

BANCO DE LA REPÚBLICA



INFORME SOBRE  
**INFLACIÓN**

---

DICIEMBRE DE 2004



# INFORME SOBRE INFLACIÓN

---

DICIEMBRE DE 2004

BANCO DE LA REPÚBLICA

BOGOTÁ, D.C., COLOMBIA

ISSN - 1657 - 7973

# CONTENIDO

ÍNDICE DE GRÁFICOS Y CUADROS	4
RESUMEN: LA SITUACIÓN INFLACIONARIA EN DICIEMBRE Y SUS PERSPECTIVAS	7
I. SITUACIÓN ECONÓMICA ACTUAL	13
A. CONTEXTO EXTERNO	13
B. TIPO DE CAMBIO Y BALANZA DE PAGOS	16
C. PRODUCCIÓN DE TRANSABLES	20
D. DEMANDA INTERNA Y PRODUCCIÓN DE NO TRANSABLES	21
E. AGREGADOS MONETARIOS, CRÉDITO Y TASAS DE INTERÉS	24
F. BRECHA DEL PRODUCTO	26
G. SITUACIÓN INFLACIONARIA	28
RECUADRO 1: ALGUNOS DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN DE ARRIENDOS EN LOS ÚLTIMOS AÑOS	33
II. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS	37
A. CRECIMIENTO, PRECIOS Y TASAS DE INTERÉS INTERNACIONALES	37
B. DEMANDA INTERNA Y CRECIMIENTO ECONÓMICO	41
C. PRONÓSTICO DE INFLACIÓN	43
RECUADRO 2: ¿QUÉ TAN FLEXIBLES SON LOS PRECIOS EN COLOMBIA?	52
ANEXO: PROYECCIONES DE ANALISTAS LOCALES Y EXTERNOS PARA ALGUNAS VARIABLES MACROECONÓMICAS	55
DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS TRES MESES	59

# ÍNDICE DE GRÁFICOS Y CUADROS

## I. SITUACIÓN ECONÓMICA ACTUAL

---

Gráfico 1	Crecimiento trimestral anualizado del PIB Estados Unidos, zona del euro y Japón	14
Gráfico 2	Inflación anual de los Estados Unidos Tasa de interés de la Fed	15
Gráfico 3	Prima de riesgo-país EMBI+, países latinoamericanos	16
Gráfico 4	Balance de cuenta corriente, Estados Unidos Déficit del sector público, Estados Unidos	16
Gráfico 5	Tasa de cambio de diferentes monedas frente al dólar	17
Gráfico 6	Índice de tasa de cambio real	17
Gráfico 7	Precios internacionales del petróleo y del café	19
Gráfico 8	Exportaciones en valor	20
Gráfico 9	Exportaciones no tradicionales a Venezuela	20
Gráfico 10	Exportaciones totales	21
Gráfico 11	PIB agropecuario, silvicultura, caza y pesca	21
Gráfico 12	Crecimiento anual del IPI y el IPI corregido	21
Gráfico 13	Indicador de pedidos de la industria de Fedesarrollo	22
Gráfico 14	PIB de trabajos y obras de ingeniería civil	22
Gráfico 15	Consumo de los hogares	22
Gráfico 16	Descomposición de la creación de empleo en 13 ciudades	23
Gráfico 17	Crecimiento anual del PIB real sectores transables y no transables	24
Gráfico 18	Cartera bruta nominal y M3 Cartera bruta por tipo de crédito	25

Gráfico 19	Tasa de interés DTF e nterbancaria	26
Gráfico 20	Tasas de interés de TES en el mercado secundario	26
Gráfico 21	Utilización de la capacidad instalada	27
Gráfico 22	Bracha del producto	29
Gráfico 23	Inflación anual al consumidor	29
Gráfico 24	IPC sin alimentos	29
Gráfico 25	IPC de transables excluyendo alimentos y regulados	29
Gráfico 26	IPC de regulados sin alimentos	29
Gráfico 27	IPC de no transables excluyendo alimentos y regulados	29
Gráfico 28	IPC de arriendos y de resto de no transables	30
Gráfico 29	Indicadores de inflación básica	31
Cuadro 1	Depreciación real del peso colombiano frente a diferentes países	18
Cuadro 2	Balanza de pagos	19
Cuadro 3	Crecimiento anual del PIB real en 2004 según componentes de la demanda	23
Cuadro 4	Fuentes de base monetaria 2004	24
Cuadro 5	Pasivos de las entidades no financieras resgistradas en la Superintendencia de Valores	25
Cuadro 6	Formación bruta de capital fijo privado	27

## II. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS

---

Gráfico 30	Índice de precios de los <i>commodities</i> (WCF)	43
Gráfico 31	Índice de confianza del consumidor	42
	Indicador de confianza de la industria	42
Gráfico 32	Inversión privada como porcentaje del PIB	43
Gráfico 33	Pronósticos de crecimiento real del PIB según el gasto (2004-2005)	43
Gráfico 34	Inflación observada y expectativas	46
Gráfico 35	Expectativas de inflación a 12 meses	46
Gráfico 36	Distribución de probabilidades en la inflación ( <i>Fan Chart</i> )	51
Cuadro 7	Pronósticos de crecimiento para los principales socios comerciales	38
Cuadro 8	Pronósticos de precios internacionales de los principales productos primarios exportados por Colombia	40
Cuadro 9	Pronósticos del modelo central (MMT)	48

## LA SITUACIÓN INFLACIONARIA EN DICIEMBRE Y SUS PERSPECTIVAS

- ✦ En 2004 se cumplió la meta de inflación de 5,5% y la inflación sin alimentos se redujo sustancialmente. La disminución de ésta última estuvo relacionada con los siguientes factores:
  - ✦ La apreciación del tipo de cambio y su efecto sobre la reducción de la inflación de bienes transables.
  - ✦ La ausencia de presiones importantes de demanda, lo cual frenó la aceleración de la inflación de bienes y servicios no transables durante el segundo semestre de 2004
  - ✦ La reducción de las expectativas de inflación.
  - ✦ La ausencia de presiones de costos importantes.
- ✦ Los anteriores factores neutralizaron el efecto alcista de los precios de los combustibles y de los precios de bienes y servicios regulados sobre la inflación sin alimentos. La reducción de la inflación y el logro de la meta han contribuido a la baja de las expectativas de inflación.
- ✦ Desde septiembre de 2004 han habido dos cambios importantes en la situación macroeconómica frente a lo previsto inicialmente: una mayor apreciación cambiaria y una brecha de producto posiblemente más amplia.
- ✦ La intensificación de la apreciación nominal del peso llevó a su apreciación real, no sólo contra el dólar sino también frente a las distintas canastas de monedas relevantes. Esta aceleración de la apreciación en el cuarto trimestre se explica fundamentalmente por entradas de capital distintas de la inversión extranjera directa (IED). Este fenómeno hace parte de un debilitamiento global del dólar y de movimientos de capitales privados hacia las economías emergentes.
- ✦ Desde el cuarto trimestre de 2004 y para 2005, el contexto externo se ha vuelto mucho más incierto. Si se supone un escenario sin correcciones abruptas en el déficit externo de los Estados Unidos, es posible que se presenten aumentos graduales en las tasas de interés de corto plazo de dicho país, salidas de capital privado de esa economía (acompañadas de un debilitamiento continuado del dólar), y reducciones moderadas en el crecimiento mundial y en los precios de los productos básicos.
- ✦ Es posible que el peso registre una depreciación en 2005 respecto a los valores observados a finales de 2004. No obstante, el comportamiento del tipo de cambio en 2005 es, en particular incierto debido a la volatilidad del contexto internacional.

- ✦ El escenario de tasa de cambio para 2006 y para el mediano plazo es más difícil de prever. Por una parte, es factible una depreciación nominal y real del peso por el deterioro en la cuenta corriente que resultaría de la caída de los precios y las cantidades exportadas de petróleo. Por otra parte, existe una gran incertidumbre acerca del comportamiento de los flujos de capital. En un escenario donde se mantenga la entrada de flujos de capital a ritmos mayores o iguales a los registrados en 2004, es posible que se observen déficits en cuenta corriente mayores que los presentados en los últimos años.
- ✦ En el tercer trimestre la economía creció 2,4%, muy por debajo de lo esperado y del crecimiento observado desde mediados de 2003 (superior a 4%). El menor crecimiento pudo obedecer, en parte, a fenómenos transitorios como el paro de transporte del mes de septiembre (que se prolongó hasta octubre), la reducción de la oferta cafetera y de la producción de oro y níquel, y un menor número de días hábiles (que suele reducir la producción industrial). Así mismo, se presentó una baja inversión en obras civiles. Sin embargo, el menor crecimiento económico también estuvo acompañado de una desaceleración del consumo que no permite descartar un debilitamiento de la demanda de carácter más prolongado.
- ✦ La rápida expansión de la inversión en los últimos años sugiere una expansión del producto interno bruto (PIB) potencial de la economía. El debilitamiento observado de la demanda y la probable expansión del “PIB potencial”, sugieren que la “brecha del producto” pudo haberse ampliado a finales de 2004, reduciendo las presiones inflacionarias.
- ✦ La estabilización de la inflación de no transables en el segundo semestre de 2004 (luego de haber venido creciendo en el primer semestre del año) es coherente con la hipótesis de una ampliación de la brecha de producto, aunque también puede ser el resultado de una reducción en las expectativas de inflación.
- ✦ El comportamiento de la tasa de cambio en 2004 y su evolución esperada en 2005, la posible ampliación de la brecha del producto y la baja en las expectativas de inflación serían coherentes con el logro de la meta de inflación de 2005 (entre 4,5% y 5,5%), y con el rango anunciado para 2006 (entre 3,5% y 5,5%), en presencia de una senda de tasas de interés inferior a la contemplada en informes anteriores.
- ✦ Así lo confirman los pronósticos de inflación, incluso teniendo en cuenta varios choques de precios que pueden tener lugar en 2005, como el ajuste del impuesto al valor agregado (IVA) de 7% a 10% sobre algunos productos de la canasta familiar, los incrementos posiblemente superiores a la inflación en los precios de los combustibles y de los bienes y servicios regulados, como también la probable ocurrencia de un fenómeno de El Niño moderado.
- ✦ La Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) ha expresado su preocupación con la tendencia a la apreciación real de la moneda por su posible efecto negativo sobre la producción de algunos sectores transables y sobre la evolución de la cuenta corriente de la balanza de pagos. El deterioro en esta última podría conllevar en el futuro la necesidad de ajustes abruptos de la tasa de cambio ante una reversión en los flujos de capitales que llegan a las economías emergentes, con efectos perversos sobre la inflación y la actividad productiva.
- ✦ Con base en estas consideraciones, en el último trimestre del año la JDBR continuó implementando políticas que contribuyeran a mitigar el grado de apreciación del tipo de cambio:

- ✘ En el cuarto trimestre de 2004 el Banco de la República acumuló reservas internacionales por US\$1.503 millones (m), a través de compras discrecionales. Este monto corresponde al 52% del total de reservas internacionales acumuladas durante el año.
- ✘ El 17 de diciembre de 2004 la JDBR redujo en 25 puntos básicos (pb) sus tasas de interés de intervención, las cuales quedaron en 6,5% para las subastas de expansión, y 5,5% para las subastas de contracción.
- ✘ El 21 de diciembre la JDBR cerró sus ventanillas de contracción (subasta y lombarda) y ratificó su decisión de intervenir discrecionalmente en el mercado cambiario.
- ✘ A pesar de la mayor compra de dólares, la expansión monetaria ha sido coherente con el programa monetario, contribuyendo a ello la disminución del saldo de repos netos y el aumento en los depósitos del Gobierno en el Banco de la República.
- ✘ Las anteriores medidas han inducido una caída de cerca de 50 pb en la tasa de interés interbancaria (TIB) desde finales del año, de los cuales 25 pb se explican por la reducción de las tasas de intervención del Banco de la República.
- ✘ La posibilidad de mantener la actual postura de la política monetaria en los próximos trimestres dependerá, fundamentalmente, del comportamiento observado y el esperado de la tasa de cambio y la demanda agregada.
- ✘ Si se previera que en 2006 continuará la entrada de capitales sin un cierre acelerado de la brecha del producto, sería factible mantener la actual postura de la política monetaria y cumplir las metas de inflación. Por otra parte, si se espera una depreciación alta en 2006 (por menores flujos de capitales), se dificultaría mantener los niveles actuales de las tasas de interés de corto plazo y alcanzar el objetivo de inflación en 2006.
- ✘ Por el momento, se espera un escenario internacional caracterizado por un ajuste gradual del déficit externo de los Estados Unidos que no implique cambios abruptos en el crecimiento mundial, los precios de los productos básicos, o los flujos de capitales hacia los mercados emergentes. En este contexto, si se mantiene una política fiscal conducente hacia una reducción de la relación deuda a PIB, cabría esperar que no se presenten reversiones fuertes de capitales externos hacia Colombia.
- ✘ Los datos y consideraciones anteriores sugieren la posibilidad de mantener inalteradas las tasas de interés en los próximos meses. No obstante, como se ha señalado repetidamente, existe gran incertidumbre en varios aspectos relevantes como la brecha del producto y el contexto internacional, por lo cual es necesaria una revisión macroeconómica frecuente de la situación y también del pronóstico macroeconómico.
- ✘ Cambios sustanciales en el pronóstico o la situación de la macroeconomía pueden conducir a modificaciones importantes en la postura de la política monetaria.



# INFORME SOBRE INFLACIÓN

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

SUBGERENCIA DE ESTUDIOS ECONÓMICOS

Hernando Vargas Herrera

**Subgerente**

DEPARTAMENTO DE PROGRAMACIÓN E INFLACIÓN

Juan Mauricio Ramírez Cortés

**Director**

SECCIÓN DE INFLACIÓN (\*)

Adolfo León Cobo Serna

**Jefe**

Edgar Caicedo García

Luisa Fernanda Charry

Luz Adriana Flórez Flórez

Alejandro Reyes González

José Luis Torres Trespalcios

Andrés Mauricio Velasco Martínez

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

# I. SITUACIÓN ECONÓMICA ACTUAL

*En la segunda mitad de 2004 la economía disminuyó su ritmo de crecimiento en medio de un fortalecimiento inesperado del tipo de cambio por mayores flujos de capital. La inflación continuó reduciéndose, permitiendo el cumplimiento de la meta de 5,5%.*

Durante el cuarto trimestre, se presentaron dos circunstancias que modifican el diagnóstico que se había efectuado en el *Informe sobre Inflación* de septiembre: una mayor apreciación cambiaria y una brecha de producto posiblemente más amplia.

La intensificación de la apreciación nominal y real del peso en el cuarto trimestre se explica fundamentalmente por entradas de capitales provenientes del exterior. Este fenómeno hace parte de un debilitamiento global del dólar en respuesta a los desbalances fiscal y externo de la economía norteamericana, que ha inducido movimientos de capitales privados hacia otras economías desarrolladas y emergentes.

En el tercer trimestre tuvo lugar una desaceleración no anticipada del crecimiento en Colombia, principalmente por factores de oferta. Sin embargo, la información disponible tampoco permite descartar un debilitamiento de la demanda dirigida a la producción doméstica. Esto, junto con la rápida expansión de la inversión en los últimos años, sugiere que la “brecha del producto” pudo haberse ampliado reduciendo las presiones inflacionarias. La estabilización de la inflación de no transables en el segundo semestre de 2004 es coherente con esta hipótesis. A ello debió contribuir también la reducción de las expectativas de inflación gracias al cumplimiento de la meta de inflación de 5,5% en 2004, y a la disminución en la inflación sin alimentos.

## A. CONTEXTO EXTERNO

En los informes anteriores se señaló el fuerte crecimiento que estaba presentando la economía mundial liderada por el gran dinamismo observado en las economías norteamericana y china. Por el contrario, las economías de Japón y de la zona del euro, que habían presentado un fuerte crecimiento en el primer trimestre del año, mostraron un avance deficiente durante el segundo trimestre de 2004.

*El crecimiento mundial en el segundo trimestre continuó liderado por los Estados Unidos.*

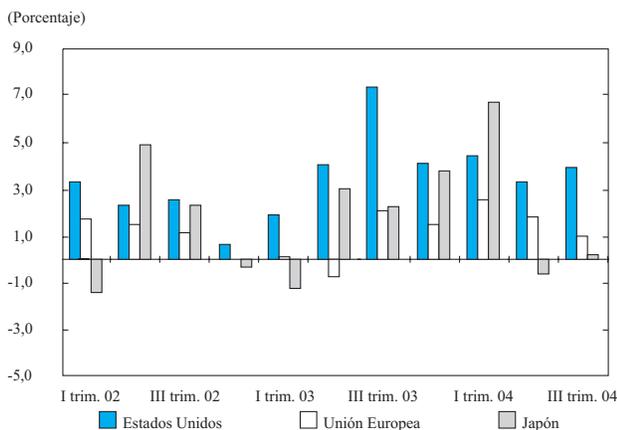
Para este documento, la información disponible sugiere que durante la segunda mitad del año no se presentaron grandes cambios en dichas tendencias y que el crecimiento mundial siguió impulsado por la economía de los Estados Unidos. En efecto, en el tercer trimestre de 2004 la economía norteamericana presentó un crecimiento real trimestral anualizado de 4%, superior al del segundo trimestre (3,3%) (Gráfico 1). La aceleración estuvo sustentada en el fuerte dinamismo del consumo de los hogares y en la inversión en capital fijo no residencial. La demanda externa neta continuó teniendo un impacto negativo.

Aunque algunos indicadores sectoriales sugerían un crecimiento similar para finales de 2004, el resultado preliminar del PIB para el cuarto trimestre (3,1%) no confirmó plenamente estas expectativas. Al parecer, el deterioro adicional de la balanza comercial tuvo una alta incidencia negativa sobre el crecimiento de fin de año. Cabe señalar que, en el mes de noviembre, el déficit en la balanza comercial fue de US\$60,3 billones (b), el mayor nivel más alto en la historia norteamericana. Estas cifras contribuyeron a aumentar la incertidumbre sobre el sostenimiento de los altos niveles de déficit en cuenta corriente y fiscal, generando presiones contra el dólar. Pese a todo ello, la percepción de los mercados es que la economía norteamericana creció en los dos últimos trimestres a un ritmo saludable.

La coyuntura fue menos favorable en el caso de la economía japonesa. El importante empuje que se observó a finales de 2003 y en el primer trimestre de 2004 se interrumpió posteriormente. Durante el tercer trimestre, por ejemplo, el crecimiento fue solo de 0,25% (trimestral anualizado), lo que sugiere un estancamiento de la actividad productiva que ya suma dos trimestres (Gráfico 1). El precario desempeño está relacionado con la caída en las exportaciones, que constituían la principal fuente de crecimiento hasta el primer trimestre, y con el deterioro de la inversión privada. Sin embargo, el consumo privado registró una leve mejoría gracias al comportamiento del mercado laboral.

GRÁFICO 1

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



Fuente: Datastream.

La zona del euro también registró una desaceleración en su ritmo de crecimiento durante la segunda mitad del año. En particular, para el tercer trimestre, la economía presentó una tasa de crecimiento real de 1,1% (trimestral anualizada), menor que la del primero y segundo trimestres (Gráfico 1). A septiembre, el crecimiento se explicaba por la inversión, la cual ha presentado un buen comportamiento, debido a la reducción en los costos de financiación. Por el contrario, las exportaciones netas contribuyeron negativamente a la expansión del producto, dado el repunte en las importaciones. Finalmente, el crecimiento del consumo privado ha sido moderado.

Durante el segundo semestre, no se observaron presiones inflacionarias en las economías desarrolladas. En

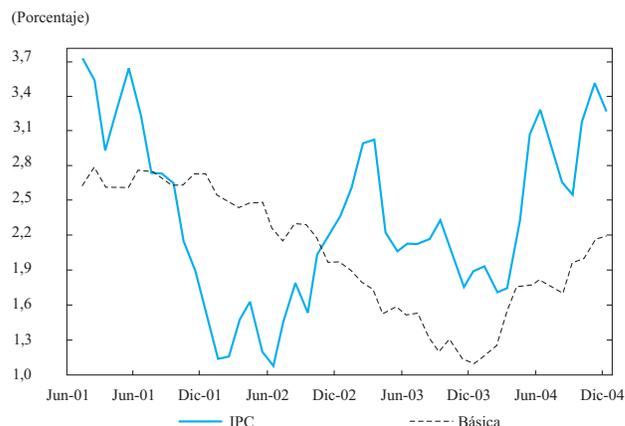
los Estados Unidos la inflación total pasó de 3,5% en noviembre a 3,3% en diciembre, mientras que la inflación básica se ubicó en niveles de 2,2% por segundo mes consecutivo. El lento aumento de la inflación ha permitido que la Reserva Federal de los Estados Unidos continúe con su política de incrementos moderados (Fed) de la tasa de interés, la cual se situó en 2,25% a finales de año tal como lo esperaba el mercado (Gráfico 2).

Respecto a las economías emergentes, su crecimiento durante 2004 fue alto y, en general, mayor que el de años anteriores. Las economías asiáticas siguieron siendo impulsadas por el dinamismo de la economía china, cuya tasa de crecimiento anual se aceleró entre el tercero y el cuarto trimestres de 9,1% a 9,5%, sustentada por la inversión fija (con un crecimiento de 21,3%) y la producción industrial (con un crecimiento de 14,4%). En China, la fuerte expansión del producto ha empezado a tener consecuencias sobre la inflación. Así, el índice de precios al productor (IPP), que refleja las posibles presiones de costos, presentó un crecimiento anual de 7,1% en diciembre, frente a 6,1% de noviembre.

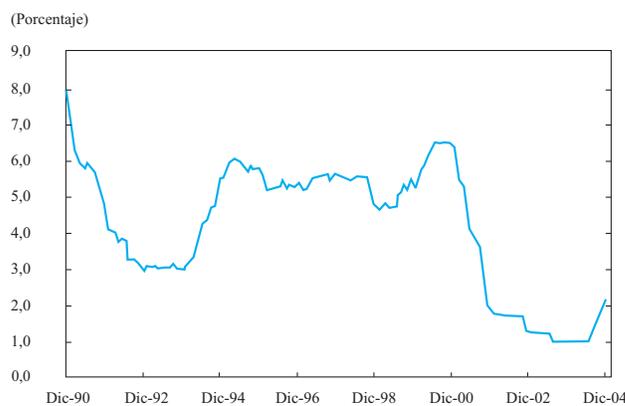
A nivel de las economías de América Latina se observó una notoria recuperación en 2004 frente a los años anteriores. El mayor dinamismo de la región se vio favorecido por el crecimiento de la demanda mundial y por los altos niveles de los términos de intercambio. Ambos factores impulsaron el crecimiento de las exportaciones y mejoraron el ingreso de los hogares, favoreciendo la recuperación de la demanda interna. Además, otros fundamentales macroeconómicos relacionados con reformas institucionales también mejoraron en varios de los países de la región, lo que se tradujo en un aumento en la confianza por parte de los inversionistas internacionales.

Para los principales socios comerciales de Colombia en la región (Venezuela y Ecuador), el crecimiento observado durante el tercer trimestre fue bueno y estuvo relacionado con los altos precios del petróleo. En Venezuela el crecimiento durante el tercer trimestre ha sido mayor que el esperado (15,8% anual), mejorando aún más las perspectivas de crecimiento para el próximo año. A pesar de ello, en esta economía aún persiste una incertidumbre legal y política que limita la IED y que reduce el potencial crecimiento del país. Por su parte, la economía de Ecuador se ha mantenido estable recientemente a pesar de algunos eventos políticos que han generado nerviosismo en los mercados.

### INFLACIÓN ANUAL DE LOS ESTADOS UNIDOS



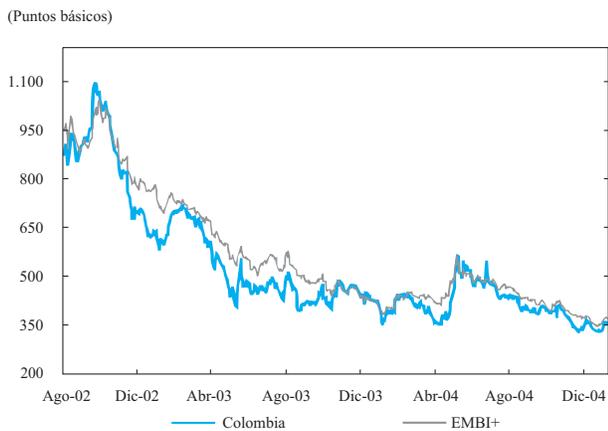
### TASA DE INTERÉS DE LA FED



Fuente: Datastream.

GRÁFICO 3

PRIMA DE RIESGO-PAÍS  
EMBI+, PAÍSES LATINOAMERICANOS



Fuente: Bloomberg.

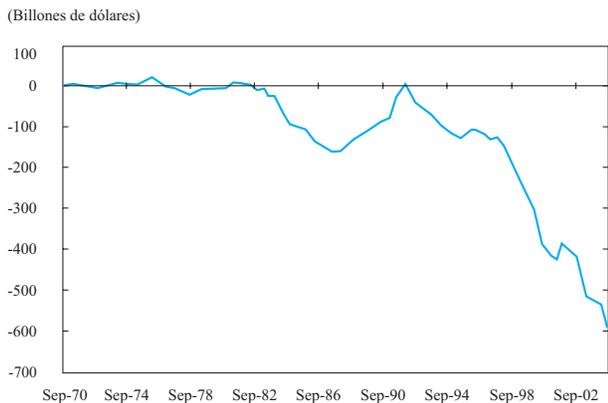
B. TIPO DE CAMBIO Y BALANZA  
DE PAGOS

El mayor crecimiento en los países latinoamericanos y unas tasas de interés externas aún bajas, contribuyeron a que estas economías continuaran gozando de una amplia liquidez en los mercados internacionales durante el segundo semestre de 2004. Esta se vio reflejada en un descenso sistemático del EMBI (*Emerging Market Bond Index*) que alcanzó su menor nivel en la historia (Gráfico 3).

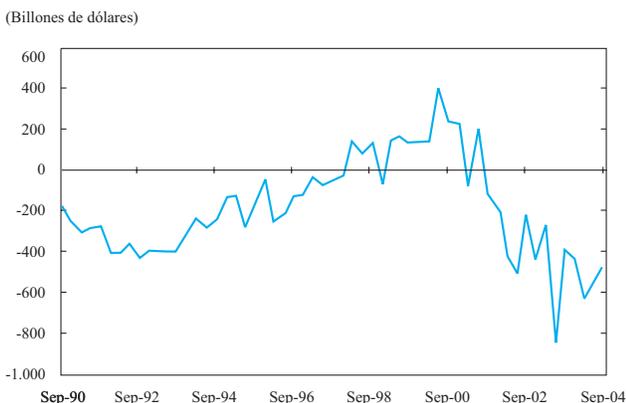
Los flujos de capitales hacia las economías emergentes, incluyendo las latinoamericanas, hacen parte de un fenómeno global de debilitamiento del dólar contra la gran mayoría de las monedas del mundo. Este debilitamiento está asociado a la incertidumbre que ha generado el nivel récord de los déficit en cuenta corriente y fiscal en los Estados Unidos (Gráfico 4).

GRÁFICO 4

BALANCE EN CUENTA CORRIENTE, ESTADOS UNIDOS



DÉFICIT DEL SECTOR PÚBLICO, ESTADOS UNIDOS



Fuente: Departamento de Comercio de los Estados Unidos.

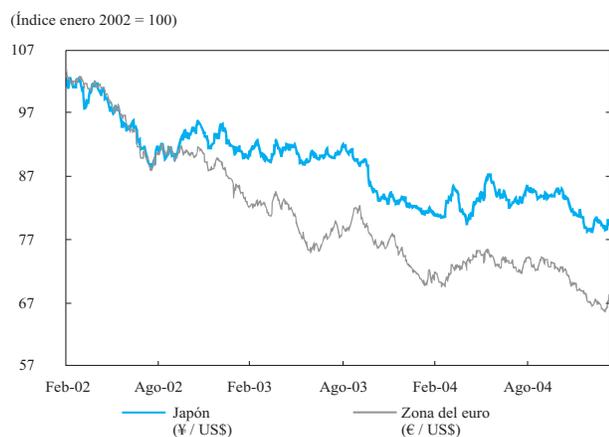
Las economías desarrolladas como Japón y la zona del euro han presentado una fuerte apreciación de sus monedas desde 2002. Sin embargo, la gran parte de países de América Latina ha mostrado una mayor apreciación promedio durante 2004 (Gráfico 5). La zona del euro presentó una apreciación nominal promedio de 10% durante 2004, mientras que en Japón fue de 6,7%, aproximadamente. Por otro lado, los países latinoamericanos que presentaron mayor apreciación nominal promedio frente al dólar entre 2003 y 2004 fueron Brasil (5%), Chile (12%) y Colombia (8,7%).

La apreciación de la moneda colombiana también ha tenido lugar en términos reales no solo contra el dólar sino también frente a las distintas canastas de monedas relevantes (Gráfico 6). El peso colombiano frente al dólar registró una apreciación real promedio de 11,5% entre 2003 y 2004. Sin embargo, si la comparación se efectúa respecto a 2002 para descontar el efecto de la depreciación de 2003, la cual estuvo asociada con eventos transitorios como el relevo político en Brasil y la caída de las exportaciones a Venezuela, la apreciación real es de solo 2,9% (Cuadro 1).

Un resultado parecido se obtiene si se compara el peso colombiano con las monedas de algunos países emer-

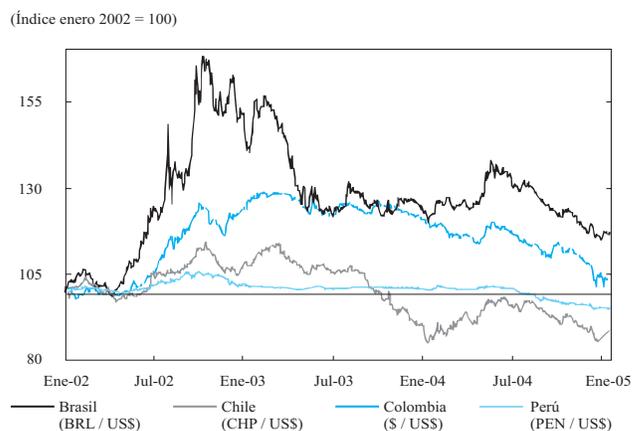
### TASA DE CAMBIO DE DIFERENTES MONEDAS FRENTE AL DÓLAR (ÍNDICES)

#### EURO Y YEN



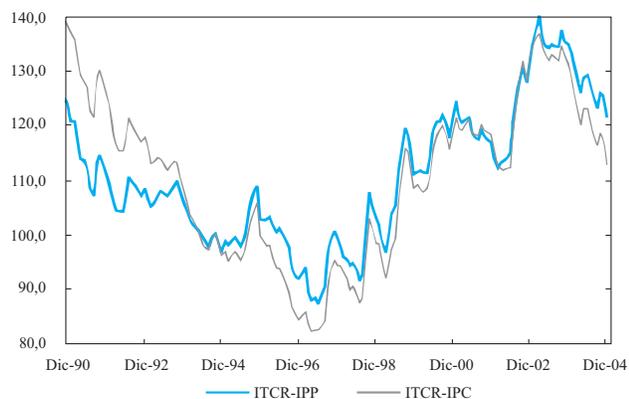
Fuente: Datastream.

#### MONEDAS LATINOAMERICANAS



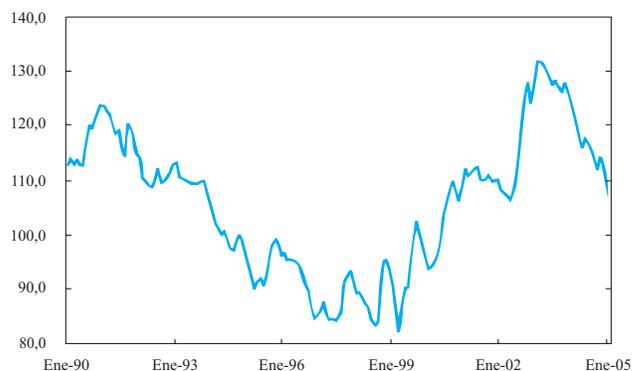
### ÍNDICE DE TASA DE CAMBIO REAL

#### ITCR (1994 = 100)



I/ Para: café, banano, flores y textiles en el mercado de los Estados Unidos.  
Fuente: Banco de la República.

#### CON TERCEROS PAÍSES 1/ (MEDIA GEOMÉTRICA 1994 = 100)



gentes. Durante 2004, el peso presentó una fuerte apreciación real frente a las monedas de México (14% promedio anual), Venezuela (10%), Ecuador (12%), Argentina (10%) y China (10%). No obstante, cuando se considera el período de 2002 a 2004, el peso sólo se aprecia en términos reales con respecto a México (13%) y a Venezuela (11%), y en cambio se deprecia con respecto a países como Brasil, Chile y Corea.

La aceleración de la apreciación nominal del peso colombiano en el cuarto trimestre se explica fundamentalmente por mayores flujos de capital. Mientras que en 2002 y 2003 el sector privado reportó salidas netas de capital (sin IED) de US\$915 m y

DEPRECIACIÓN REAL DEL PESO COLOMBIANO FRENTE A DIFERENTES PAÍSES  
(PROMEDIO ANUAL)

	2001	2002	2003	2004	2002-2004
<b>Países desarrollados</b>					
Estados Unidos	4,9	4,0	9,8	(11,5)	(2,9)
Alemania	(10,0)	(1,3)	15,3	(7,7)	6,4
Francia	1,8	10,0	29,3	(3,8)	24,3
Italia	0,8	10,9	30,6	(3,1)	26,6
Japón	1,9	11,6	31,3	(2,9)	27,4
<b>Países en desarrollo</b>					
México	10,0	3,6	0,6	(14,0)	(13,4)
Venezuela	7,9	(20,1)	(1,0)	(10,2)	(11,1)
Ecuador	39,8	15,2	15,7	(11,4)	2,6
Perú	3,6	1,9	11,3	(8,8)	1,5
Brasil	(14,3)	(10,3)	15,8	(3,6)	11,5
Chile	(9,7)	(4,0)	10,6	(1,4)	9,0
Argentina	1,0	(56,1)	20,9	(9,9)	9,0
China	2,6	1,5	8,6	(10,4)	(2,7)
Corea	(7,0)	9,0	16,2	(7,1)	7,9

Fuente: Banco de la República.

US\$473 m, respectivamente, hasta el tercer trimestre de 2004 se observaron entradas por US\$501 m (Cuadro 2). La entrada neta de flujos de IED pasó de US\$855 m en 2003 a US\$2.022 m, acumulado a septiembre.

Se debe señalar, que la entrada de capitales en 2004 fue bastante menor que la obtenida, por ejemplo, entre 1993 y 1998. Así lo demuestra el tamaño del déficit en cuenta corriente esperado en 2004 (1,2% del PIB vs. 4,8% del PIB en promedio entre 1993 y 1998) y el superávit de la cuenta financiera y de capitales (2,9% del PIB vs. 5,03% del PIB entre 1993 y 1998). De hecho, en 2004 se redujo el déficit en cuenta corriente, al tiempo que se mantuvo un alto crecimiento de la absorción doméstica<sup>1</sup>. Esto sugiere que una parte de la apreciación provino de movimientos exógenos en la cuenta corriente, como las mejoras en los términos de intercambio, las transferencias y el repunte de la demanda externa de productos colombianos.

La coyuntura externa siguió beneficiando los precios de los principales bienes de exportación colombianos, los cuales se mantuvieron altos durante el cuarto trimestre de 2004. En el caso del café y el oro, los precios incluso repuntaron frente a los trimestres anteriores (Gráfico 7). Así mismo, la demanda externa de nuestros productos continuó creciendo en forma vigorosa, especialmente la generada en Venezuela.

<sup>1</sup> En 2003 el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos fue 1,7% del PIB y el crecimiento de la absorción doméstica de 5%. En 2004 se espera un déficit en cuenta corriente de 1,2% del PIB y en los tres primeros trimestres se estimaba un crecimiento promedio (anual) de la absorción doméstica de 4,7%.

**BALANZA DE PAGOS**  
**CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA (FLUJOS ANUALES Y TRIMESTRALES)**  
(MILLONES DE DÓLARES)

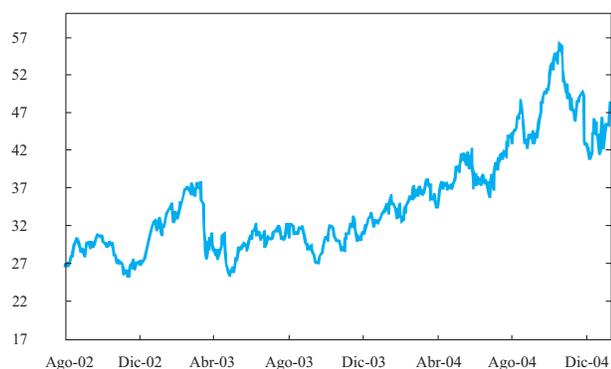
	2003					2004			
	I	II	III	IV	Acumulado	I	II	III	Acumulado a septiembre
<b>Inversión extranjera neta en Colombia</b>	<b>276</b>	<b>494</b>	<b>579</b>	<b>(493)</b>	<b>855</b>	<b>534</b>	<b>749</b>	<b>740</b>	<b>2.022</b>
Extranjera en Colombia	325	529	588	352	1.793	582	769	765	2.117
Colombiana en el exterior	(49)	(35)	(9)	(845)	(938)	(49)	(21)	(25)	(95)
<b>Total sector público</b>	<b>102</b>	<b>(33)</b>	<b>305</b>	<b>88</b>	<b>463</b>	<b>47</b>	<b>(274)</b>	<b>(280)</b>	<b>(506)</b>
<b>Sector público financiero</b>	<b>(136)</b>	<b>(113)</b>	<b>50</b>	<b>(88)</b>	<b>(287)</b>	<b>(131)</b>	<b>(108)</b>	<b>(75)</b>	<b>(314)</b>
<b>Sector público no financiero</b>	<b>239</b>	<b>80</b>	<b>256</b>	<b>176</b>	<b>750</b>	<b>179</b>	<b>(166)</b>	<b>(205)</b>	<b>(192)</b>
Largo plazo	617	52	395	393	1.457	(195)	180	295	279
Desembolsos	1.352	1.249	1.173	1.141	4.915	643	500	637	1.780
Amortizaciones	735	1.197	778	748	3.459	838	320	342	1.500
Corto plazo	(379)	28	(139)	(217)	(707)	373	(345)	(499)	(471)
<b>Sector privado sin IED</b>	<b>69</b>	<b>(557)</b>	<b>(559)</b>	<b>574</b>	<b>(473)</b>	<b>359</b>	<b>19</b>	<b>124</b>	<b>501</b>
<b>Total</b>	<b>217</b>	<b>(306)</b>	<b>(475)</b>	<b>531</b>	<b>(32)</b>	<b>335</b>	<b>(31)</b>	<b>(208)</b>	<b>96</b>
No financiero	217	(306)	(475)	531	(32)	335	(31)	(208)	96
Financiero	(149)	(251)	(84)	43	(441)	24	50	331	405
<b>Sector privado no financiero</b>	<b>217</b>	<b>(306)</b>	<b>(475)</b>	<b>531</b>	<b>(32)</b>	<b>335</b>	<b>(31)</b>	<b>(208)</b>	<b>96</b>
Leasing	123	(55)	(381)	(5)	(319)	(50)	(69)	(19)	(138)
Largo plazo	(363)	(156)	(259)	53	(726)	(159)	(325)	(371)	(855)
Desembolsos	134	303	222	729	1.387	364	198	231	793
Amortizaciones	497	458	481	676	2.112	523	523	602	1.648
Corto plazo	457	(95)	166	484	1.012	545	363	181	1.089
Inversión de cartera (activa)	3	(351)	(386)	(400)	(1.135)	(109)	(365)	(260)	(734)
Deuda y otros	455	256	552	884	2.147	653	729	442	1.824
<b>Sector privado financiero</b>	<b>(149)</b>	<b>(251)</b>	<b>(84)</b>	<b>43</b>	<b>(441)</b>	<b>24</b>	<b>50</b>	<b>331</b>	<b>405</b>
Largo plazo	(76)	9	(10)	27	(51)	36	(16)	(23)	(3)
Corto plazo	(72)	(259)	(74)	15	(390)	(12)	66	355	408
Flujos de capital privado sin IED ajustado					(1.285)				

Fuente: Banco de la República.

**PRECIOS INTERNACIONALES DEL PETROLÉO Y DEL CAFÉ**

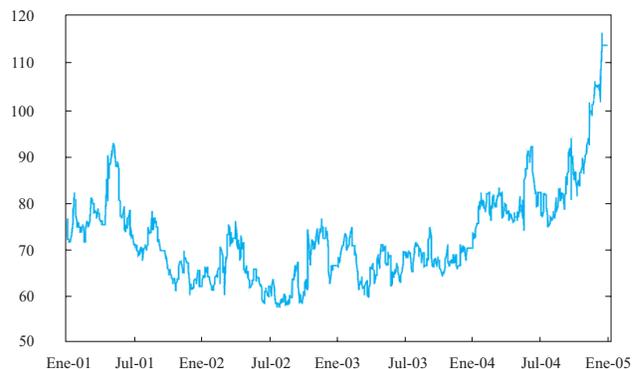
**PETROLÉO WTI**

(Dólares / Barril)



**CAFÉ ARÁBIGO COLOMBIANO**

(Centavos de dólar por libra)

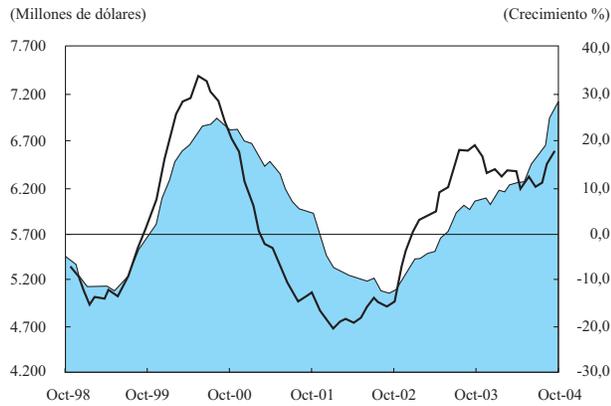


Fuente: Bloomberg.

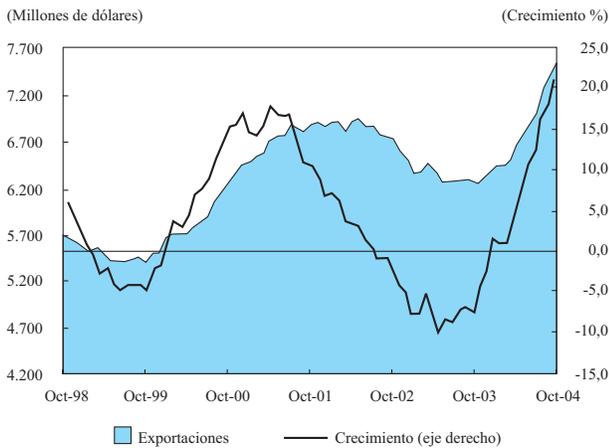
GRÁFICO 8

EXPORTACIONES EN VALOR  
(ACUMULADO 12 MESES)

TRADICIONALES



NO TRADICIONALES



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

A octubre, las exportaciones tradicionales crecían 26,0% en dólares (para el acumulado a 12 meses) y las exportaciones no tradicionales lo hacían 20,6% (Gráfico 8). En cuanto a las exportaciones tradicionales, la información de comercio en octubre mostraba una caída en los volúmenes exportados de café (variación anual de -3,0%), mientras continuaba el descenso esperado de las cantidades exportadas de petróleo, debido al agotamiento de las reservas. El alto precio del crudo continuó explicando el dinámico crecimiento de las exportaciones de petróleo (variación acumulada 12 meses de 18%). Por su parte, en octubre las exportaciones de carbón no mostraron una variación en la tendencia frente a lo observado en meses anteriores, y crecían en dólares cerca del 15%, mientras en volúmenes caían 5,9%.

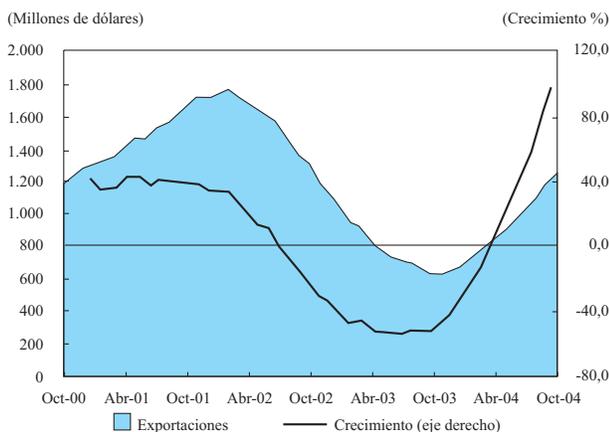
De otro lado, las exportaciones no tradicionales continuaron mostrando gran dinamismo y desde mediados del año superaron (en el acumulado de 12 meses) los máximos históricos observados en 2002. Lo anterior se dio gracias al despegue de las exportaciones dirigidas a todos los destinos, pero sobre todo, aquellas que van al mercado venezolano, las cuales todavía se encuentran por debajo de los niveles máximos que alcanzaron a principios de 2002 (Gráfico 9).

En términos reales, los datos trimestrales del PIB a septiembre mostraron que las exportaciones totales continuaron creciendo a tasas cercanas al 10% en términos anuales (Gráfico 10).

A pesar de la caída en los volúmenes exportados de café (a octubre), en el último trimestre empezó a observarse una recuperación de la producción cafetera conforme a lo esperado desde el informe anterior. Datos de la Federación Nacional de Cafeteros mostraban un crecimiento acumulado de 6,9% en octubre y noviembre. Este es un factor que, suponiendo que se sostenga el precio externo en los niveles observados en los últimos meses, podría significar una mejora en el ingreso de los hogares, dados los encadenamientos que tiene este sector con el resto de la economía.

GRÁFICO 9

EXPORTACIONES NO TRADICIONALES A VENEZUELA  
(ACUMULADO 12 MESES)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

C. PRODUCCIÓN DE TRANSABLES

El dinamismo exportador a lo largo de 2004 venía impulsando el crecimiento de segmentos transables de la producción como la industria y el sector

agropecuario, especialmente en el primer semestre del año. En el tercer trimestre, sin embargo, se observó una desaceleración en la producción del sector agropecuario que se puede explicar principalmente por problemas de oferta, como es el caso de la producción de café, de leche y de ganado porcino. Otros productos agrícolas, en especial los transables, crecieron en el mismo período a tasas cercanas al 3,0% (Gráfico 11).

En el caso de la industria manufacturera también tuvo lugar una leve desaceleración en el tercer trimestre. Una buena parte de la disminución en el ritmo de crecimiento en este sector, estuvo asociada a choques de oferta o discrecionales y de carácter transitorio, tales como el paro camionero de septiembre y octubre, y el menor número de días hábiles.

A pesar de lo anterior, la información de la muestra mensual manufacturera a noviembre (cuando los choques de oferta habrían dejado de operar) no arrojó resultados satisfactorios. En efecto, las cifras de producción industrial de noviembre muestran una tendencia hacia la desaceleración al evaluar el componente tendencial del índice de producción industrial (IPI) (ajustado por días hábiles) (Gráfico 12).

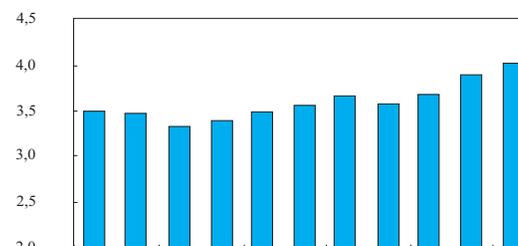
En tal sentido, es posible que el sector haya continuado creciendo, aunque a ritmos inferiores a los observados en los anteriores trimestres. El comportamiento del componente tendencial del indicador de pedidos de la encuesta de opinión empresarial (EOE) de Fedesarrollo a noviembre corroboraría este análisis (Gráfico 13).

#### D. DEMANDA INTERNA Y PRODUCCIÓN DE NO TRANSABLES

El crecimiento anual en el tercer trimestre fue de sólo 2,4%, muy por debajo de lo previsto en el informe de septiembre y del que esperaban los diferentes analistas de la economía colombiana. Al igual que sucedió con la producción de los sectores transables, la producción de no transables estuvo afectada por choques de oferta o discrecionales que explican su menor crecimiento en este período.

#### EXPORTACIONES TOTALES (SERIE DESESTACIONALIZADA)

(Billones de pesos constantes)



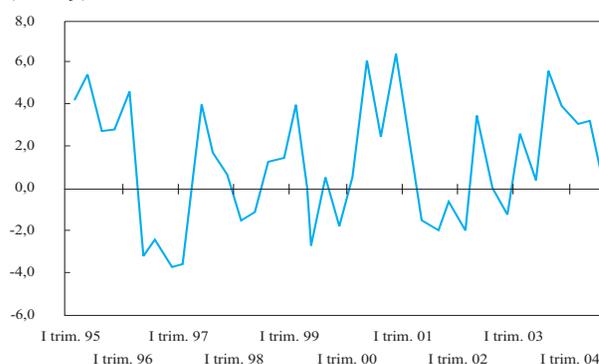
Variación trim. % anualizada	(17,2)	(3,6)	(15,1)	7,8	11,6	8,5	12,2	(10,0)	11,8	27,5	11,5
Variación % anual	(3,4)	(3,9)	(9,5)	(7,6)	(0,4)	2,6	10,0	5,1	5,2	9,5	9,3

I trim. 02 III trim. 02 I trim. 03 III trim. 03 I trim. 04 III trim. 04

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

#### PIB AGROPECUARIO, SILVICULTURA, CAZA Y PESCA (CRECIMIENTO REAL ANUAL)

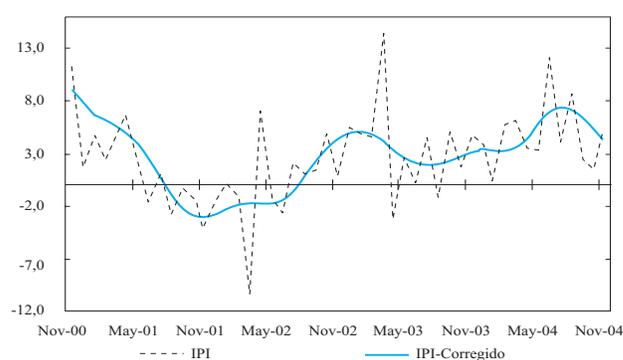
(Porcentaje)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

#### CRECIMIENTO ANUAL DEL IPI Y EL IPI CORREGIDO (COMPONENTE TENDENCIAL Y AJUSTADO POR DÍAS HÁBILES)

(Porcentaje)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 13

INDICADOR DE PEDIDOS DE LA INDUSTRIA DE FEDESARROLLO  
(COMPONENTE TENDENCIAL - BALANCE)

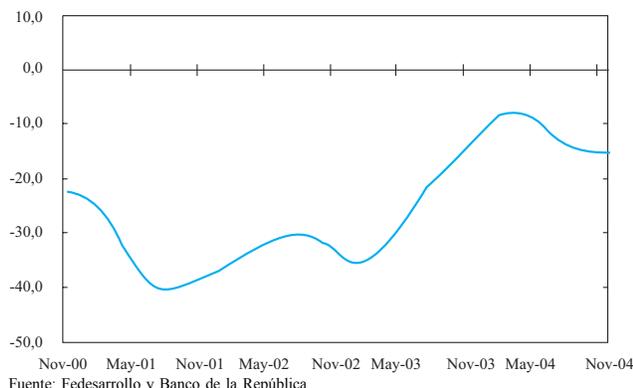
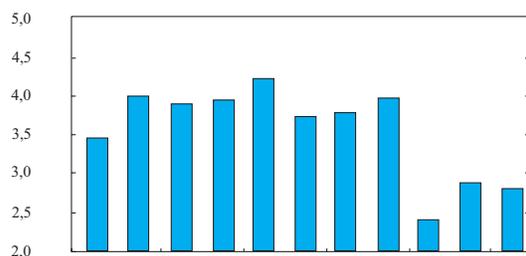


GRÁFICO 14

PIB DE TRABAJOS Y OBRAS DE INGENIERÍA CIVIL  
(SERIE DESESTACIONALIZADA)

(Billones de pesos constantes)



Variación trim. % anualizada	(52,6)	79,8	(12,2)	6,6	31,6	(40,1)	9,0	18,6	(86,0)	100,3	(6,5)
Variación % anual	(10,6)	1,8	(5,5)	(5,5)	22,0	(7,3)	(2,2)	0,5	(42,7)	(22,4)	(25,4)

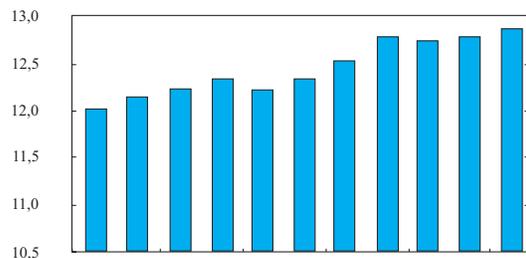
I trim. 02 III trim. 02 I trim. 03 III trim. 03 I trim. 04 III trim. 04

Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 15

CONSUMO DE LOS HOGARES  
(SERIE DESESTACIONALIZADA)

(Billones de pesos constantes)



Variación trim. % anualizada	2,8	4,9	2,6	3,2	(4,3)	4,1	6,8	7,7	(1,2)	1,5	3,4
Variación % anual	2,6	2,9	3,2	3,4	1,6	1,4	2,4	3,5	4,3	3,7	2,8

I trim. 02 III trim. 02 I trim. 03 III trim. 03 I trim. 04 III trim. 04

Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

Esto es particularmente claro cuando se examinan las cifras de crecimiento anual, caso en el cual buena parte de la desaceleración puede explicarse por la contracción del sector de obras civiles. En el tercer trimestre, el PIB de obras civiles mantuvo los bajos niveles que se observaron en la primera mitad del año, contradiciendo así los pronósticos que preveían su recuperación gracias a un mayor dinamismo de la inversión pública (Gráfico 14). Conviene señalar que año corrido a septiembre, el crecimiento del PIB de obras civiles fue de -30,2%, siendo esta una de las menores tasas de crecimiento anual para dicho agregado desde que se llevan registros.

Sin embargo, el menor crecimiento económico en el tercer trimestre también estuvo acompañado de una desaceleración del consumo (en términos de su tasa de crecimiento anual) que no permite descartar un debilitamiento de la demanda de carácter más prolongado (Gráfico 15).

Descomponiendo el consumo, se observa que el menor desempeño descansó en el de bienes no durables y de servicios principalmente, mientras que el de bienes durables y semidurables registró tasas satisfactorias de crecimiento.

Este resultado muestra que, de haber alguna desaceleración del consumo de los hogares, esta situación no constituye un comportamiento general. De hecho, la identificación de las tendencias de esta variable no es clara y depende de la manera como se lea la información. Por ejemplo, con las variaciones trimestrales anualizadas se observa una aceleración desde el primer trimestre de 2004 (Gráfico 15). Así las cosas, conviene esperar las cifras finales de 2004 para confirmar su tendencia.

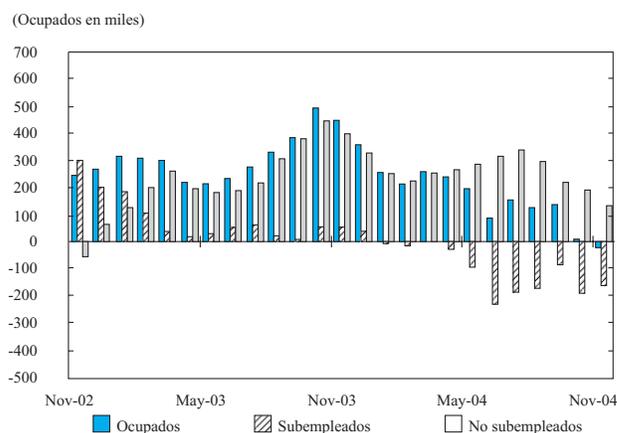
La dinámica del consumo de los hogares está relacionada en forma directa con lo que ocurra en el mercado laboral, y por ello conviene evaluar el comportamiento de los diferentes indicadores en este mercado. Las tendencias a este respecto son una mayor formalización de los ocupados (es decir una menor participación de los trabajadores subempleados en el empleo total) (Gráfico 16) y la caída de la tasa de desempleo sustentada en una oferta laboral que empezó a crecer más lentamente.

A pesar de lo anterior, no se observa un dinamismo en el empleo total, el cual creció 1,5% en promedio en 2004. Con información de la encuesta continua de hogares (ECH) al tercer trimestre de 2004, un análisis de la variación en el número de ocupados en las principales 13 áreas metropolitanas, muestra que el empleo que ha caído en los últimos trimestres corresponde al de personas con edades entre 12 y 17 años y al de mayores de 56, que viven en las ciudades más grandes del país, que consideraban su trabajo mal remunerado y/o en un sector que no correspondía a sus capacidades, o que en general, calificaban como de mala calidad. Los ocupados cayeron en los sectores productivos donde la informalidad es más probable como los servicios comunales y personales y el comercio; sectores en los que se desempeñaban como trabajadores por cuenta propia, trabajadores familiares sin remuneración y/o empleados domésticos.

Además del consumo de los hogares, otros componentes de la demanda también registraron desaceleración en el tercer trimestre de 2004 en términos anuales; estos fueron el consumo del Gobierno y la formación bruta de capital (en este último caso, debido a la inversión en obras civiles y por variación de existencias) (Cuadro 3). Sin

GRÁFICO 16

DESCOMPOSICIÓN DE LA CREACIÓN DE EMPLEO EN 13 CIUDADES



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

CUADRO 3

CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB REAL EN 2004 SEGÚN COMPONENTES DE LA DEMANDA (PORCENTAJES)

	I trim. 2004	II trim. 2004	III trim. 2004
Consumo final	3,8	3,8	2,9
Hogares	4,3	3,7	2,8
Gobierno	2,5	4,4	3,1
Formación bruta de capital	6,4	16,6	7,6
Formación bruta de capital fijo	9,7	13,3	10,6
FBKF sin obras civiles	26,7	23,3	20,0
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	8,6	16,3	3,2
Maquinaria y equipo	12,9	17,7	13,6
Equipo de transporte	(5,5)	33,4	8,1
Construcción y edificaciones	154,2	34,3	53,1
Obras civiles	(42,0)	(22,3)	(25,4)
Variación en existencias	(14,5)	52,7	(12,2)
<b>Demanda interna</b>	<b>4,3</b>	<b>5,9</b>	<b>3,7</b>
Exportaciones totales	5,2	9,5	9,3
Importaciones totales	7,4	17,1	15,8
<b>PIB</b>	<b>3,9</b>	<b>4,6</b>	<b>2,5</b>

Fuente: DANE, cálculos Banco de la República.

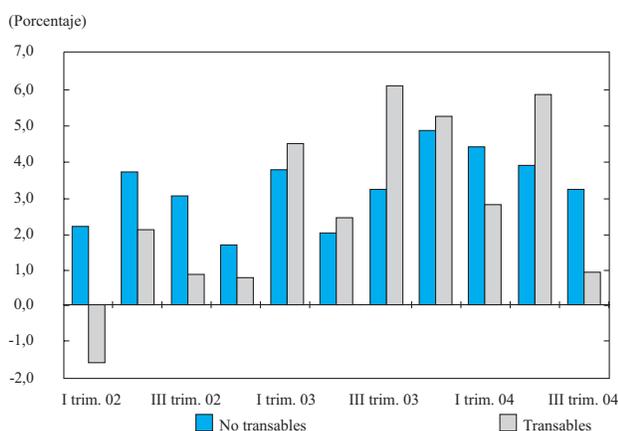
*El mercado laboral muestra una mayor formalización del empleo y una caída en la tasa de desempleo.*

embargo, el componente privado de la formación bruta de capital fijo continuó creciendo a ritmos importantes.

Desde el punto de vista de la oferta, la mayor desaceleración en el tercer trimestre tuvo lugar en el PIB transable, especialmente de minería y sector agropecuario (Gráfico 17). En el caso del PIB no transable, la desaceleración se concentró en los subsectores de obras civiles y servicios del Gobierno, los cuales descendieron 0,2% en tasas anuales, mientras que el resto de subsectores no transables crecían a una tasa de 5,5%.

GRÁFICO 17

**CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB REAL  
SECTORES TRANSABLE Y NO TRANSABLE**



Fuente: DANE y cálculos del Banco de la República.

**E. AGREGADOS MONETARIOS, CRÉDITO  
Y TASAS DE INTERÉS**

Durante 2004 los agregados monetarios más líquidos (M1 y base monetaria) se expandieron a tasas superiores al crecimiento del PIB nominal, sin que se observara una aceleración en la última parte del año. En efecto, aunque el 60% de la liquidez de fin de año se otorgó a través de compras netas de reservas internacionales (Cuadro 4), la expansión monetaria ha sido coherente con el programa monetario, ello fue posible gracias a la disminución del saldo de Repos netos y el aumento en los depósitos del Gobierno en el Banco de la República.

CUADRO 4

**FUENTES DE BASE MONETARIA 2004  
(FLUJO EN MILES DE MILLONES DE PESOS)**

Concepto	IV trimestre 2004	Total 2004
Gobierno	1.502	(2.842)
Traslado utilidades en pesos	0	803
Traslado utilidades en dólares		
Inversiones en TES 1/	1.502	(3.645)
Repos expansión 2/	235	(1.086)
Omas de contracción	62	28
Compra neta de divisas	3.058	6.299
Otros	6	248
Total fuentes	4.863	2.647
Saldo base monetaria	19.262	19.262
Base monetaria septiembre 30 de 2004	14.399	
Base monetaria diciembre 31 de 2003		16.615

1/ Incluye compras, ventas, vencimientos y depósitos en la TGN.

2/ Incluye Repos de mediano plazo por \$1.300 a 60 días(\$800 mm) y a 90 días (\$500 mm).

Fuente: DANE, cálculos Banco de la República.

Por su parte, el ahorro financiero (M3) aceleró su crecimiento en diciembre (Gráfico 18), destacándose el crecimiento del ahorro público que, acumulado a noviembre, crecía en promedio 31,5% frente a igual período del año anterior (*versus* un crecimiento de 9,4% del M3 privado).

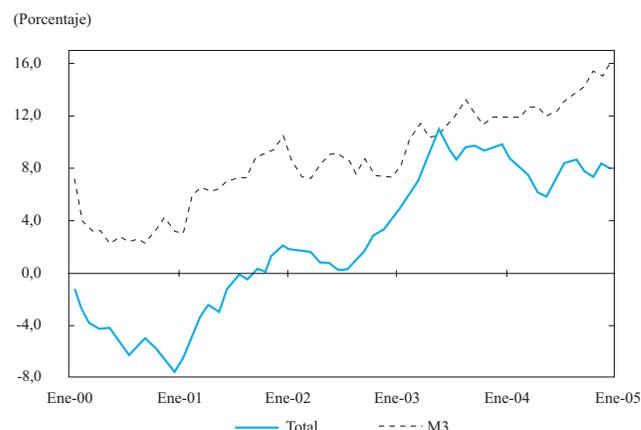
Aunque la cartera bruta total sin FEN redujo levemente su crecimiento (de 8,5% anual en noviembre a 8% en diciembre), la desaceleración se explica por la evolución del crédito hipotecario, y en particular por las titularizaciones de cartera hipotecaria efectuadas en diciembre (la cartera ajustada por titularizaciones y otros crecía 10,5% en diciembre)<sup>2</sup>. Por el contrario, el crédito de consumo y el comercial continuaron su senda ascendente de crecimiento.

Las condiciones de financiamiento del sector privado en 2004 se vieron favorecidas por la emisión a través de bonos y de otros papeles comerciales, los cuales continuaron ganando participación como fuentes de recursos de las empresas (Cuadro 5).

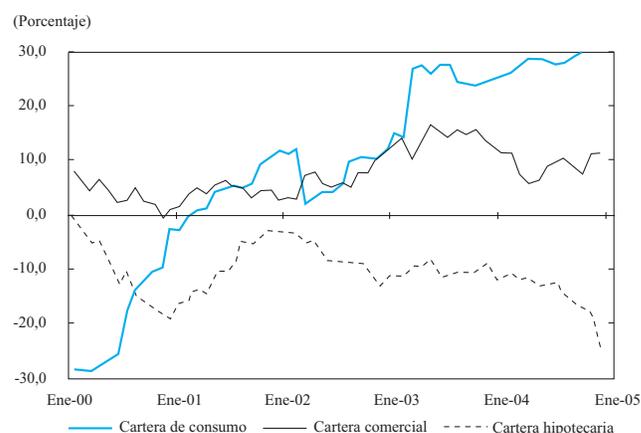
Las amplias condiciones de liquidez de la economía permitieron que la TIB descendiera cerca de 50 pb desde finales del año, de los cuales 25 pb se explican por la reducción de las tasas de intervención del Banco de la República (capítulo sobre Decisiones de política monetaria en los últimos tres meses). Al mismo

<sup>2</sup> Cifra provisional.

**CARTERA BRUTA NOMINAL (\*) Y M3  
(CRECIMIENTO ANUAL)**



**CARTERA BRUTA POR TIPO DE CRÉDITO  
(CRECIMIENTO ANUAL)**



(\*) En M / L excluyendo FEN.

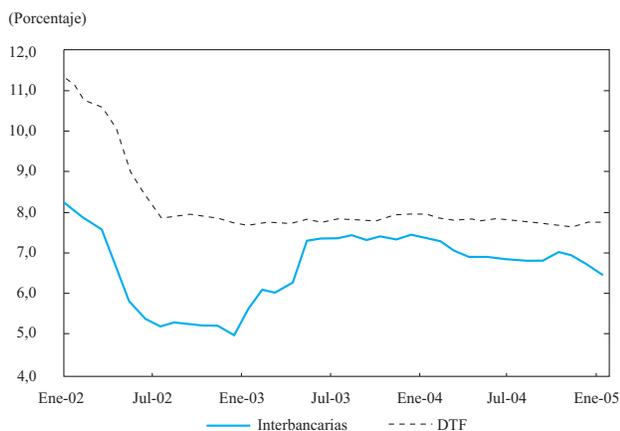
Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República.

**PASIVOS DE LAS ENTIDADES NO FINANCIERAS REGISTRADAS EN SUPERINTENDENCIA DE VALORES  
(MILES DE MILLONES DE PESOS)**

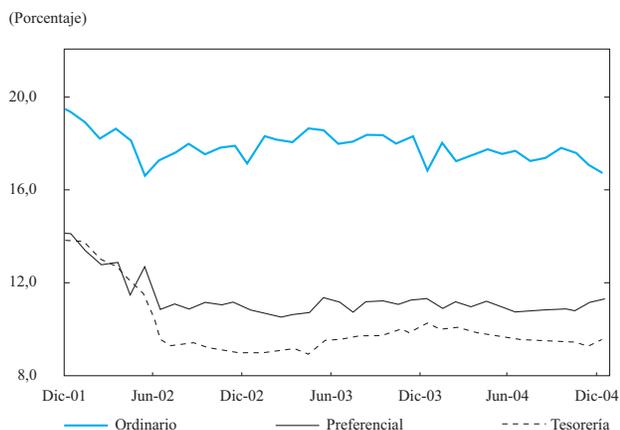
Descripción	2001	2002	2003	2004		
				I trim.	II trim.	III trim.
<b>Niveles</b>						
Obligaciones financieras totales	6.673	8.516	7.686	7.537	7.650	6.972
Bonos y papeles comerciales totales	1.107	2.305	3.804	3.717	3.967	4.375
Cartera comercial	24.876	27.816	31.296	30.873	32.337	33.010
Bonos más cartera comercial	25.983	30.122	35.101	34.591	36.305	37.385
<b>Como porcentaje del pasivo</b>						
Obligaciones financieras totales	49,0	50,0	42,0	40,2	40,3	36,9
Bonos y papeles comerciales totales	8,1	13,5	20,8	19,8	20,9	23,1
<b>Como porcentaje de la cartera comercial</b>						
Bonos y papeles comerciales totales	4,4	8,3	12,2	12,0	12,3	13,3

Fuente: Superintendencia de Valores, cálculos del Banco de la República.

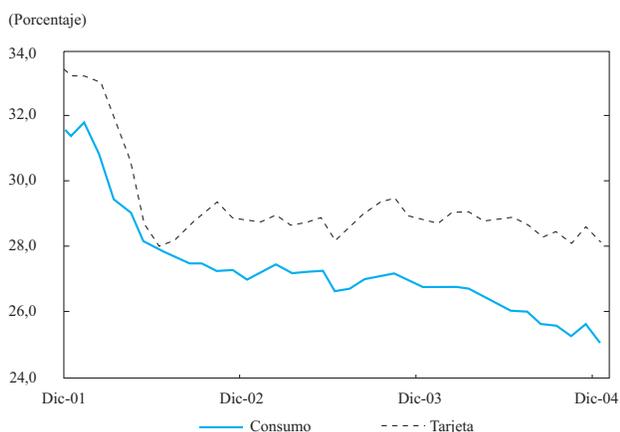
TASAS DE INTERÉS DTF E INTERBANCARIA



TASA DE ÍTERÉS NOMINAL POR TIPO DE COLOCACIÓN



TASA DE INTERÉS NOMINAL POR TIPO DE COLOCACIÓN



Fuente: Banco de la República.

tiempo, la tasa de captación DTF se mantuvo relativamente estable, mientras que las de colocación nominales cayeron o permanecieron constantes durante el trimestre (Gráfico 19).

Finalmente, en diciembre y lo transcurrido de enero las tasas de los TES continuaron cayendo, en especial en el tramo corto de la curva de rendimientos. Las tasas de los títulos con vencimientos en marzo de 2005 y 2012 alcanzaron su menor nivel desde octubre de 2002 (Gráfico 20).

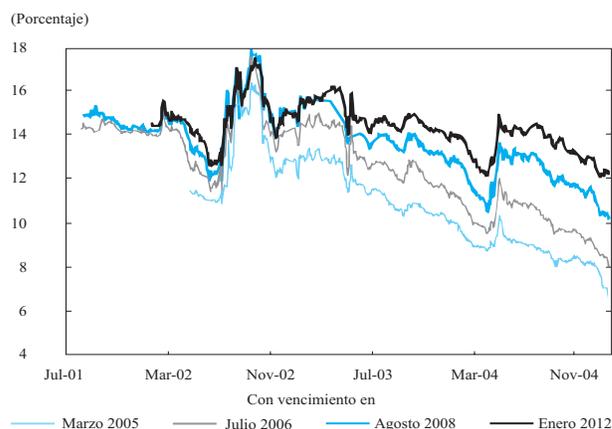
F. BRECHA DEL PRODUCTO

La estabilidad que se observa desde julio de 2004 en la inflación básica de no transables indicaría que la brecha del producto tuvo un cierre, el año pasado, más lento de lo que se preveía en informes precedentes<sup>3</sup>.

Dada la información de crecimiento del PIB, al tercer trimestre, se modificaron las proyecciones de crecimiento para el año completo de 4,0% a 3,6%. Este menor crecimiento proyectado tuvo efectos sobre las mediciones de la brecha del producto, variable sobre la cual existe una alta incertidumbre.

<sup>3</sup> Este resultado también puede explicarse por una reducción en las expectativas de inflación sin cambios importantes en la brecha del producto.

TASAS DE INTERÉS DE TES (\*) EN EL MERCADO SECUNDARIO



(\*) Información a enero 26 de 2005.

Fuente: Banco de la República.

Para evaluar los posibles cambios en la brecha se deben analizar las variables que la determinan, como son la dinámica de la oferta laboral, la utilización de la capacidad, la inversión y el crecimiento de la productividad.

La información del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) sobre el mercado laboral indicaría un acercamiento paulatino de la tasa de desempleo a la Nairu<sup>4</sup>. De otra parte, los indicadores de utilización de la capacidad instalada de la Asociación Nacional de Industriales (ANDI) y de Fedesarrollo se encuentran estacionados en niveles próximos a los históricos y a la Naicu<sup>5</sup> (Gráfico 21).

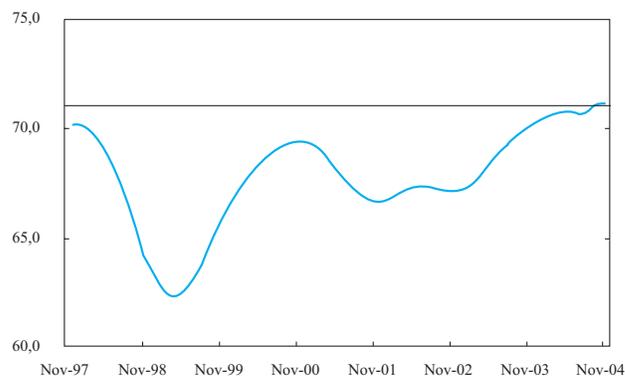
Otro factor que se ha de tener en cuenta es la reducción de la tasa de participación laboral (o tasa global de participación, TGP) a lo largo de 2004. Ella indicaría una reducción en la oferta laboral que afectaría negativamente el crecimiento del “producto potencial”. Sin embargo, como se mencionó anteriormente, esa reducción proviene sobre todo de la disminución en el número de personas vinculadas al mercado laboral en segmentos informales, y de jóvenes entre 12 y 17 años que dejan de trabajar. Dados los bajos niveles de productividad que caracterizan estos segmentos, no creemos que la disminución de la TGP afecte negativamente el crecimiento del “PIB potencial”<sup>6</sup>.

Por otro lado, pese a que buena parte de la desaceleración en el tercer trimestre de 2004 se podría atribuir a factores de oferta, no se puede descartar una desaceleración más permanente de la demanda interna, como ya se indicó.

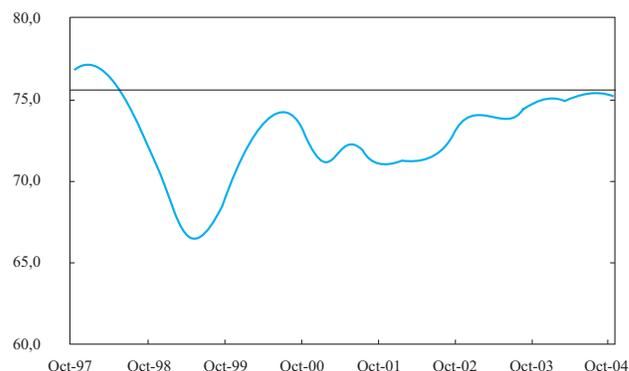
La expansión de la inversión desde 2003 ha sido importante, como lo muestra el Cuadro 6, especialmente la inversión en construcción (con un crecimiento pro-

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

##### FEDESARROLLO



##### ANDI



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

#### CUADRO 6

##### FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO PRIVADO (CRECIMIENTO ANUAL PROMEDIO ENTRE MARZO DE 2003 Y SEPTIEMBRE DE 2004)

Agropecuaria, silvicultura, caza y pesca	6,3
Maquinaria y equipo	18,6
Equipo de transporte	10,7
Construcción y edificaciones	36,8

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

<sup>4</sup> Por su sigla en inglés *Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment*. Se refiere a la tasa de desempleo a partir del cual las reducciones adicionales podrían ser inflacionarias. Para Colombia, estudios recientes estiman una tasa NAIRU de 13,6% para 2004, véase Julio, J. M. (2001) “How Uncertain are Nairu Estimates in Colombia?”, en Borradores de Economía, *Banco de la República*, No. 184, septiembre.

<sup>5</sup> Por su sigla en inglés *Non-Accelerating Inflation Capacity Utilization*. Se refiere al umbral de utilización de capacidad instalada por encima del cual algunos aumentos adicionales podrían ser inflacionarios.

<sup>6</sup> En el mismo sentido, el mayor aumento de la TGP tuvo lugar con la crisis que vio crecer el número de personas vinculadas a actividades de muy baja remuneración y productividad, sin que ello significara, probablemente, un mayor crecimiento potencial de la economía.

medio de 37%), y en maquinaria y equipo (crecimiento promedio de 19%). En conjunto, la formación bruta de capital fijo por parte del sector privado se expandió en promedio 19,3%, en los dos últimos años.

La estimación de la evolución de la brecha del producto para 2004 y 2005 se hizo con base en las anteriores variables y en los indicadores de productividad disponibles. La nueva estimación arrojó un cierre de la brecha de 0,4% del PIB potencial en 2004, (en septiembre se había estimado en 0,7%). Para 2005, se estimó un cierre aun inferior, lo que por el momento reduciría las presiones inflacionarias de demanda (Gráfico 22).

## G. SITUACIÓN INFLACIONARIA

### 1. La inflación en 2004

En 2004 la inflación anual al consumidor fue de 5,5%, en el punto central del rango-meta fijado por el Banco entre 5% y 6% (Gráfico 23). La inflación se redujo 99 pb frente al valor registrado en diciembre de 2003. La reducción de la inflación al consumidor se debe a una caída pronunciada en la inflación sin alimentos al consumidor, la cual pasó de 7,0% en diciembre de 2003 a 5,5% en diciembre de 2004 (Gráfico 24). Por su parte, la inflación de alimentos se mantuvo cercana al valor registrado en diciembre de 2003 (5,3% frente a 5,4% en diciembre de 2004).

La reducción en la inflación sin alimentos se debe principalmente a la experimentada en la de los bienes transables y de los bienes y servicios regulados. Para diciembre de 2003 la inflación de transables se situaba en 7,0% cerrando en 3,5% en igual mes de 2004 (Gráfico 25). Por su parte, la inflación de los regulados en diciembre de 2004 se situó en 10,2% reduciéndose desde 14,8% en diciembre de 2003 (Gráfico 26). La reducción de la inflación sin alimentos se logró pese a un repunte en la inflación de los bienes y servicios no transables que pasó de 4,2% en diciembre de 2003 a 5,3% en diciembre 2004 (Gráfico 27).

La reducción de la inflación de transables estuvo estrechamente ligada a la apreciación del tipo (apreciación de 14% nominal). Los items que registraron mayores reducciones dentro de los transables fueron vehículos, teléfono residencial y medicinas. La disminución de la inflación de transables se concentró en la primera mitad del año. Durante el segundo semestre, aunque siguió observándose una reducción, esta fue menos notoria. Sin embargo, dada la fuerte apreciación del peso en el último trimestre se puede esperar reducciones importantes en los primeros meses de 2005.

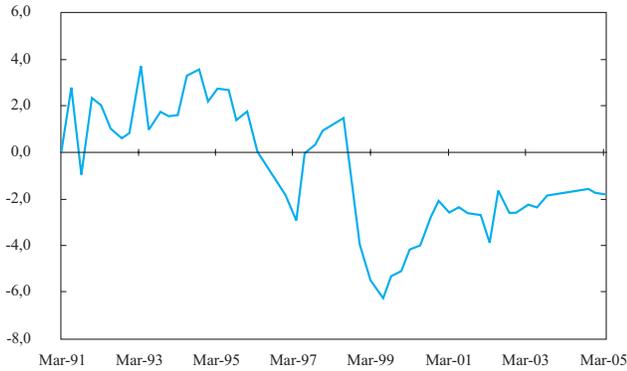
*La reducción de la  
inflación sin alimentos  
se logró pese a un  
repunte en la inflación  
de los bienes y servicios  
no transables.*

Por su parte, la reducción en la inflación de regulados obedeció a una disminución marcada en sus tres componentes: combustibles, servicios públicos y transporte público. La caída más fuerte se presentó en servicios públicos, pasando de una inflación de 14,5% en diciembre 2003 a 6,7% en igual mes de 2004. Los tres

GRÁFICO 22

**BRECHA DEL PRODUCTO**

(Porcentaje del PIB potencial)

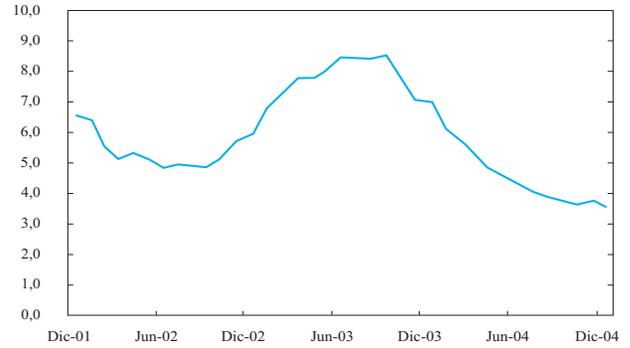


Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 25

**IPC DE TRANSABLES EXCLUYENDO ALIMENTOS Y REGULADOS (VARIACIÓN ANUAL)**

(Porcentaje)

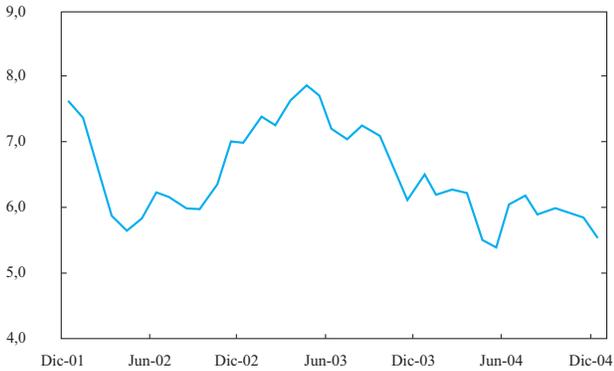


Fuente: DANE, cálculos Banco de la República.

GRÁFICO 23

**INFLACIÓN ANUAL AL CONSUMIDOR**

(Porcentaje)

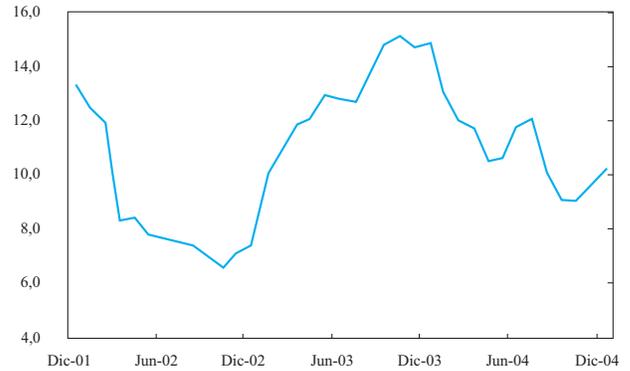


Fuente: DANE.

GRÁFICO 26

**IPC DE REGULADOS 1/ SIN ALIMENTOS (VARIACIÓN ANUAL)**

(Porcentaje)

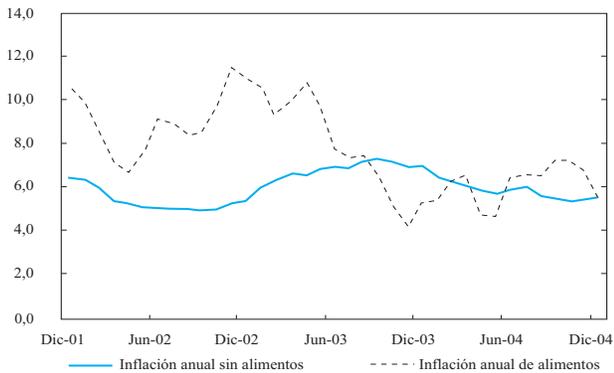


1/ Acueducto, alcantarillado, energía eléctrica, gas, combustible y transporte público.  
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 24

**IPC SIN ALIMENTOS (VARIACIÓN ANUAL)**

(Porcentaje)

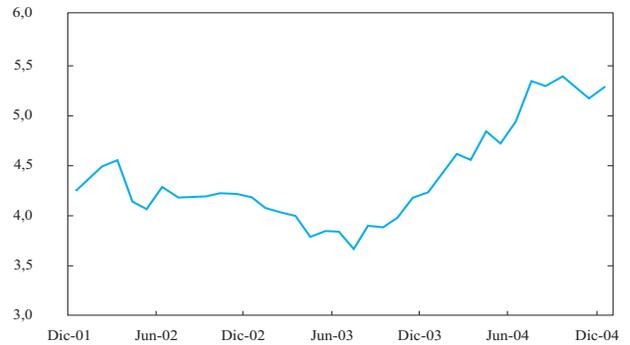


Fuente: DANE, cálculos Banco de la República.

GRÁFICO 27

**IPC DE NO TRANSABLES EXCLUYENDO ALIMENTOS Y REGULADOS (VARIACIÓN ANUAL)**

(Porcentaje)



Fuente: DANE, cálculos Banco de la República.

*La estabilidad de la inflación de no transables en el segundo semestre de 2004 sugiere menores presiones de demanda.*

servicios domiciliarios, gas, energía y acueducto, presentaron reducciones en sus inflaciones siendo la de gas la más considerable (1.360 pb) seguida de la de acueducto (741 pb). En cuanto a combustibles, el incremento observado en 2004 fue menor que el de 2003 a pesar del aumento de los precios internacionales, debido a la apreciación del peso. De otro lado, el transporte público mostró una reducción de 204 pb entre 2004 y 2003.

En cuanto a los otros dos grandes componentes del índice de precios al consumidor (IPC), no transables y alimentos, su desempeño fue menos favorable, sugiriendo algunas presiones inflacionarias. La inflación de no transables pasó de 4,2% en diciembre de 2003 a 5,3% en diciembre de 2004 (Gráfico 27). Este incremento se concentró en la primera mitad del año, (incluido el mes de julio) cuando la inflación anual registró 5,3%. A partir de agosto, sin embargo, dicho indicador mostró una relativa estabilidad.

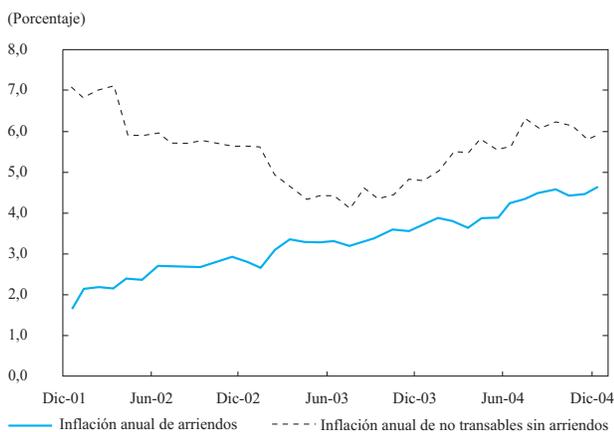
El aumento de la inflación de no transables en el primer semestre obedeció principalmente a la aceleración de la inflación de arriendos, la cual pasó de 3,7% en diciembre de 2003 a 4,4% en julio de 2004, finalizando en 4,6% en diciembre de 2004 (Gráfico 28). En el resto de no transables (excluyendo arriendos), la inflación también presentó un fuerte repunte desde 4,8% en diciembre de 2003 hasta su valor máximo este año, en julio, de 6,3%, terminando el año en 5,9%.

En su momento, el repunte de la inflación de este grupo sugirió la existencia de presiones de demanda, que, sin embargo, se habrían mitigado en la segunda mitad del año. Además de arriendos, los items que registraron mayores alzas fueron los servicios como lavandería y servicios bancarios. Dentro del grupo de los no transables cabe resaltar que el subgrupo de “vivienda no transable” fue el único que presentó una reducción en su inflación pasando de 5,6% en diciembre de 2003 a 3,3% en igual mes de 2004 (debido a que no se registraron grandes incrementos en el servicio doméstico, como sí sucedió en 2003).

Por último, la inflación de alimentos pasó de 5,3% en diciembre de 2003 a 5,4% en diciembre de 2004 (Gráfico 24). Sin embargo, la inflación de alimentos logró un mínimo de 4,7% en mayo y un máximo de 7,2% en octubre; este último ocasionado por un fuerte incremento en los alimentos perecederos a causa del paro de transporte del mes de septiembre y principios de octubre. A finales de año hubo una fuerte corrección a la baja en los perecederos. Cabe señalar que las menores presiones inflacionarias en este frente se concentraron en los productos alimenticios procesados y transables, los cuales han reducido su inflación gracias a la fuerte apreciación y a la reducción en los precios internacionales.

GRÁFICO 28

**IPC DE ARRIENDOS Y DE RESTO DE NO TRANSABLES (VARIACIÓN ANUAL)**



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

## 2. La inflación en el cuarto trimestre

En diciembre, la inflación anual al consumidor fue de 5,5%, inferior a la registrada en septiembre y junio (6% y 6,1%) en su orden (Gráfico 23). La reducción en la inflación se debió a una fuerte corrección de la inflación de alimentos, que se encontraba en niveles elevados, en parte, por el paro de transporte que se registró en el anterior trimestre. La inflación de alimentos pasó de 7,2% en septiembre a 5,4% en diciembre (Gráfico 24). Por otra parte, la inflación sin alimentos presentó un leve repunte en diciembre, ubicándose en 5,5% frente a 5,4% en septiembre (Gráfico 25).

Los resultados de la inflación sin alimentos fueron superiores en 0,1 puntos porcentuales (pp) a los pronósticos realizados por el Banco para el informe de septiembre, mientras que los resultados de la inflación de alimentos fueron inferiores a los pronósticos en 1,2 pp. En el agregado, la inflación total al consumidor fue sobrestimada por el Banco en 0,3 pp.

Por su parte, la inflación básica permaneció estable en el cuarto trimestre con una leve reducción en octubre (Gráfico 29). El promedio de los tres indicadores utilizados por el Banco (inflación sin alimentos, núcleo 20 e inflación sin alimentos primarios, servicios públicos y combustibles) se situó en 5,3%, su más bajo nivel en lo que va del año y cercano a su menor nivel histórico en septiembre de 2002 de 5,14%.

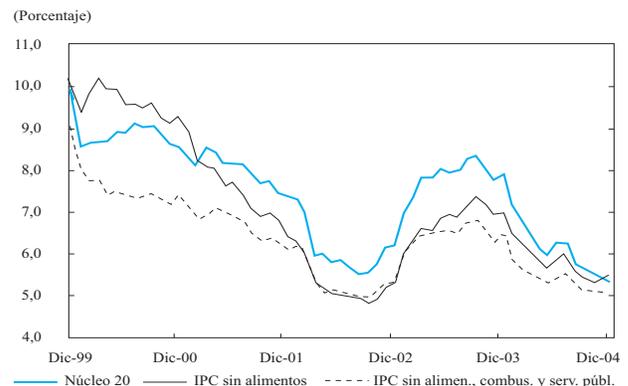
La reducción en la inflación de alimentos se logró por una importante disminución en la de los alimentos perecederos como las hortalizas y legumbres (15,2% en septiembre a -2,1% en diciembre), y frutas (18,4% en septiembre a 7,9% en diciembre), reduciendo la inflación de este grupo de 8,6% en septiembre a 5,6% en diciembre. Por otra parte, la inflación de alimentos procesados continuó cayendo, ubicándose en 4,3% en diciembre frente a 7,6% en septiembre. La baja en este grupo de alimentos se ha logrado gracias a un fuerte efecto de la apreciación y de los precios internacionales de algunos de los alimentos allí incluidos.

Por otro lado, la inflación sin alimentos señaló un leve repunte en el último trimestre debido a un fuerte aumento en la inflación de regulados, pasando de 9,1% en septiembre a 10,2% en diciembre (Gráfico 26). El repunte se debió principalmente a incrementos en combustibles (de 15,9% en septiembre a 16,9% en diciembre) y transporte público (de 8,3% en septiembre a 11% en diciembre). El incremento en transporte público se debió a un alza importante en los pasajes de buseta y transporte intermunicipal. Por otra parte, los servicios públicos continuaron presentando reducciones en su inflación en el cuarto trimestre.

La inflación sin alimentos de transables continuó la senda decreciente en el cuarto trimestre con una inflación

GRÁFICO 29

### INDICADORES DE INFLACIÓN BÁSICA (VARIACIÓN ANUAL)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

*La inflación de transables continuó disminuyendo en el cuarto trimestre debido a la apreciación del tipo de cambio.*

de 3,5% en diciembre, frente a 3,8% en septiembre (Gráfico 25), debido principalmente a la apreciación del tipo de cambio. Sin embargo, esta inflación no parece haber respondido a la reciente apreciación del tipo de cambio, sobre todo porque se presentaron incrementos en algunos rubros en el interior de este grupo, como tiquetes aéreos que pasaron de 1,4% en septiembre a 12,7% en diciembre.

La inflación sin alimentos de no transables al consumidor evidenció una leve caída en el cuarto trimestre pasando de 5,4% en septiembre a 5,3% en diciembre (Gráfico 27). Esta reducción se logró principalmente a una caída en la inflación de servicio doméstico de 5,8% en septiembre a 3,1% en diciembre y en la inflación de diversión, cultura y esparcimiento de no transable, pasando de 8,3% en septiembre a 7,4% en diciembre. Sin embargo, los demás subgrupos que componen los bienes no transables señalaron incrementos leves, en promedio de 20 pb, para el último trimestre.

ALGUNOS DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN DE ARRIENDOS EN LOS ÚLTIMOS AÑOS

Los arriendos constituyen el rubro de gasto de mayor participación en el índice de precios al consumidor (IPC) (20,7%). Su importancia en otras medidas de costo de vida es mayor aún, si se tiene en cuenta que representa el 56,2% del gasto en bienes y servicios no transables y el 29% del IPC sin alimentos.

La inflación nacional de arriendos ha venido aumentando de manera sostenida desde el primer semestre de 2001, después de un prolongado período de descenso (1994-2001). A diciembre de 2004, la inflación de arriendos fue de 4,7%, lo cual representa un incremento significativo frente a la observada en diciembre de 2002 y 2003 (2,8% y 3,7%, respectivamente). No obstante, este nivel es todavía inferior a la inflación total, lo cual implica que el precio relativo de los arriendos aún continúa reduciéndose (gráficos R1.1 y R1.2).

GRÁFICO R1.1  
INFLACIÓN ANUAL DE ARRIENDOS (IPC)



Fuente: DANE.

GRÁFICO R1.2  
PRECIO RELATIVO DE ARRIENDOS



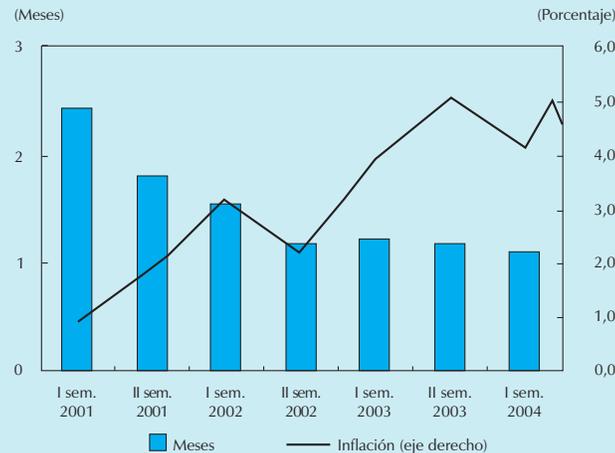
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

La base de elaboración del IPC de arriendos es una encuesta permanente, basada en una muestra probabilística, en la cual se les pregunta a los inquilinos el monto del alquiler que pagan por sus viviendas. En la actualidad, la encuesta consulta a hogares de estratos bajos, medios y altos<sup>1</sup>.

De acuerdo con la teoría económica, los altos costos de adquisición de una vivienda propia se traducen en la existencia de un amplio mercado de alquileres. El mecanismo de ajuste de los precios en el mercado de arriendos funciona de una típica manera de saldos y flujos. Es decir, la oferta de servicios de alquiler, en un momento dado del tiempo, es igual a la oferta en el período anterior más la vivienda nueva disponible para arrendar durante el período, menos los servicios de arriendo removidos por la demolición o depreciación de las viviendas usadas (Gráfico R1.3).

<sup>1</sup> El análisis de la información muestra que no existen diferencias importantes en el comportamiento de la inflación por niveles de ingreso.

**GRÁFICO R1.3**  
**TIEMPO PROMEDIO PARA ARRENDAR UN INMUEBLE**  
**E INFLACIÓN DE ARRIENDOS PARA BOGOTÁ**



Fuente: Lonja de propiedad raíz de Bogotá, DANE.

La demanda de servicios de alquiler depende, entre otros: del ingreso real disponible, precio del alquiler, el costo de ocupar la vivienda propia, la tasa de interés y la disponibilidad de créditos hipotecarios. Las variables demográficas (número de familias y composición de las mismas) también afectan la demanda de servicios de alquiler.

Por su parte, la oferta de servicios de alquiler está determinada por el *stock* de viviendas ofrecidas en arriendo en un momento dado del tiempo, y depende de factores tales como el costo del capital, la tasa de depreciación, los costos de mantenimiento y las tasas de ganancias de capital. Dados los rezagos entre la construcción de nuevas viviendas y el momento en que estas ingresan al mercado, es razonable suponer que la oferta de viviendas en alquiler, en el corto y mediano plazos, es inelástica al precio del arriendo.

Los modelos más simples suponen que los arriendos y tasas de vacancia (por esta se entiende el número de viviendas desocupadas como proporción del total de viviendas en el mercado de alquileres) se desvían de sus valores de equilibrio durante períodos de tiempo considerables, al ser este un mercado caracterizado por un gran número de fricciones que retardan su ajuste.

Cuando el precio de los arriendos y la tasa de vacancia están por debajo de su nivel de equilibrio, el exceso de demanda de viviendas en alquiler, reflejado en el bajo nivel de la tasa de vacancia, generará presiones al alza en los alquileres. De manera análoga, si los arriendos y la tasa de vacancia están por encima de sus niveles de equilibrio, el exceso de oferta de viviendas en arriendo presionará los alquileres a la baja.

El enfoque principal de los modelos empíricos de la inflación de arriendos ha sido, entonces, explicarla en función de desviaciones de la tasa de vacancia de su valor de equilibrio (Rosen y Smith (1983)). Los modelos más recientes (Hendershott et al. (2000)) incluyen variables adicionales como el costo de uso del capital, la tasa de depreciación

y la tasa de gastos de operación, y utilizan especificaciones dinámicas más elaboradas, como modelos de corrección de errores.

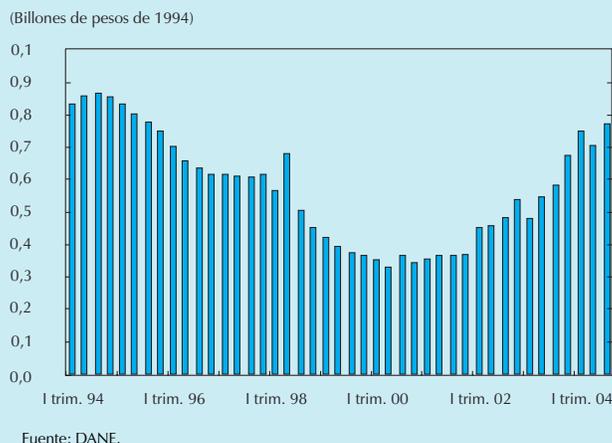
Infortunadamente no es factible la estimación de un modelo de este tipo para Colombia, ya que no existen estimativos de la tasa de vacancia en el país. Sin embargo, un indicador cercano, y que podría dar algunas señales acerca del nivel de holgura en el mercado de arriendos, es el calculado por la Lonja de Propiedad Raíz de Bogotá a partir de su encuesta semestral entre sus afiliados. En dicha encuesta se consulta sobre el tiempo promedio requerido para arrendar un inmueble en Bogotá (Gráfico R1.3)<sup>2</sup>.

Este indicador muestra que, desde el segundo trimestre del año 2001, el tiempo promedio requerido para arrendar un inmueble ha disminuído, pasando de 2,5 meses en 2001 a 1,2 meses en los últimos años, lo cual indica que el nivel de holgura en este mercado se ha reducido de manera significativa. Paralelamente a la caída en este indicador se ha registrado un repunte en la inflación de arriendos, lo cual podría estar reflejando una reducción de los excesos de oferta en el sector.

Algunos factores que pueden explicar el incremento en la demanda de servicios de alquiler de vivienda en Colombia, y por ende, el aumento en la inflación de arriendos, son el saneamiento del balance de los hogares y el mejoramiento de su ingreso que ha tenido lugar en los últimos años. Este hecho le habría permitido a los arrendadores pasar mayores incrementos en los alquileres a los arrendatarios.

A pesar de lo anterior, en los próximos trimestres no deberían observarse presiones excesivas sobre los arriendos, dado que la oferta inmobiliaria ha venido aumentando de manera sostenida por cerca de tres años consecutivos. De acuerdo con las cifras de PIB de edificaciones del DANE, la oferta de vivienda nueva en 2004, aunque todavía inferior a la observada a mediados de los noventa, se recuperó notablemente frente a los bajos niveles del período de 1999 a 2001 (Gráfico R1.4).

**GRÁFICO R1.4**  
**PIB CONSTRUCCIÓN Y EDIFICACIONES**



<sup>2</sup> Bogotá representa el 46% del IPC.

## REFERENCIAS

Rosen, Kenneth T.; Lawrence B. Smith (1983). "The Price-Adjustment Process for Rental Housing and the Natural Vacancy Rate", en *American Economic Review*, Vol. 73, No. 4, pp. 779-786.

Hendershott, Patric H.; Bryan D. MacGregor; Raymond Y. C. Tse (2000). "Estimating the Rental Adjustment Process", en *NBER*, documento de trabajo, No. 7912.

## II. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS

*Los pronósticos del modelo central muestran una reducción de las presiones inflacionarias para 2005 y 2006 como resultado de la mayor apreciación acumulada y del menor crecimiento observado y previsto.*

El contexto externo estará determinado principalmente por la incertidumbre en torno a la posición del dólar frente a otras monedas. En un escenario de ajuste gradual de los desbalances macroeconómicos en los Estados Unidos, se presentarían aumentos paulatinos en las tasas de interés de corto plazo de la Fed y reducciones moderadas en el crecimiento mundial y en los precios de los productos básicos. En este escenario continuarían las entradas de capitales a las economías emergentes, tanto en IED como en flujos de portafolio.

Para este informe se espera una recuperación en el ritmo de crecimiento económico en el cuarto trimestre de 2004 frente a lo observado en el tercer trimestre. Sin embargo, el desempeño económico en 2005 probablemente será inferior al que mostró la economía entre el segundo semestre de 2003 y el primer semestre de 2004. Bajo un entorno externo de menor crecimiento y términos de intercambio más bajos, el crecimiento en 2005 descansará principalmente en la absorción doméstica, con una menor absorción externa de la producción.

La mayor apreciación observada en 2004 y la estabilidad cambiaria esperada para 2005; la posible ampliación de la brecha del producto, y la baja en las expectativas de inflación serían coherentes con la aplicación de una política monetaria más holgada que la que se previó en los informes anteriores.

### A. CRECIMIENTO, PRECIOS Y TASAS DE INTERÉS INTERNACIONALES

Las perspectivas de crecimiento para 2005 siguen siendo favorables aunque moderadas con respecto al observado durante 2004. La posible persistencia de altos niveles en los precios del petróleo y los ajustes en los desequilibrios de la economía norteamericana son el principal riesgo para el crecimiento mundial durante este año.

En 2005 la economía, norteamericana continuará liderando el crecimiento mundial. De acuerdo con el consenso de los analistas internacionales, la economía de los Estados Unidos se expandiría a una tasa anual de 3,5% en 2005, menor que la estimada para 2004 (4,4%), pero de todas maneras satisfactoria, dado su crecimiento promedio histórico (Cuadro 7). Se espera que la producción industrial siga presentando un sólido comportamiento, al igual que la inversión privada. Sin embargo, el consumo privado podría desacelerarse como resultado de mayores tasas de interés acordes con una política monetaria menos holgada.

Para la zona del euro, los pronósticos de los analistas siguen siendo moderados y menores que los esperados hace tres meses. Si bien para 2004 el crecimiento estimado aumentó (de 1,6% en el *Informe sobre Inflación* de septiembre a 1,8% en la actualidad), para 2005 los pronósticos se redujeron. En este informe se prevé una expansión de 1,9%, bastante inferior al del anterior, de 2,4% (Cuadro 7). Según el Banco Central Europeo, para los próximos dos años no se espera una recuperación importante de la actividad económica, debido, entre otras causas, a los altos precios del petróleo. Sin embargo, la amplia disponibilidad de financiamiento respaldada en unas muy bajas tasas de interés debería dar algún impulso a la inversión y al consumo privado.

De acuerdo con los analistas externos, un riesgo importante para el crecimiento en Europa en el mediano plazo, lo constituye el actual nivel del tipo de cambio y la posibilidad de que la tendencia hacia la apreciación del euro frente al dólar continúe en 2005. A lo anterior, se suma la falta de un mayor saneamiento presupuestario por parte de los gobiernos y el retraso en la aplicación de reformas estructurales que se requerirían para impulsar el crecimiento de largo plazo.

Respecto a Japón, sus perspectivas para 2005 son ahora mucho menos alentadoras que lo esperado en el informe de septiembre. Para este año, se espera que el crecimiento sea de sólo 1,5% (Cuadro 7). La menor demanda externa, las actuales presiones a la apreciación del yen con respecto al dólar, y las presiones deflacionistas son los mayores riesgos de crecimiento para la economía japonesa en los próximos trimestres. De ahí que el crecimiento para 2005 dependa en gran parte del consumo, el cual se ha favorecido por el mejoramiento en las condiciones del mercado laboral, pero podría verse afectado por un posible incremento en los impuestos en el mediano plazo.

En este escenario de menor crecimiento global y profundos desequilibrios macroeconómicos en los Estados Unidos, se espera que la Fed continúe con su política de incremento gradual de sus tasas de interés de referencia. El ajuste en las tasas en 2005 podría totalizar entre 125 y 150 pb, con lo cual, las tasas de referencia

CUADRO 7

PRONÓSTICOS DE CRECIMIENTO  
PARA LOS PRINCIPALES SOCIOS COMERCIALES  
(PORCENTAJE)

	Observado 2003	Pronóstico realizado en enero de 2005	
		2004	2005
<b>Países desarrollados</b>			
Estados Unidos	3,0	4,4	3,5
Zona del euro	0,5	1,8	1,9
Japón	2,5	3,9	1,5
<b>Países en desarrollo</b>			
Argentina	8,8	8,1	5,1
Brasil	(0,2)	5,0	3,7
Chile	3,3	5,7	5,4
México	1,3	4,1	3,7
Perú	3,8	4,5	4,2
Ecuador	2,7	5,6	3,4
Venezuela	(7,6)	15,4	4,6
China	9,3	9,5	8,0
<b>Principales socios comerciales de Colombia</b>	1,8	4,7	3,3

Fuente: Datastream.

estarían entre 3,5% y 3,75% al finalizar el año, aun por debajo de sus niveles de largo plazo (5%). La estabilidad y el relativamente bajo nivel que mostró la inflación (excluyendo energía y alimentos) en los últimos meses en los Estados Unidos, adicionado a los indicios sobre importantes ganancias de productividad y una baja transmisión de la depreciación hacia los precios domésticos, reducen los riesgos de un posible desborde inflacionario. A ello se suma el menor crecimiento esperado en 2005, todo lo cual daría un amplio margen de maniobra a la autoridad monetaria norteamericana para continuar con su estrategia de ajustes dosificados.

Las mayores tasas de interés en los Estados Unidos hoy en día y las expectativas de que estas seguirán subiendo por un buen tiempo deberían disminuir marginalmente la vulnerabilidad global del dólar. Una contribución importante a la estabilidad del dólar en 2005 podría provenir de anuncios por parte del Gobierno federal que sugirieran la implementación de correctivos fiscales. En este informe no se descarta que se tomen decisiones en este sentido.

Teniendo en cuenta lo anterior, se espera que el dólar se debilite contra la mayoría de las divisas, principalmente el euro y el yen, pero a un ritmo mucho menor que el observado en 2004, e incluso podría estabilizarse, en promedio, en el nivel observado a finales de 2004. Lo que sí se juzga improbable es un fortalecimiento de la divisa norteamericana que la lleve a niveles previos a los de septiembre de 2004.

A diferencia de 2004, en 2005 el debilitamiento del dólar también podría presentarse frente a las monedas asiáticas, en especial si las autoridades chinas flexibilizan su política cambiaria en alguna medida (una ampliación de la banda por ejemplo). Esta posibilidad parece ser alta, dado el importante y creciente superávit comercial de la China con los Estados Unidos, aunque la magnitud y velocidad del ajuste es aún muy incierta.

Por otro lado, las perspectivas de crecimiento para los países emergentes, aunque más favorables que las de las economías desarrolladas, son menores que las observadas en 2004. Aún así, se espera que los capitales sigan fluyendo hacia esas economías, dada la incertidumbre sobre el dólar y la mayor rentabilidad nominal esperada frente a las aún bajas tasas de interés en los Estados Unidos.

En Asia, el crecimiento seguirá impulsado por la economía China, para la cual se prevé una expansión de 8,0% en 2005, por encima de la esperada hace tres meses (7,7%) (Cuadro 7). De todas maneras, dado el fuerte crecimiento en 2004, se espera que el Gobierno chino adopte políticas para controlar las presiones inflacionarias, una de las cuales podría ser el promover la apreciación de su moneda.

Bajo el escenario ya descrito, el principal riesgo sigue siendo el desbalance en la cuenta corriente de los Estados Unidos. Si bien, un escenario de debilitamiento fuerte del dólar es poco probable durante 2005, la dificultad en reducir dicho déficit lo hace más factible en el mediano plazo. Una fuerte depreciación del dólar podría venir acompañada de un alza mucho mayor en las tasas de interés de los Estados Unidos que la prevista en el escenario base. En este caso, aunque cabría esperar alguna corrección del déficit en cuenta corriente externo, ello sucedería simul-

*Se espera que el dólar se debilite contra la mayoría de las divisas, principalmente el euro y el yen, pero a un ritmo mucho menor que el observado en 2004.*

*Una fuerte depreciación del dólar podría venir acompañada de un alza mucho mayor en las tasas de interés de los Estados Unidos que la prevista en el escenario base.*

táneamente con una mayor reducción en el ritmo de crecimiento en los Estados Unidos y a nivel global. Además, empeorarían las condiciones de financiación para las economías emergentes que dependen en, gran parte, de los flujos de capital extranjero.

En el escenario base, de depreciación moderada del dólar, las perspectivas de crecimiento para América Latina siguen siendo favorables, aunque menores que las estimadas en 2004. Durante 2005 se proyecta un crecimiento alto principalmente para Chile (5,4%), Argentina (5,1%) y Venezuela (4,6%) (Cuadro 7). En general, los países de la subregión contarán con amplias disponibilidades de financiación a bajas tasas, y una entrada de inversión extranjera directa similar a la de 2004. En este informe se considera que el aumento gradual de tasas de los Estados Unidos es compatible con dichas tendencias.

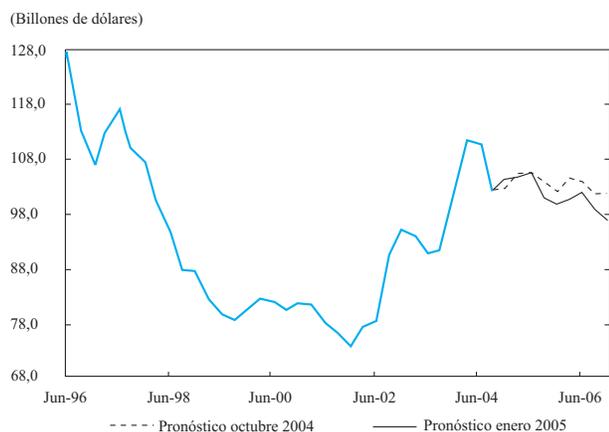
Respecto a los precios de los bienes básicos exportados por la región, para 2005 se espera una pequeña reducción, dado el menor dinamismo de la demanda externa,

pero el nivel de precios esperado seguirá siendo relativamente favorable para la mayoría de los países. Según los pronósticos de *The Economist Intelligence Unit* para 2005 se prevé que el índice total de los *commodities World Commodity Forecasts (WCF)* presente una caída de 4,3% para 2005 y de 2,9% para 2006, frente al incremento de 13,6% observado durante 2004 (Gráfico 30).

Igualmente, se espera que los precios del petróleo registren una reducción moderada durante el año 2005, gracias al menor crecimiento de la demanda mundial. En este sentido, los pronósticos utilizados en el presente informe se han reducido con respecto a los divulgados en el trimestre anterior. Sin embargo, existe incertidumbre sobre la baja en los precios, dado el nerviosismo generado por la situación política en Iraq y por un posible recorte en la producción de petróleo por parte de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) durante este año (Cuadro 8).

GRÁFICO 30

ÍNDICE DE PRECIOS DE LOS COMMODITIES (WCF)



Fuente: The Economist, Intelligence Unit.

CUADRO 8

PRONÓSTICOS DE PRECIOS INTERNACIONALES DE LOS PRINCIPALES PRODUCTOS PRIMARIOS EXPORTADOS POR COLOMBIA

	Promedios		Proyección actual		Proyección anterior	
	2002	2003	2004	2005	2004	2005
Café ( <i>ex-dock</i> ) (dólares por libra)	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8
Petróleo (dólares por barril)	24,2	29,0	37,4	36,3	38,2	41,9
Carbón (dólares por tonelada)	30,8	28,2	36,5	36,5	34,5	34,5
Ferróniquel (dólares por libra)	1,1	1,4	2,0	1,9	2,0	1,9
Oro (dólares por onza <i>troy</i> )	310,2	362,6	369,7	410,0	393,5	396,4

Fuente: Banco de la República.

En este contexto, en 2005 la balanza de pagos para Colombia estará determinada por dos tendencias opuestas:

- ✧ Por un lado, se espera una ampliación del déficit en cuenta corriente, debido al menor crecimiento de las exportaciones tradicionales por la reducción en los volúmenes exportados de petróleo, y por los menores precios previstos para nuestros principales productos básicos de exportación. Así mismo, se espera un menor crecimiento de las exportaciones no tradicionales por la menor demanda mundial (en particular de los Estados Unidos y Venezuela), y por el posible efecto de la apreciación real de la moneda.
- ✧ De otro lado, el escenario básico presentado en la sección precedente permite esperar que continúe la disponibilidad de capitales externos en 2005, con lo cual las presiones negativas sobre la cuenta corriente podrían ser financiadas en principio, sin generar incrementos importantes en el tipo de cambio. Por esta razón, en 2005 se prevé una depreciación moderada de la moneda frente a los niveles que se observaron a finales de 2004.

No debe olvidarse, sin embargo, que las tendencias del tipo de cambio en 2005 y hacia delante son altamente inciertas por la volatilidad del contexto internacional.

## B. DEMANDA INTERNA Y CRECIMIENTO ECONÓMICO

Para este informe se espera una recuperación en el ritmo de crecimiento económico en el cuarto trimestre de 2004 frente a lo observado en el tercer trimestre. Sin embargo, el desempeño económico en 2005 probablemente será inferior al que mostró la economía entre el segundo semestre de 2003 y el primer semestre de 2004.

El mayor crecimiento esperado en el cuarto trimestre del año pasado estaría basado en la recuperación del sector agropecuario, que tendría el mayor crecimiento del año (3,4%), sustentado en el crecimiento de la producción de café y en el sacrificio de ganado, principalmente. Así mismo, se espera que se mantenga el dinamismo del sector de la construcción, en especial del subsector de edificación de vivienda, el cual crecería a una tasa cercana al 17% anual. En el subsector de obras civiles, deberá continuar la caída respecto al nivel observado un año atrás, pero en una menor magnitud. Conforme a lo anotado en secciones anteriores, se espera que la industria manufacturera crezca a un buen ritmo en el cuarto trimestre (cerca al 4,0% anual), pero inferior al registrado en trimestres anteriores (alrededor de 5%).

En 2005 diferentes factores continuarán favoreciendo el crecimiento, además del buen comportamiento esperado de los flujos externos de capital. Entre ellos sobresalen las bajas tasas de interés y la amplia liquidez existente en la economía, la disposición de empresarios y consumidores a endeudarse y la recuperación de su ingreso disponible gracias al aumento en las utilidades de las empresas y a la mejoría en la calidad del empleo. Del mismo modo, los últimos resultados de las

*En 2005 se prevé una depreciación moderada del peso frente a los niveles que se observaron a finales de 2004.*

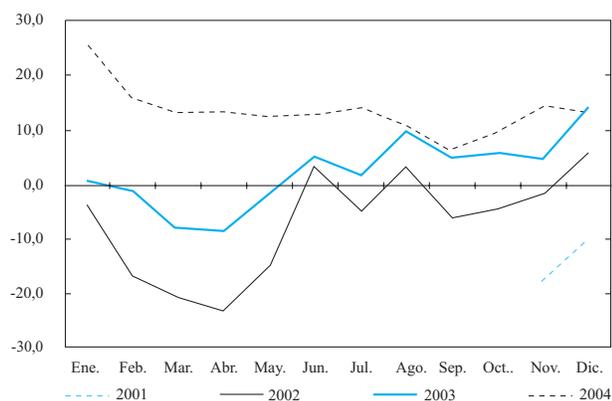
*En 2005, los flujos externos de capital contribuirán al crecimiento.*

encuestas de opinión para el cierre de año no indican cambios sustanciales en los niveles de confianza de productores y consumidores (Gráfico 31).

No obstante, otros factores que ejercieron una influencia positiva en el crecimiento en 2004 jugarán un papel más discreto en 2005 o podrían tener algún impacto negativo. Tal es el caso de los términos de intercambio y de la demanda externa. En lo que concierne a otras variables existe incertidumbre, en particular, sobre la dinámica del consumo de los hogares y sobre los posibles efectos que tenga la actual coyuntura cambiaria en la composición de la demanda entre bienes importados y bienes producidos internamente. A este respecto, en el futuro cercano no se puede descartar que continúe una recomposición de la producción doméstica hacia los bienes no transables como resultado de la apreciación real. Es de esperar que los sectores transables, como el industrial y en alguna medida el agrícola, registren menores tasas de crecimiento en 2005 que en 2004. Así mismo, sectores no transables relacionados con los servicios, el comercio y la construcción podrían ser más dinámicos.

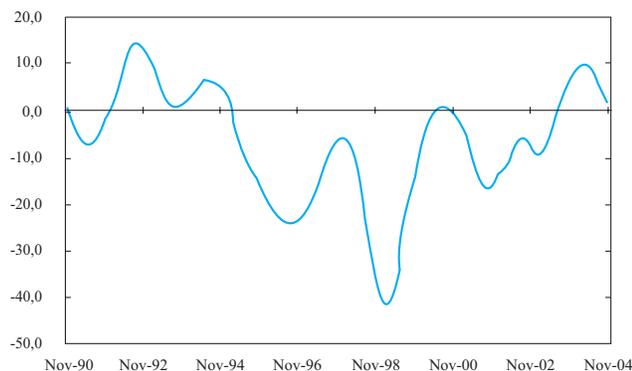
GRÁFICO 31

ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR



Fuente: Encuesta de consumo, Fedesarrollo.

INDICADOR DE CONFIANZA DE LA INDUSTRIA (COMPONENTE TENDENCIAL)



Fuente: Encuesta de opinión empresarial, cálculos del Banco de la República.

Con respecto al consumo de los hogares, su lento crecimiento en 2004 podría estar mostrando que existen razones estructurales que frenan el dinamismo de este agregado, pese a las bajas tasas de interés y a las amplias condiciones de liquidez y de crédito existentes. Factores como la todavía alta tasa de desempleo y el bajo crecimiento del empleo (a pesar de la mejoría en su calidad) pueden estar frenando la expansión del consumo de los hogares, especialmente en los ingresos bajos.

En general, la inversión privada tiene todavía suficiente campo para crecer a un buen ritmo (Gráfico 32). La confianza que muestran los empresarios en la economía y los mayores flujos de capital (incluida la inversión extranjera directa) deberían hacer posible una expansión de la inversión privada cercana al 15%. Esta cifra correspondería a un crecimiento de la inversión en los rubros agropecuario, maquinaria y equipo, y equipo de transporte del orden del 10% (el crecimiento acumulado a septiembre de 2004 fue 12%), y a un crecimiento en la inversión en construcción de vivienda del 20% (el crecimiento acumulado a septiembre de 2004 fue 80,5%). Para 2005 también se espera que continúen proyectos importantes de expansión en el sector minero, especialmente en carbón y petróleo.

En síntesis, bajo un entorno externo de menor crecimiento y términos de intercambio más bajos previsto para 2005, el crecimiento descansará fundamentalmente en la absorción doméstica, con una menor absorción

externa de la producción. A este nivel, se espera un buen comportamiento del consumo del sector público y una recuperación en la inversión pública. Así mismo, se considera factible un crecimiento moderado del consumo de los hogares en 2005 todo lo cual permitiría lograr un crecimiento del PIB similar al que se estima para 2004 (Gráfico 33).

## C. PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN

### 1. Escenario base

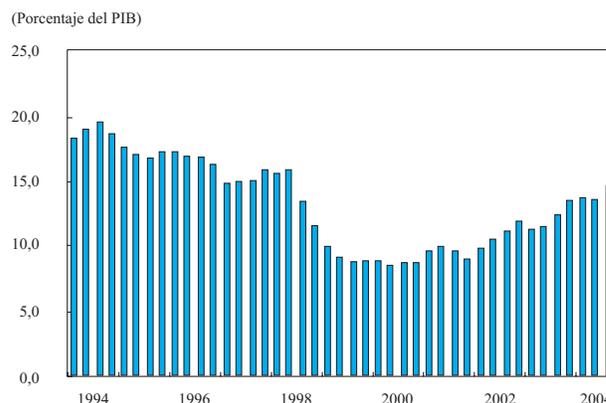
Al igual que en 2004, en 2005 las tendencias de la inflación estarán determinadas por dos factores principalmente: el crecimiento económico y su efecto sobre la brecha del producto, y la evolución del tipo de cambio. Como se ha indicado, para este informe de inflación se presentan dos cambios que no fueron plenamente previstos en el documento de septiembre, y que tiene repercusiones sobre la inflación de mediano y largo plazos. El primero de ellos está asociado con las mayores presiones hacia la apreciación que experimentó el tipo de cambio a finales de 2004. El segundo se relaciona con la disminución del ritmo de crecimiento económico en el tercer trimestre, según lo reportado por el DANE.

#### a. El contexto externo

En este informe se considera que la coyuntura cambiaría reciente y la esperada para 2005 seguirán estando estrechamente ligadas a la evolución del contexto externo. En este sentido, se prevé que durante 2005 el dólar seguirá expuesto a un alto nivel de incertidumbre toda vez que no se esperan correcciones importantes en los desequilibrios macroeconómicos en los Estados Unidos. Aún así, se espera que las ganancias en competitividad resultantes de la depreciación del dólar en 2004 empiecen a generar algunos resultados positivos, aunque pequeños, sobre el déficit comercial norteamericano. Esto, unido a un aumento de tasas de interés, hará posible que el dólar mantenga la posición alcanzada a finales de 2004 frente al euro, el yen y otras monedas o que, en el peor de los casos, sólo se debilite ligeramente.

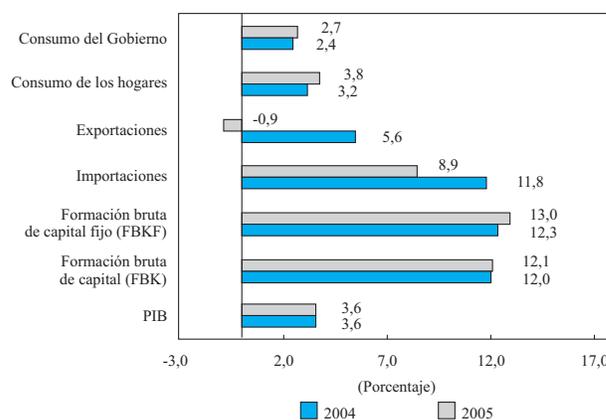
En materia de tasas de interés externas, para este informe, no ha habido cambios frente a los supuestos contemplados en informes anteriores. Así, se sigue esperando un aumento de las tasas de interés (de 175 pb a lo largo de 2005) por parte de la Fed que las acerque a niveles históricos promedio. Los ajustes en tasas

## INVERSIÓN PRIVADA COMO PORCENTAJE DEL PIB (\*)



(\*) Formación bruta de capital fijo. Excluye obras civiles.  
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

## PRONÓSTICOS DE CRECIMIENTO REAL DEL PIB SEGÚN EL GASTO (2004-2005)



Fuente: DANE. Cálculos y proyecciones del Banco de la República.

*El cambio más importante en la coyuntura internacional para Colombia se relaciona con la menor expansión prevista para los principales mercados de exportación.*

deberán seguir siendo graduales en la medida en que no se esperan presiones inflacionarias importantes en la economía norteamericana, por lo menos cuando se excluye de la inflación el precio de los combustibles.

El cambio más importante en la coyuntura internacional para Colombia se relaciona con la menor expansión prevista para los principales mercados de exportación. El crecimiento ponderado por el tamaño de las exportaciones colombianas para 2005 sería de 3,3% frente a uno de 4,7% observado en 2004. A su vez, el menor dinamismo de la economía mundial repercutiría en precios internacionales menos favorables para 2005 frente a los observados a finales de 2004. Esto generaría un deterioro moderado de los términos de intercambio del país (de alrededor de 2,5%, de acuerdo a las proyecciones de la balanza de pagos).

La menor demanda y los precios internacionales más bajos, junto a una tasa de cambio más apreciada, reducirían el ritmo de crecimiento de los ingresos por exportaciones en 2005. Esta coyuntura también significaría un importante crecimiento de las importaciones, todo lo cual aumentaría el déficit en cuenta corriente.

En el escenario central suponemos que se mantendrán los flujos de capitales hacia países emergentes. En este sentido, para 2005 se prevé que Colombia seguirá registrando entradas netas de capitales, en forma de IED y de desembolsos de deuda principalmente, en magnitudes no muy diferentes a las observadas en 2004. De esta forma, el mayor déficit en cuenta corriente podría ser financiado sin que se produzcan presiones fuertes sobre el tipo de cambio. En este contexto, aunque el pronóstico del tipo de cambio es especialmente incierto, no se espera una fuerte tendencia hacia la depreciación del peso durante 2005, aunque sí que el tipo de cambio se ubique por encima de los valores observados a finales de 2004.

#### *b. El contexto interno*

El bajo ritmo de crecimiento reportado por el DANE para el tercer trimestre y los cambios antes descritos en el contexto externo llevaron a revisar a la baja el crecimiento proyectado para 2005. Para este informe se considera que el crecimiento de 2005 estará determinado por tres factores: 1) La apreciación del tipo de cambio y su efecto sobre la demanda externa neta (exportaciones menos importaciones); 2) el crecimiento de la inversión, y 3) el crecimiento del consumo privado.

*Las exportaciones mostrarán un crecimiento mucho menor en 2005 como consecuencia del nivel menos competitivo del tipo de cambio real y del menor crecimiento de la demanda mundial*

Como ya se indicó, las exportaciones mostrarán un crecimiento mucho menor en 2005 como consecuencia del nivel menos competitivo del tipo de cambio real y del menor crecimiento de la demanda mundial. Simultáneamente, se espera que las importaciones aumenten a un ritmo similar al observado en la segunda mitad de 2004, también como resultado de las condiciones cambiarias, no obstante la mayor producción prevista. Como resultado de lo anterior, la demanda externa neta contribuirá negativamente al crecimiento de 2005.

Respecto a la inversión, las amplias disponibilidades de financiamiento internas y las bajas tasas de interés, así como el flujo previsto de IED y capitales externos permiten prever un buen desempeño para 2005. Por otro lado, la inversión pública (en obras civiles) deberá recuperarse después del bajo nivel que alcanzó en 2004. Aunque hay indicios de que la construcción podría desacelerarse, aún hay un número grande de proyectos en ejecución que hará posible que el sector registre un crecimiento superior al promedio. Por todo lo anterior, la inversión deberá seguir siendo el componente de la demanda que más contribuya al crecimiento económico, como ocurrió en 2004.

Aunque en 2005 se espera que se mantengan las amplias condiciones de liquidez y de crédito vistas en 2004, es probable que no tenga lugar una aceleración en el crecimiento del consumo de los hogares.

Teniendo en cuenta lo anterior, para este informe se ha reducido el pronóstico de crecimiento para 2005 frente a lo considerado en el informe de septiembre. Anteriormente, se estimaba que la economía podía crecer en la segunda mitad de 2004 y durante 2005 a una tasa de 4%, aproximadamente, similar a la registrada entre junio de 2003 e igual mes de 2004. Sin embargo, las cifras del tercer trimestre y los resultados parciales del cuarto, especialmente en materia de industria, indican un menor ritmo de crecimiento para 2004 de alrededor de 3,6%. De esta forma, no toda la desaceleración del PIB a septiembre se juzga como transitoria y parte de ella tiene causas más permanentes. Esta situación y las razones ya expuestas sugieren que 2005 presentará un crecimiento más cercano a 3,6%.

En vista de lo anterior, es probable que la brecha del producto, la cual mide el surgimiento de presiones inflacionarias de demanda, haya dejado de cerrarse en el segundo semestre de 2004 tal y como lo venía haciendo desde hacía un año. Con un crecimiento por debajo de 4% para 2005 tampoco se espera que la brecha se cierre este año. Además, la inversión realizada en los últimos dos años garantiza una expansión importante de la capacidad instalada que posibilita la expansión de la producción sin generar cuellos de botella que repercutan en la inflación.

Hasta el informe de septiembre, los pronósticos de inflación suponían un cierre de la brecha en la segunda mitad de 2004 que debería continuar en 2005. Desde los nuevos supuestos, las presiones inflacionarias originadas en la expansión de la demanda en 2005 tendrán un peso menor en la determinación de los precios que lo previsto en informes anteriores.

### *c. Otros factores determinantes de la inflación*

Para 2005, otros factores determinantes de la inflación básica mejorarán respecto a lo que se preveía en informes anteriores y su desempeño será más favorable al cumplimiento de las metas. Así, por ejemplo, no se espera que surjan presiones de costos provenientes de aumentos salariales. El aumento del salario mínimo, aunque superior a la meta (6,5%), fue menor que el decretado en 2004 (7,8%). De

*La inversión deberá seguir siendo el componente de la demanda que más contribuya al crecimiento económico, como ocurrió en 2004.*

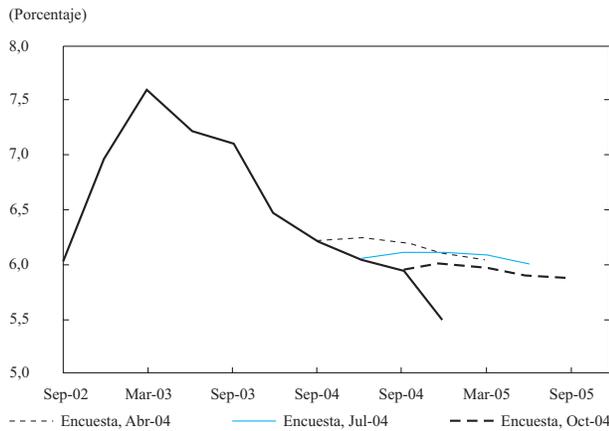
*La inversión realizada en los últimos dos años garantiza una expansión importante de la capacidad instalada que posibilita la expansión de la producción sin generar cuellos de botella que repercutan en la inflación.*

igual manera, si se tiene en cuenta un crecimiento normal de la productividad laboral, el ajuste salarial resulta compatible con el rango-meta establecido por la JDBR (4,5% a 5,5%). Adicionalmente, las condiciones del mercado laboral son aún muy holgadas como para esperar presiones salariales importantes en caso de que se llegue a dar una importante recuperación de la demanda de trabajo.

En materia de expectativas de inflación, las condiciones también mejoraron respecto a septiembre. El cumplimiento de la meta en 2004 ha aumentado la confianza de las firmas y los mercados en la meta de 2005. Esta situación debería estimular ajustes en los precios acordes con dicha meta (entre 4,5% y 5,5%) en una proporción mayor que en años anteriores. Los indicadores de expectativas disponibles apoyan esta consideración, ya que, todos muestran una inflación decreciente para 2005 (gráficos 34 y 35).

GRÁFICO 34

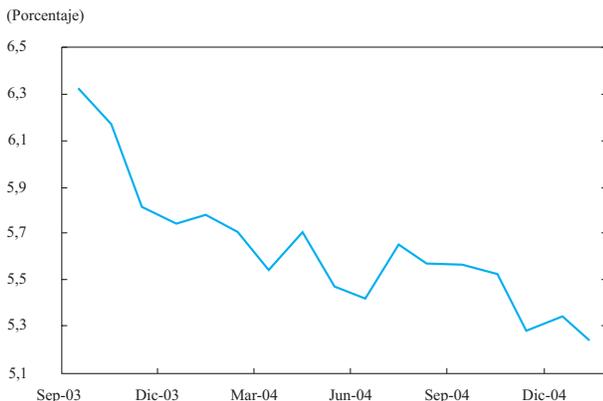
**INFLACIÓN OBSERVADA Y EXPECTATIVAS  
ENCUESTA TRIMESTRAL**



Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 35

**EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A 12 MESES  
BANCOS Y COMISIONISTAS DE BOLSA  
ENCUESTA MENSUAL**



Fuente: Banco de la República.

Quizá los únicos determinantes que pueden ser menos favorables hoy en día que en septiembre son los relacionados con la oferta agrícola y los precios de los alimentos por un lado, y por el otro, los aumentos en los precios de los combustibles. En el primer caso, los expertos internacionales han aumentado la probabilidad del surgimiento de un fenómeno de El Niño moderado a lo largo de 2005. Aunque su carácter moderado limita los efectos sobre la oferta agrícola y los precios, la mayor probabilidad de ocurrencia aumenta los riesgos de mayores precios de los alimentos a lo largo de 2005, algo que ha sido incorporado en los pronósticos de inflación de este informe.

Respecto a las cotizaciones de los regulados y combustibles, el aumento de los precios del petróleo a niveles cercanos a los US\$50 el barril en el cuarto trimestre de 2004 y a comienzos de 2005 no estaba plenamente previsto por los pronósticos de inflación del informe de septiembre. Así, en este informe se estima que habrá mayores aumentos en combustibles y transporte que los previstos anteriormente.

## 2. Los pronósticos de inflación

Como es usual, los pronósticos de inflación se efectuaron en dos etapas. Para los dos primeros trimestres de 2005 se estimaron modelos de corto plazo para la inflación, la brecha y otras variables. Los resultados de estos modelos (el pronóstico de corto plazo (PCP) a dos trimestres) alimentaron el modelo central o de mecanismos de transmisión (MMT) para obtener pronós-

ticos de mediano y largo plazos. Estos últimos resultados son los más relevantes para la toma de decisiones en materia de política monetaria por parte de la JDBR.

*a. El pronóstico de corto plazo (PCP)*

Los modelos de corto plazo muestran una reducción de la inflación sin alimentos en el primer semestre de 2005 que estaría sustentada, en gran medida, en una reducción de la inflación de transables.

La apreciación del tipo de cambio en 2004 y sobre todo a finales de año, trajo como consecuencia una importante reducción de la inflación de transables en 2004 que podría mantenerse durante la primera mitad de 2005. De hecho, no se descarta que en los primeros meses del año los reajustes en los precios de estos bienes sean mucho menores que los observados períodos anteriores, ante los menores costos que están asumiendo los importadores y la mayor competencia externa que enfrentarían los productores nacionales.

Respecto a la inflación de no transables, aunque su impacto sería mayor que la de transables, en esta oportunidad los modelos también han tendido a reducir levemente los pronósticos de corto plazo, dada la estabilidad que registró esta variable en la segunda mitad de 2004. En este sentido, el menor crecimiento esperado y el buen desempeño de un rubro clave como arriendos tuvieron una participación crucial en los menores pronósticos.

Donde no se registraron cambios sustanciales en el corto plazo fue en la inflación de regulados. Se sigue estimando que durante los dos primeros trimestres de 2005, dicho grupo, encabezado por combustibles, seguirá mostrando una inflación muy superior a la promedio y a la meta. Esto obedece a los altos precios internacionales del petróleo y a los anuncios sobre reajustes en las tarifas de servicios públicos.

Así las cosas, el PCP de la inflación sin alimentos para marzo y junio de 2005 es de 5,3% y 5,2% respectivamente, inferiores a las previstas en el informe de septiembre (5,7% y 5,5%) (Cuadro 9). Cabe señalar que estos pronósticos incluyen parcialmente los efectos del aumento del IVA de 7% a 10% que entra en vigencia en enero de 2005 y que debe cobijar alrededor de 10% de la canasta del consumidor. Usualmente, los efectos de los ajustes de impuestos indirectos tienden a concentrarse en la primera mitad del año, como sucedió en 2002. En esta oportunidad, sin embargo, el impacto sobre precios debería ser muy pequeño dado el poco aumento de la tasa impositiva y su limitado cubrimiento.

En cuanto a la inflación de alimentos, los modelos de corto plazo prevén una inflación de 4,2% para marzo y 4,5% para junio. Este PCP resulta menor, por lo menos en el caso del primer trimestre, ante los pronósticos ofrecidos en el informe de septiembre para esos mismos meses (5,1% y 4,5%). En general, la menor inflación de alimentos para el primer semestre descansa en una evolución favora-

*Para 2005, otros factores determinantes de la inflación básica mejorarán respecto a lo que se preveía en informes anteriores y su desempeño será más favorable al cumplimiento de las metas.*

*Los modelos de corto plazo muestran una reducción de la inflación sin alimentos en el primer semestre de 2005 que estaría sustentada, en gran medida, en una reducción de la inflación de transables.*

## PRONÓSTICOS DEL MODELO CENTRAL (MMT)

	Inflación total	Inflación sin alimentos	Inflación de alimentos	Brecha del producto
Dic-04	5,5	5,5	5,4	(1,7)
Mar-05	5,0	5,3	4,2	(1,7)
Jun-05	5,0	5,2	4,5	(1,8)
Sep-05	5,0	5,1	4,7	(1,8)
Dic-05	5,0	4,8	5,5	(1,7)
Mar-06	5,3	4,9	6,3	(1,5)
Jun-06	4,8	4,5	5,4	(1,3)
Sep-06	4,3	4,3	4,3	(1,1)
Dic-06	4,0	4,1	4,0	(0,9)

Fuente: Banco de la República.

ble de la oferta de productos pecuarios gracias a la fase de liquidación del ciclo ganadero y a menores presiones en el precio de materias primas importadas (cereales y oleaginosas) por menores precios internacionales y por la apreciación acumulada del tipo de cambio.

Cabe señalar, sin embargo, que los pronósticos de alimentos tienden a tener mayor margen de error que los de la inflación de alimentos dada su alta volatilidad. Así mismo, conviene señalar que el PCP de inflación sin alimentos de comienzos de año tiende a ser menos confiable que el obtenido en los trimestres posteriores, dado que la inflación en Colombia tiende a concentrarse en los primeros meses del año.

Así, el PCP para la inflación total se redujo respecto al informe anterior. En el actual pronóstico es de 5,0% tanto para marzo como para junio. En el informe anterior los pronósticos para cada uno de estos meses eran 5,5% y 5,2%.

En cuanto a la brecha del producto, en este informe se supuso una ampliación para finales de 2004 y comienzos de 2005, ante el menor crecimiento observado en el tercer trimestre frente a lo previsto en informes anteriores y considerando que parte de la desaceleración puede tener algún carácter permanente. Así, en la actualidad se considera que esta se puede haber cerrado sólo 0,4% en todo 2004 y no 0,7% como se consideró en el informe anterior y que para comienzos de 2005 su nivel es mayor (en 0,3% del PIB potencial) que el pronosticado hace tres meses.

*En este informe se supuso una ampliación de la brecha de producto para finales de 2004 y comienzos de 2005.*

*b. Los pronósticos de largo plazo*

En general, el modelo central muestra una reducción de las presiones inflacionarias para 2005 y 2006 frente a lo previsto en el informe de septiembre. Como ya se ha

dicho, esto es el resultado de la mayor apreciación acumulada a finales de 2004 y comienzos de 2005, y del menor crecimiento observado y previsto, lo cual implica una brecha del producto más amplia y menores presiones inflacionarias de demanda.

En materia de brecha del producto, los pronósticos con el modelo central indican que su nivel para diciembre de 2005 sería muy similar al de finales de 2004 y no muy diferente del observado en años de menor crecimiento económico, como 2002 y comienzos de 2003, cuando, además, se observaba una baja utilización de capacidad instalada para la industria (Cuadro 9). De confirmarse, estos niveles de la brecha disminuirían los riesgos de observar presiones inflacionarias de demanda que pongan en peligro la meta de inflación de 2005 y su reducción en 2006.

En cuanto al tipo de cambio, el menor nivel actual frente al previsto en informes anteriores y la relativa estabilidad que se anticipa, por lo menos para la primera mitad del año, reduce las presiones sobre la inflación a lo largo de 2005. El efecto de la menor depreciación debería repercutir también en menores costos de producción, y por esta vía, más bajos incrementos en precios.

En el modelo central o de mecanismos de transmisión (MMT), las menores presiones inflacionarias originadas en la demanda interna y en el tipo de cambio contribuyen a reducir las expectativas de inflación a niveles acordes con la meta de inflación del año.

Dado todo lo anterior, y teniendo en cuenta el PCP presentado en la sección precedente, el MMT pronostica un descenso de la inflación sin alimentos a niveles de 4,8% para finales de 2005. Respecto a la inflación de alimentos, el modelo predice una inflación a diciembre de 2005 de 5,5%. Así, se espera que la inflación total al consumidor se reduzca durante 2005 y se sitúe en 5,0% para diciembre, nivel que es compatible con el rango-meta vigente para este año (4,5% a 5,5%) (Cuadro 9).

Las menores presiones inflacionarias pronosticadas en 2005 son consistentes, en el escenario básico aquí presentado, con una política monetaria más holgada que la prevista en los informes anteriores. De verificarse dicho escenario, el mayor margen de maniobra a nivel monetario no debería generar presiones inflacionarias inconvenientes que pongan en peligro la meta de este año y el logro de metas de inflación menores en los años sucesivos.

### 3. Balance de riesgos

En esta sección se presentan aquellos factores de riesgo que pueden alterar el escenario básico antes reseñado de manera importante y que podrían alejar la inflación de su senda central tal y como se presenta en el Cuadro 9.

- ✦ El principal elemento de incertidumbre en el pronóstico de la inflación guarda relación con la evolución del tipo de cambio. Si bien en el informe se

*El MMT pronostica un descenso de la inflación sin alimentos a niveles de 4,8% para finales de 2005.*

*Las menores presiones inflacionarias pronosticadas en 2005 son consistentes con una política monetaria más holgada que la prevista en los informes anteriores.*

*El principal elemento de incertidumbre en el pronóstico de la inflación es la evolución del tipo de cambio.*

espera que la depreciación de 2005 sea gradual y moderada, esto dependerá en buena parte del comportamiento de los flujos netos de capital. Un escenario en el cual los mercados perciban una reducción de las entradas netas de capital en el largo plazo traería como resultado una mayor depreciación del tipo de cambio que la prevista en este documento. Un aumento en las tasas de interés externas mayor y más rápido que el esperado y/o una desaceleración pronunciada del crecimiento de los Estados Unidos podría precipitar esta situación. Desde este escenario alternativo podrían surgir presiones inflacionarias, que no estarían contempladas en la senda central del pronóstico de inflación.

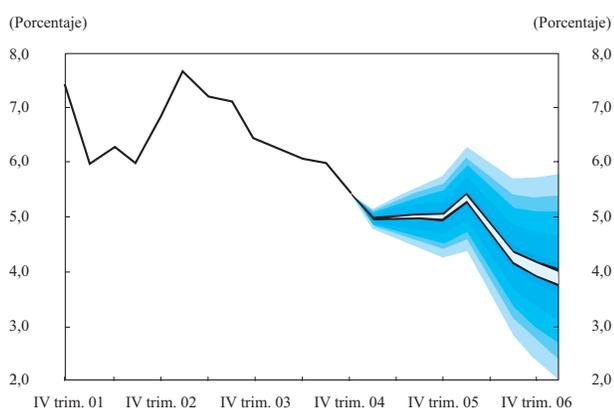
- ✦ Sin embargo, tampoco se puede descartar plenamente un escenario opuesto, con flujo de capitales más amplios y menos transitorios. Se debe recordar, por ejemplo, que entre 1994 y 1997 entraron a Colombia capitales privados por montos que superaron los US\$2.600 m al año en promedio, frente a una entrada estimada de US\$1.000 m en 2004.
- ✦ Otra fuente de incertidumbre surge de los pronósticos de crecimiento y brecha del producto. El escenario base supone que la desaceleración del cuarto trimestre fue en buena parte transitoria y que el crecimiento retornará a tasas entre 3,5% y 4,0% a partir del cuarto trimestre de 2004 y en 2005. Sin embargo, no se puede descartar un menor crecimiento en el consumo privado que el previsto en la senda central del modelo, dado el pobre desempeño de esta variable en los últimos trimestres. Por otro lado, también puede tener lugar un deterioro en el crecimiento de los sectores transables asociado a la apreciación, en especial si este no es compensado por un mayor dinamismo de la producción de los sectores no transables y de la inversión privada. En este caso, la desaceleración observada en la segunda mitad de 2004 tendría un componente más permanente, aumentando la brecha del producto para 2005 y reduciendo las presiones inflacionarias de demanda frente a lo contemplado en la senda central del MMT.
- ✦ La senda central del MMT podría estar subestimando el efecto del posible fenómeno de El Niño moderado y de la evolución del ciclo ganadero en la inflación de alimentos perecederos. Las cifras de comienzos de año no son alentadoras, en especial en lo que respecta a los precios de los productos pecuarios.
- ✦ No se puede descartar un aumento mayor en los precios del transporte y combustibles para 2005, dada la evolución reciente del precio del petróleo a nivel mundial. El aumento previsto en la demanda mundial y la escasez de inventarios podrían aumentar su nivel frente al escenario base. Cabe señalar que el pronóstico de inflación supone una ligera disminución del precio promedio del petróleo en 2005 ante el promedio observado en 2004 y el de fin de año.

*Otra fuente de incertidumbre surge de los pronósticos de crecimiento y brecha del producto. No se puede descartar un menor crecimiento en el consumo privado que el previsto en la senda central del modelo.*

Los resultados del balance de riesgos se recogen en el cuadro de distribución de probabilidades y el *Fan Chart* o intervalo de confianza (Gráfico 36). La distribución

de probabilidades para la inflación total muestra que la posibilidad de que esta se sitúe en el rango meta entre 4,5% y 5,5% en diciembre de 2005 es de 72%. Esta probabilidad aumentó con respecto a la presentada en el *Informe sobre Inflación* de septiembre, cuando era de 55%. El *Fan Chart* muestra un intervalo de confianza ligeramente sesgado hacia arriba respecto de la senda central de pronóstico de inflación.

#### DISTRIBUCIÓN DE PROBABILIDADES EN LA INFLACIÓN (FAN CHART)



Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

Rangos de inflación (%)	2005				2006			
	Mar.	Jun.	Sep.	Dic.	Mar.	Jun.	Sep.	Dic.
[>6,5]	0,0	0,0	0,0	0,1	2,3	1,0	0,5	0,8
[6,0-6,5]	0,0	0,0	0,2	1,5	10,4	4,0	1,9	2,0
[5,5-6,0]	0,0	1,4	7,8	12,6	26,3	11,8	5,6	4,9
[5,0-5,5]	39,4	46,8	43,2	36,0	33,0	22,4	12,3	9,8
[4,5-5,0]	60,6	50,1	41,7	35,8	20,6	26,8	19,5	15,3
[4,0-4,5]	0,0	1,7	6,9	12,4	6,4	20,4	22,5	18,9
[<4,0]	0,0	0,0	0,2	1,5	1,1	13,6	37,7	48,2

¿QUÉ TAN FLEXIBLES SON LOS PRECIOS EN COLOMBIA?

La flexibilidad de precios está definida como la posibilidad de un precio de ajustarse hacia el alza o a la baja en cualquier momento. Partiendo de esta definición, en el siguiente trabajo intentaremos medir el grado de flexibilidad a la baja de los items que componen el índice de precios al consumidor (IPC) excluyendo alimentos primarios y bienes y servicios regulados. En particular, se determinará si la inflación mensual es negativa en estos items y explorará posibles razones de esto.

En una serie de trabajos de Felipe Jaramillo y Edgar Caicedo se había explorado este evento buscando identificar rigideces en los precios. Con base en el análisis de series de tiempo hasta 1995 y análisis de corte transversal, estos trabajos concluyeron que los precios al consumidor en Colombia eran inflexibles a la baja.

El trabajo que aquí se realizó busca explorar qué ha pasado recientemente con este asunto. En él se encuentra una fuerte evidencia que contradice los resultados de los trabajos anteriores. Para ello, se toman 137 items del IPC dentro de los cuales 97 son agregados en lo que se puede considerar como bienes transables y 40 como bienes no transables. La muestra se tomó desde diciembre de 1998 hasta diciembre de 2004.

El análisis se efectúa sobre la variación mensual de cada uno de los items que componen las dos agregaciones mencionadas. Dentro de los resultados más importantes se destaca el significativo grado de flexibilidad a la baja (inflación mensual negativa) que presentan muchos de los precios de la canasta analizada. Sorprende encontrar tal grado de flexibilidad cuando se están analizando los índices de precios, que son una agregación de muchas variaciones individuales de productos similares en diferentes ciudades y plazas de recolección de datos. En este sentido, la información que se recolecta, de tener un sesgo, sería hacia una menor flexibilidad a la baja, es decir, de poder acceder a la fuente de los datos, lo que se debería encontrar es una mayor flexibilidad. El Cuadro R2.1 resume los resultados encontrados.

Como se puede observar, el porcentaje de veces que los items presentan reducciones de precios es considerable. Para el caso de los no transables, la lectura máxima se observó en 1999, cuando el 20% de items tuvo reducción de

CUADRO R2.1  
PORCENTAJES DE ITEMS QUE PRESENTAN REDUCCIONES (<0)  
O INCREMENTOS (>0) MENSUALES EN SUS PRECIOS

	Signo del ajuste	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>No Transables</b>	> 0	68,0	66,0	69,0	66,0	67,0	66,0
	< 0	20,0	16,0	18,0	18,0	17,0	17,0
	= 0	12,0	18,0	13,0	16,0	16,0	17,0
<b>Transables</b>	> 0	79,0	80,0	76,0	71,0	75,0	66,0
	< 0	20,0	18,0	22,0	27,0	23,0	32,0
	= 0	1,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0

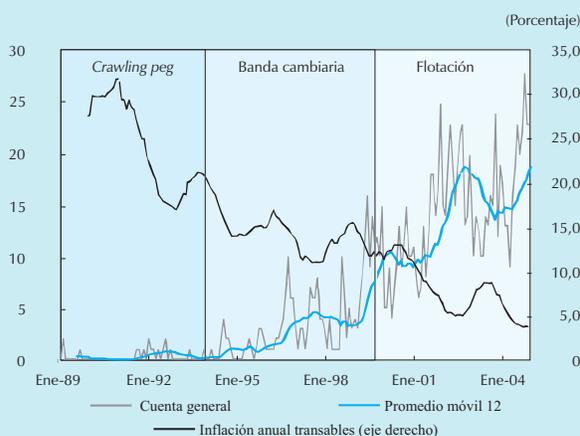
Fuente: DANE, Cálculos del Banco de la República.

su precio de un mes a otro. Para los transables, el porcentaje máximo es 32% y se observó en 2004. Estos resultados llevan a considerar que las hipótesis planteadas por los anteriores trabajos pueden ser revaluadas y que debe haber factores de fondo que explican este comportamiento.

Para poder complementar el análisis se amplió la muestra al período comprendido entre diciembre de 1988 e igual mes de 2004, homogenizando las canastas del IPC de 1988 e IPC de 1998.

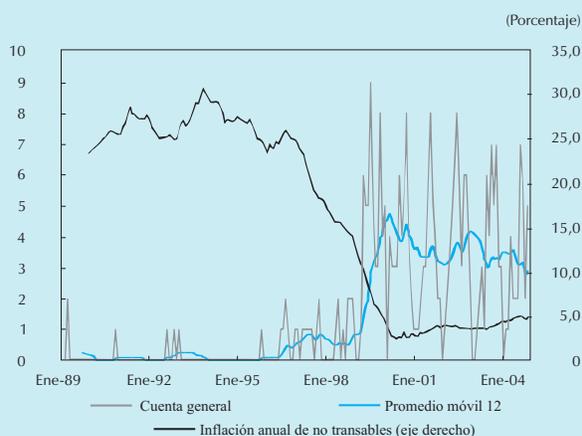
En los siguientes gráficos se observa como se ha acentuado el proceso de flexibilización de precios después de 1998. Tanto en transables (Gráfico R2.1) como en no transables (Gráfico R2.2) se puede observar un incremento considerable del número de items que reduce precios por mes. En ambos casos el mayor número de reducciones viene acompañado de una fuerte desaceleración de la inflación del grupo.

**GRÁFICO R2.1**  
**FLEXIBILIDAD DE TRANSABLES**  
NÚMERO DE ITEMS QUE REDUCEN PRECIO POR PERÍODO (\*)



(\*) Sobre 62 items.  
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

**GRÁFICO R2.2**  
**FLEXIBILIDAD DE NO TRANSABLES**  
NÚMERO DE ITEMS QUE REDUCEN PRECIO POR PERÍODO (\*)



(\*) Sobre 62 items.  
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

El promedio móvil de orden 12 en los transables muestra un comportamiento similar en sus ciclos a los de la tasa de cambio. Es decir, en presencia de fuertes depreciaciones el número de items que reduce precios disminuye. Lo opuesto sucede cuando hay una apreciación del tipo de cambio.

Se adicionó en el gráfico un breve resumen de los regímenes de tipo de cambio que se han tenido en el período analizado. En el período de *crawling peg*, caracterizado por una devaluación gota a gota, no se presentan reducciones considerables en precios, y adicionalmente, los incrementos de precios tienden a darse paulatinamente a lo largo del año. Esto quizá guarda relación con el hecho de que bajo dicho esquema las devaluaciones eran pactadas y las firmas tenían certeza de su magnitud y duración.

En el segundo período, bajo el régimen de banda cambiaria, con una mayor variabilidad del tipo de cambio pero restringida su volatilidad, el número de items que reduce precios aumenta un poco. Finalmente, después de 1999,

bajo flotación, se registra un fuerte incremento en el número de items que reduce precios. Esto se puede explicar por la caída de la inflación a niveles de un dígito; pero también por la mayor probabilidad de observar fluctuaciones cortas y marcadas en el tipo de cambio, algo que antes era muy improbable dado los esquemas manejados.

Por parte de los no transables, su comportamiento responde principalmente a presiones de demanda, y en tal sentido, cuando se presentó la desaceleración de la economía colombiana en 1998 se observó un fuerte incremento en el número de items que redujo los precios. La mayor concentración se dio en 1999. A partir de este año las reducciones en precios han sido menos frecuentes, algo que puede estar asociado con un cierre parcial de la brecha del producto. Por otro lado, la secuencia de ajustes en el grupo de no transables sugiere una fuerte estacionalidad. Al parecer, las remisiones de precios por parte de las empresas suelen efectuarse en el primer trimestre del año, período durante el cual es menos probable observar disminuciones.

Una de las hipótesis que se puede formular del estudio, es que la reducción de la inflación en Colombia fue posible gracias a un quiebre de las expectativas inflacionarias reflejada en una mayor disposición a la flexibilidad a la baja de los precios por parte de quienes los fijan.

**PROYECCIONES DE ANALISTAS LOCALES Y EXTERNOS  
PARA ALGUNAS VARIABLES MACROECONOMICAS**

Este es un recuento de las proyecciones más recientes de analistas locales y extranjeros sobre las principales variables de la economía colombiana para 2005 y 2006. Al momento de la consulta los agentes contaban con información a diciembre de 2004.

### I. Proyecciones para 2005

En el Cuadro A1 se muestran los pronósticos para 2005. Tanto los analistas locales como los extranjeros situaron su pronóstico de crecimiento en 3,9% (los primeros lo redujeron en 0,2% y los segundos en 0,4% frente a los pronósticos efectuados el trimestre anterior), lo cual indica que el pobre resultado del tercer trimestre de 2004 afectó la percepción de los agentes sobre el crecimiento de mediano plazo. Ocho de los 12 analistas redujeron su pronóstico y los cuatro restantes lo mantuvieron constante. La desviación en los pronósticos se ha continuado cerrando, al igual que el rango entre el máximo y el mínimo pronóstico, lo que sugiere un consenso para el dato de fin de año, que estaría entre 3,4% y 4%.

**CUADRO A1  
PROYECCIÓN DE LAS PRINCIPALES VARIABLES MACROECONÓMICAS PARA 2005**

	Crecimiento del PIB real %	Inflación IPC %	Tasa de cambio nominal (fin de)	DTF nominal 1/ %	Déficit (% del PIB)		Tasa de desempleo (13 ciudades) %
					Fiscal (SPC)	Cta. Cte.	
<b>Analistas locales</b>							
Revista <i>Dinero</i>	3,4	5,2	2.509	7,7	2,5	n.d.	13,5
BBVA Ganadero	3,5	5,5	2.680	7,9	2,7	1,6	13,5
Citibank Colombia	3,8	5,2	2.465	8,0	2,7	1,5	12,9
Suvalor-Corfinsura	3,5	5,3	2.543	8,4	2,6	n.d.	n.d.
Corfivalle	4,0	5,5	2.514	8,1	2,9	1,6	14,0
ANIF	3,8	5,5	2.500	8,0	2,4	n.d.	13,0
Fedesarrollo	4,0	5,0	2.522	8,0	2,5	2,5	12,7
Promedio	3,7	5,3	2.533	8,0	2,6	1,8	13,3
<b>Analistas externos</b>							
Goldman Sachs	3,5	5,3	2.590	8,0	2,5	2,0	13,4
CS First Boston	3,8	5,0	2.411	8,7	2,4	1,5	14,0
IDEA Global	4,0	5,0	2.500	8,0	2,5	0,9	12,5
J. P. Morgan Chase	3,5	5,5	2.625	8,2	2,5	0,9	13,5
Deutsche Bank	3,6	4,9	2.500	7,7	2,1	3,9	12,6
Promedio	3,7	5,1	2.525	8,1	2,4	1,8	13,2

SPC: Sector público consolidado.

n.d. No disponible.

1/ Promedio del año.

Fuentes: Revista *Dinero* y *Consensus Forecast*, enero 2005.

En cuanto a la inflación, el pronóstico de los analistas locales continúa en 5,3% y el de los extranjeros en 5,1%. Es decir, aunque todos los analistas confían en el cumplimiento de la meta, sitúan sus pronósticos en la mitad superior del intervalo que fijó la JDBR para este año (4,5% a 5,5%). Para el tipo de cambio, la diferencia entre el pronóstico de los agentes locales y el de los extranjeros es de \$8 (hace un trimestre era de \$91). Al igual que hace un trimestre, todos los analistas corrigieron fuertemente a la baja sus pronósticos. En promedio, los analistas locales bajaron su pronóstico en \$292, mientras que los extranjeros lo hicieron en \$209. A pesar de los recientes sobresaltos en el mercado, la desviación en los pronósticos se redujo a \$72 cuando hace un trimestre era de \$118 (hace seis era de \$180). En general, los agentes esperan que la divisa se devalúe 5,6% en comparación con el precio de fin de 2004. La máxima devaluación esperada es de 11% y la mínima es de 1%. Ninguno de los analistas espera una apreciación del tipo de cambio (fin de) para 2005.

Para la DTF, el promedio de los analistas locales se sitúa en 8% y el de los extranjeros en 8,1% (hace un trimestre eran de 8,3% y 8,4%, respectivamente). Este pronóstico implica un aumento promedio de 34 pb. en la DTF frente al nivel de fin de 2004. La mayor parte de los analistas corrigió a la baja. Para el déficit fiscal se espera que sea del orden de 2,5% del PIB, nivel similar al de hace tres meses. Con respecto al déficit en cuenta corriente, no hay cambios importantes entre los analistas locales y extranjeros, y lo sitúan en promedio en 1,8% del PIB. Por último, los agentes esperan que la tasa de desempleo en 13 ciudades se sitúe en 13,3% (lo que implica que los locales subieron su pronóstico de hace un trimestre en 0,5%). Tres analistas corrigieron a la baja, cinco al alza y tres mantuvieron sus pronósticos.

## **II. Proyecciones para 2006**

El Cuadro A2 muestra algunos pronósticos para finales de 2006. En materia de crecimiento los analistas locales prevén 3,8% y los extranjeros 3,6%. Para la inflación, los analistas locales esperan que sea 4,9% y los extranjeros 5,3%. En cuanto al tipo de cambio los analistas locales esperan en promedio que la tasa representativa del mercado (TRM) se ubique alrededor de \$50 por encima de lo que prevén los analistas extranjeros. En promedio, en 2006 se espera una devaluación anual de 6% frente a los pronósticos para fin de 2005. De esta manera, en promedio los analistas estiman que para fin de 2006 la TRM se ubique en \$2.685 por dólar, un nivel similar al observado en agosto de 2002 e inferior al máximo de \$2.958 observado en marzo de 2003.

Por lo tanto, en promedio, los analistas esperan entre 2005 y 2006 que el peso se devalúe 12% frente a los niveles que alcanzó a finales de 2004. Hay diferencias grandes, sin embargo, en la distribución de esta devaluación. Para cinco analistas la distribución se da por igual en los dos años, para tres se concentraría principalmente en 2005 y para otros tres se concentraría principalmente en 2006.

**CUADRO A2**  
**PROYECCIÓN DE LAS PRINCIPALES VARIABLES**  
**MACROECONÓMICAS PARA 2006**

	Crecimiento del PIB real %	Inflación IPC %	Tasa de cambio nominal (fin de)
<b>Analistas locales</b>			
Revista <i>Dinero</i>	3,6	5,0	2.760
BBVA Ganadero	3,0	5,0	2.814
Citibank Colombia	3,6	4,8	2.687
Suvalor-Corfinura	3,8	5,2	2.733
Corfivalle	4,5	5,0	2.607
ANIF	4,0	n.d.	n.d.
Fedesarrollo	4,1	4,5	2.665
<b>Promedio</b>	<b>3,8</b>	<b>4,9</b>	<b>2.711</b>
<b>Analistas externos</b>			
Goldman Sachs	3,5	4,9	2.630
CS First Boston	4,0	5,4	2.465
IDEA Global	4,0	5,0	2.600
J. P. Morgan Chase	3,3	5,3	2.800
Deutsche Bank	3,3	6,0	2.800
<b>Promedio</b>	<b>3,6</b>	<b>5,3</b>	<b>2.659</b>

n.d. No disponible.

Fuente: Revista *Dinero* y *Consensus Forecast*, enero 2005.



DECISIONES  
DE POLÍTICA  
MONETARIA  
EN LOS  
ÚLTIMOS  
TRES MESES

# DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS TRES MESES

## **Antecedentes: Informe sobre Inflación de septiembre, 2004**

En el tercer trimestre continuó la tendencia decreciente de la inflación sin alimentos, fundamentalmente determinada por el comportamiento de los precios de los bienes transables. Esta evolución de la inflación de transables compensó el aumento de la inflación de no transables. El incremento persistente de la inflación de no transables desde el segundo semestre de 2003 sugería que la brecha del producto se seguía cerrando, al tiempo que las expectativas inflacionarias no mostraron cambios importantes durante el trimestre.

En el informe se señalaba que la disminución de la inflación de transables había sido más moderada en el tercer trimestre que en trimestres anteriores, pese a la mayor apreciación cambiaria. Se indicaba que esto podía ser el efecto de la inercia inflacionaria y de las expectativas de inflación sobre la de los bienes transables.

En cuanto al crecimiento de la economía colombiana, se mantenían las dos tendencias que se habían observado a lo largo del año: el buen crecimiento de la actividad económica y la apreciación del tipo de cambio. El contexto externo favorecía las exportaciones y el PIB de sectores transables. A nivel interno, la expansión de la demanda doméstica impulsaba el crecimiento del PIB de no transables. La mayor demanda interna parecía apuntar a una recuperación del ingreso disponible privado, gracias a la mejoría en las condiciones de empleo. La tasa de desempleo continuaba descendiendo, principalmente por la reducción de la tasa global de participación. Este hecho se interpretaba como un mejoramiento en los niveles y la estabilidad del ingreso familiar. Un indicador que confirmaba esta interpretación era el aumento en el número de inscritos en el sistema educativo dentro de la población inactiva.

Las perspectivas de corto y mediano plazo de la economía global seguían siendo favorables, pese al aumento en los precios del petróleo y en las tasas de interés externas. En este contexto se esperaba que la economía colombiana continuara creciendo alrededor de 4%. Para 2005 se proyectaba un crecimiento similar, liderado por el consumo y la inversión privada.

Se esperaba que la inflación de no transables siguiera aumentando en tanto la brecha continuara cerrándose. Sin embargo, se preveía una reducción en las expectativas de inflación que contribuiría a disminuir la inflación en 2005, dada la alta probabilidad de cumplir la meta de 2004 y la tendencia hacia la apreciación del tipo de cambio.

Con base en lo anterior, y teniendo en cuenta la senda decreciente de la meta de inflación anunciada por la autoridad monetaria para los años siguientes, se requería un menor del estímulo monetario sobre la economía en el mediano y largo plazo. La velocidad a la cual se alcanzara una posición monetaria neutral dependía, principalmente, de la velocidad de cierre de la brecha del producto, y del tamaño y duración del episodio revaluacionista que estaba afectando a la economía. Así, los resultados del modelo central de pronóstico mostraban que, si la tasa de cambio no repuntaba en forma importante durante 2005, la política monetaria podía mantener su estímulo sobre la actividad económica durante más tiempo sin comprometer el logro de las metas de inflación.

## Decisiones de política monetaria en el cuarto trimestre de 2004

En el cuarto trimestre de 2004 hubo varios cambios importantes en la situación de la macroeconomía con respecto a lo previsto en el informe de septiembre:

- ✦ Se cumplió la meta de inflación de 5,5% para el año y la inflación sin alimentos se redujo sustancialmente (en el informe de septiembre se preveía una inflación de 5,8% para el año).
- ✦ La inflación de no transables (sin alimentos y sin regulados) dejó de aumentar en el segundo semestre, a diferencia de lo que ocurrió en el primer semestre.
- ✦ Las expectativas de inflación disminuyeron, un hecho que tampoco se había observado hasta septiembre.
- ✦ Tuvo lugar una mayor apreciación cambiaria. En el último trimestre la tasa de cambio nominal disminuyó 6% en promedio con respecto al nivel que tenía en los tres primeros trimestres del año.
- ✦ El crecimiento económico se redujo en el tercer trimestre y la brecha del producto posiblemente se hizo más amplia.

En este contexto, la posición de la política monetaria requerida para el cumplimiento de la meta de inflación en 2005 (entre 4,5% y 5,5%), y para el logro de una inflación en 2006 en el rango anunciado (entre 3% y 5%), depende crucialmente de lo que ocurra con el tipo de cambio en el mediano plazo, así como de la evolución de la brecha del producto.

Como se explicó en el Capítulo I la aceleración de la apreciación en el cuarto trimestre se debió fundamentalmente a entradas de capitales externos en un contexto internacional caracterizado por el debilitamiento del dólar, frente a la mayoría de las monedas y de movimientos de capitales privados hacia las economías emergentes. Los flujos de inversión extranjera directa neta aumentaron en 2004 respecto a los años anteriores, principalmente por el incremento de la inversión petrolera y carbonífera. Ahora bien, otra parte de la apreciación en 2004 provino de movimientos exógenos en la cuenta corriente, como las mejoras en los términos de intercambio y el repunte de la demanda externa debido al mayor crecimiento mundial, y en particular, a la recuperación de las exportaciones no tradicionales a Venezuela.

Las perspectivas de la tasa de cambio son especialmente inciertas porque dependen de la volatilidad del contexto externo. Si se supone un escenario sin correcciones abruptas en el déficit externo de los Estados Unidos, es posible que se presenten aumentos graduales en las tasas de interés de corto plazo y salidas de capitales privados de esa economía (acompañadas de un debilitamiento continuado del dólar), así como reducciones moderadas en el crecimiento mundial y en los precios de los productos básicos. En este contexto es posible que el peso registre una depreciación en 2005 respecto a los valores observados a finales de 2004. Este es el escenario central de los pronósticos de inflación que se presentan en este informe.

El escenario de tasa de cambio para 2006 y el mediano plazo es más difícil de prever. Por una parte, es factible una depreciación nominal y real del peso, debido al deterioro en la cuenta corriente que resultaría de la caída de los precios y las cantidades exportadas de petróleo. Sin embargo, existe una gran incertidumbre acerca del comportamiento de los flujos de capital.

De otro lado, como se discutió anteriormente, el menor crecimiento económico en el tercer trimestre de 2004 pudo obedecer en parte, a fenómenos transitorios. Sin embargo, también se observó una desaceleración del consumo que no permite descartar un debilitamiento de la demanda interna de carácter más prolongado. A esto se agrega una posible expansión del PIB potencial de la economía debido a la rápida expansión de la inversión en los últimos años. En conjunto, estos dos hechos indican que la “brecha de producto” pudo haberse ampliado a finales de 2004, reduciendo las presiones inflacionarias. La estabilización de la inflación de no transables en el segundo semestre de 2004 (luego de haber venido creciendo en el primer semestre del año) es coherente con esta hipótesis, aunque también pudo ser el resultado de la reducción en las expectativas de inflación.

La mayor apreciación cambiaria observada en 2004 y la evolución esperada del tipo de cambio en 2005, la posible ampliación de la brecha de producto y la baja en las expectativas de inflación son factores que contribuyen a lograr la meta de inflación de 2005 (entre 4,5% y 5,5%), y a situar la inflación en 2006 dentro del rango anunciado (entre 3% y 5%), a partir de una senda de tasas de interés inferior a la contemplada en anteriores informes de inflación. El cumplimiento de las metas es además compatible con una senda de tasas de interés inferior a la contemplada en los anteriores informes sobre inflación.

Así lo confirman los pronósticos de inflación, incluso teniendo en cuenta varios choques de precios que pueden tener lugar en 2005, como el ajuste del IVA de 7% a 10% sobre algunos productos de la canasta familiar, los incrementos posiblemente superiores a la inflación en los precios de los combustibles y de los bienes y servicios regulados, y la probabilidad de un fenómeno moderado de El Niño.

Por otra parte, la JDBR ha expresado su preocupación con la tendencia a la apreciación real de la moneda por su posible efecto negativo sobre la producción de algunos sectores transables y sobre la evolución de la cuenta corriente de la balanza de pagos. El deterioro en esta última podría conllevar en el futuro la necesidad de ajustes abruptos de la tasa de cambio ante una reversión en los flujos de capitales que llegan a las economías emergentes, con efectos perversos sobre la inflación y la actividad productiva.

En el análisis sobre la conveniencia de adoptar medidas específicas para frenar o moderar la revaluación del peso, la autoridad monetaria ha considerado que se deben tener en cuenta los siguientes criterios:

- ✘ Dar una clara prioridad al objetivo constitucional de la estabilidad de precios.
- ✘ Evaluar la duración de los factores que golpean la tasa de cambio (nominal y real).
- ✘ Tomar en cuenta la efectividad de los instrumentos a disposición de la autoridad.

Con respecto al predominio del objetivo de la estabilidad de precios, se debe señalar que dentro de una estrategia de inflación objetivo, es posible acomodar otros objetivos de política, siempre y cuando se subordinen al objetivo de inflación. Por ejemplo, la autoridad monetaria puede tratar de moderar una apreciación, desde que no se ponga en riesgo el logro de la meta de inflación. Más aún, si la revaluación viene acompañada de la ampliación de la brecha de producto y sitúa los pronósticos de inflación por debajo del valor de la meta, la sugerencia de política derivada de la estrategia es reducir las tasas de interés, acción que tiende a estabilizar la tasa de cambio.

En segundo lugar, cuando se establece que las causas de la apreciación son permanentes o de “equilibrio de largo plazo”, se juzga que la política adecuada consiste en permitir la apreciación nominal del peso. De otra forma, se

llegaría a una situación ineficiente en la cual la tasa de cambio real termina en su nuevo nivel de equilibrio (más apreciado) a través de un aumento de la inflación. Por ejemplo, la apreciación que resulta de un aumento *permanente* en el precio de un producto exportado podría ser temporalmente mitigada con una política de acumulación de reservas internacionales no esterilizada. Eventualmente, sin embargo, dicha política redundará en una expansión monetaria, un aumento de la inflación y la apreciación real del peso por cuenta del incremento de los precios internos, así la política haya sido “exitosa” en mantener la tasa de cambio nominal en un nivel deseado.

Como se desprende del análisis efectuado a lo largo de este informe, la JDBR estima que varios de los factores determinantes de la apreciación son transitorios. Por ejemplo, se espera que en el futuro los términos de intercambio corrijan a la baja y que, después de 2007 disminuya el volumen de las exportaciones de petróleo. También se espera una desaceleración del crecimiento mundial y de su consiguiente impulso sobre las exportaciones. Así mismo, el Gobierno ha manifestado su intención de reducir el déficit público y su financiación externa. En este sentido, el segundo criterio sugiere la conveniencia de moderar la magnitud de la apreciación, para evitar que una corrección abrupta de la misma ponga en riesgo la meta de inflación en el futuro, y con el fin de mitigar el efecto adverso que la apreciación podría tener sobre los sectores productores de bienes transables.

Se ha de recordar que con base en estos criterios, y ante las perspectivas del tipo de cambio, la JDBR redujo las tasas de interés del Banco de la República en 25 pb en febrero y marzo. También, se utilizó la intervención del Banco en el mercado de divisas para comprar US\$1.400 m entre enero y septiembre a través del sistema de subasta de opciones para acumular reservas internacionales. Esta intervención fue en parte esterilizada por medio de la venta de TES de propiedad del Banco Emisor en el mercado secundario.

A pesar del elevado monto de la intervención del Emisor en el mercado cambiario y de compras de dólares por el Tesoro por aproximadamente US\$ 400 m, la apreciación del peso se acentuó en septiembre. Se juzgó entonces que la intervención podría ser más efectiva si se llevaba a cabo mediante un mecanismo menos predecible que las subastas de opciones de venta de divisas al Banco de la República. Parte de la efectividad de la intervención discrecional radica en la incertidumbre, al menos en el corto plazo, que tienen los agentes sobre la magnitud de la intervención del Banco. Por esta razón, en octubre se anunció que el Banco estaría dispuesto a comprar en el mercado hasta US\$1.000 m *de forma discrecional* en lo que restaba del año. Se estableció que una parte importante de dichas compras sería esterilizada, y la otra acomodaría el aumento permanente de la demanda de base monetaria.

Con base en este esquema, en el cuarto trimestre del año el Banco acumuló reservas internacionales por US\$1.503 m, a través de compras discrecionales. Este monto corresponde al 52% del total de reservas internacionales acumuladas durante el año y que ascendió a US\$2.905 m (Cuadro A).

Como una medida complementaria y coherente con el análisis de las tendencias de la inflación en 2005 y 2006, el 17 de diciembre de 2004 la JDBR redujo en 25 pb sus tasas de interés de intervención, las cuales quedaron en 6,5% para las subastas de expansión, y en 5,5% para las subastas de contracción (Cuadro B).

Posteriormente, el día 21 de diciembre, la JDBR ratificó su decisión de intervenir de manera discrecional en el mercado sin anunciar un monto ni un plazo determinados para dicha intervención y decidió cerrar las ventanillas de contracción (subasta y lombarda).

**CUADRO A**  
**OPCIONES DE COMPRA-VENTA DE DIVISAS**  
**DEL BANCO DE LA REPÚBLICA (AÑO 2004)**

	<b>Monto</b> <b>(Millones de dólares)</b>
<b>Compras</b>	<b>2.905</b>
<b>Opciones Put</b>	<b>1.580</b>
Para acumulación de reservas internacionales	1.400
Para el control de la volatilidad	180
<b>Intervención discrecional</b>	<b>1.325</b>
<b>Ventas</b>	<b>500</b>
<b>Gobierno Nacional</b>	500
<b>Compras netas</b>	<b>2.405</b>

Fuente: Banco de la República.

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

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

(\*) No aplica. Desde el 22 de diciembre de 2004, el Banco suspendió las operaciones de contracción monetaria (subasta y lombarda).  
Fuente: Banco de la República.

A pesar de la mayor compra de dólares, la expansión monetaria ha sido coherente con el programa monetario, contribuyendo a ello la disminución del saldo de Repos netos y el aumento en los depósitos del Gobierno en el Banco de la República.

Las anteriores medidas han inducido una caída de cerca de 50 pb en la TIB desde finales del año, de los cuales 25 pb se explican por la reducción de las tasas de intervención del Banco de la República.

La posibilidad de mantener la actual posición de la política monetaria en los próximos trimestres dependerá, fundamentalmente, del comportamiento observado y del esperado de la tasa de cambio y la demanda agregada. En particular, la posibilidad de permitir que las tasas de interés de corto plazo alcancen niveles por debajo de los actuales por algún tiempo sin poner en riesgo el logro de las metas de inflación depende de cuán prolongada se espera que sea la apreciación del peso y, más concretamente, del tamaño y la duración de los flujos de capitales hacia el país.

Como se indicó, por el momento, se espera un escenario internacional caracterizado por un ajuste gradual del déficit externo de los Estados Unidos que no implique modificaciones abruptas en el crecimiento mundial, los precios de los productos básicos, o los flujos de capitales hacia los mercados emergentes. En este contexto, si se mantiene una política fiscal conducente hacia una reducción de la relación deuda a PIB, cabría esperar que no se presenten reversiones fuertes de capitales externos hacia Colombia.

Los datos y consideraciones anteriores sugieren la posibilidad de mantener inalteradas las tasas de interés en los próximos meses. No obstante, como se ha señalado repetidamente, existe gran incertidumbre en varios aspectos relevantes como la brecha de producto y el contexto internacional, por lo cual es necesario una revisión frecuente de la situación y el pronóstico macroeconómicos. Algunos cambios sustanciales en éstos pueden conducir a modificaciones importantes en la posición de la política monetaria.

También resulta conveniente esperar la información de los incrementos de los precios en los primeros meses del año para verificar, especialmente, si la inflación de bienes transables se comporta según lo previsto, o se reduce más de lo esperado. Esto es importante, dado que la mayor parte de los ajustes de precios de dichos bienes ocurre en el primer trimestre del año. Si se encontrara un descenso mayor en la inflación de transables (sin un repunte de la de no transables), se reforzaría el sesgo que ha tenido la política monetaria en el último trimestre.

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

Febrero de 2005

