, lombarda de expansión 10,50%, máxima de contracción 5,75% y lombarda de contracción 4,75%.

TASAS DE INTERVENCIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA
(PORCENTAJE)

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

Fuente: Banco de la República.

En segundo lugar, 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, la JDBR decidió anunciar la compra de reservas internacionales en el mercado cambiario hasta por US\$ 700 m adicionales entre abril y julio de 2004, a través del mecanismo de subastas de opciones, y con montos anunciados mensualmente. Para el mes de abril se convocó a una subasta de opciones de US\$200 m.

La Junta Directiva también anunció que parte de las compras de divisas serían compensadas en el mercado monetario mediante la venta definitiva de TES por parte del Banco de la República en el mercado secundario. Esta compensación se haría hasta por un 50% de las compras de reservas efectuadas. De esta forma, el crecimiento de los agregados monetarios sería coherente con el mantenimiento de las tasas de interés de corto plazo en los niveles requeridos para garantizar el logro de la meta de inflación de 2004 y conducir la inflación de mediano plazo hacia el rango anunciado (entre 3,5% y 5,5%).