

Banco de la República
Colombia

**POLÍTICA MONETARIA, INFLACIÓN
CRECIMIENTO ECONÓMICO**

FEBRERO 5 DE 2004

Gerencia Técnica



CONTENIDO

- I. Preliminares
- II. Hechos
- III. Actual Situación Económica
- IV. Perspectivas Macroeconómicas

I. Preliminares



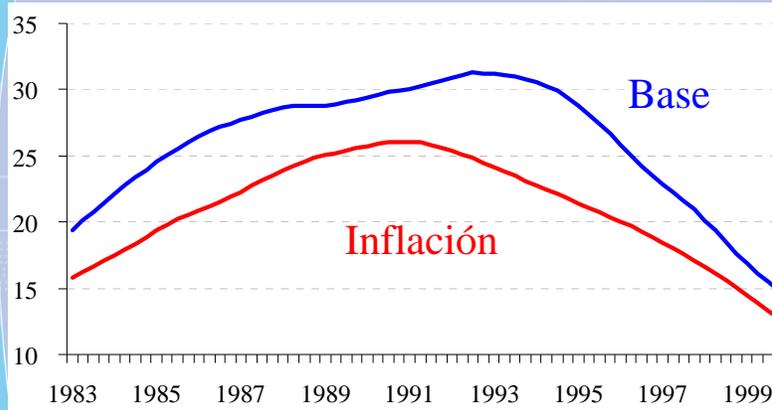
PRELIMINARES

A. Objetivos Política Monetaria

- **Corto plazo:** inflación y producción (empleo)
- **Largo plazo:** estabilidad de precios



COHERENTE CON LA ESTRECHA RELACIÓN ENTRE DINERO Y PRECIOS, EN EL LARGO PLAZO (CRECIMIENTO PORCENTUAL)



Banco de la República
Colombia



..Y CON QUE, EN EL LARGO PLAZO, EL
AUMENTO EN EL NIVEL DE VIDA DE LA
POBLACIÓN DEPENDE DEL CRECIMIENTO DE LA
PRODUCTIVIDAD, DETERMINADO POR:

- El crecimiento de la fuerza laboral y su calidad educativa.
- El aumento en el capital físico
- La eficiencia general en la asignación y administración de sus recursos productivos
- La capacidad de absorción de la información tecnológica
- La calidad de sus instrumentos judiciales
- El grado de exposición a la competencia.

Banco de la República
Colombia



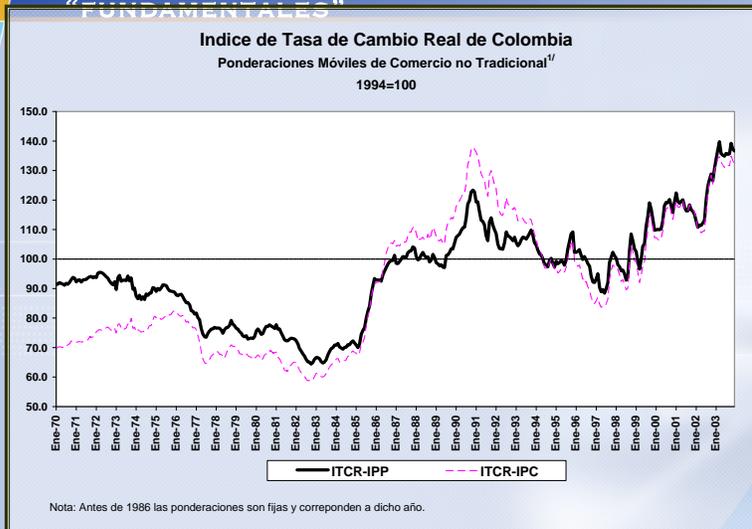
B. INSTRUMENTO

- La tasa de interés de las subastas de expansión y contracción monetaria.
- El sistema cambiario es de “Flotación”. La tasa de cambio no es un instrumento de política.

Banco de la República
Colombia



LA TASA DE CAMBIO REAL, EXCEPTO EN PERIODOS CORTOS, ESTÁ DETERMINADA POR EL COMPORTAMIENTO DE LOS FACTORES “FUNDAMENTALES”



Banco de la República
Colombia



C. HORIZONTE Y EJECUCIÓN

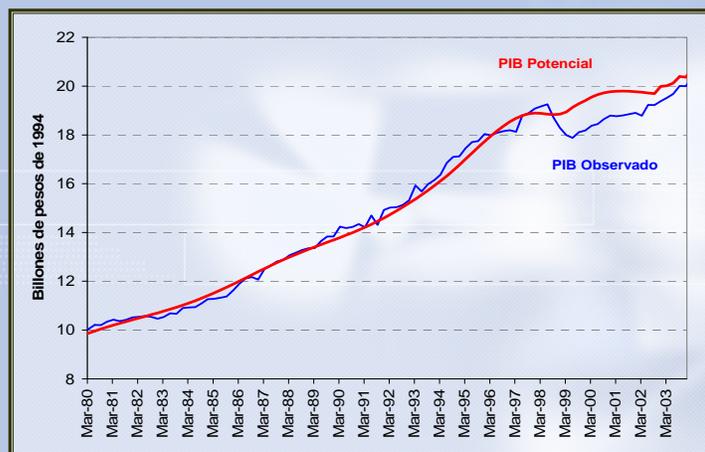
Los efectos de la política monetaria se manifiestan con rezagos largos y variables. La JDBR mira hacia adelante para fijar las tasas de interés de intervención. Para la decisión de tasas se realiza una evaluación completa de la economía, y de sus perspectivas a uno y dos años adelante.

Banco de la República
Colombia



D. CONSIDERACIONES DE CRECIMIENTO

- La suavización del ciclo.



Banco de la República
Colombia



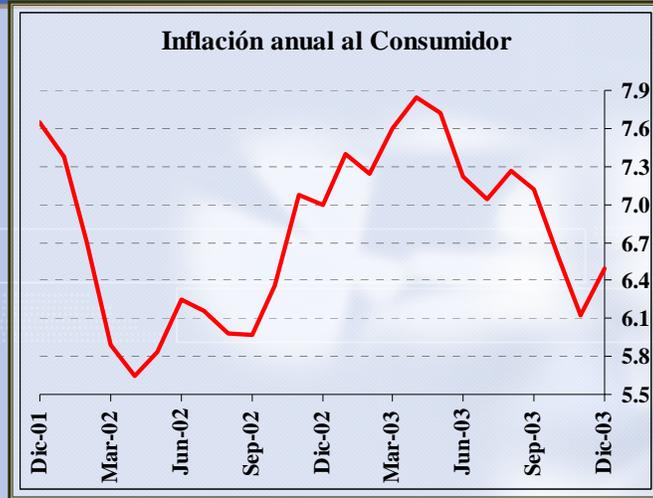
- La existencia de un horizonte de tiempo a uno y dos años adelante.
- La existencia de metas cuantitativas que disminuyen gradualmente.
- La (eventual) no respuesta de política a choques de oferta temporal

*Banco de la República
Colombia*

II. Hechos



LA INFLACIÓN AL CONSUMIDOR EN 2003 FUE 6,49%



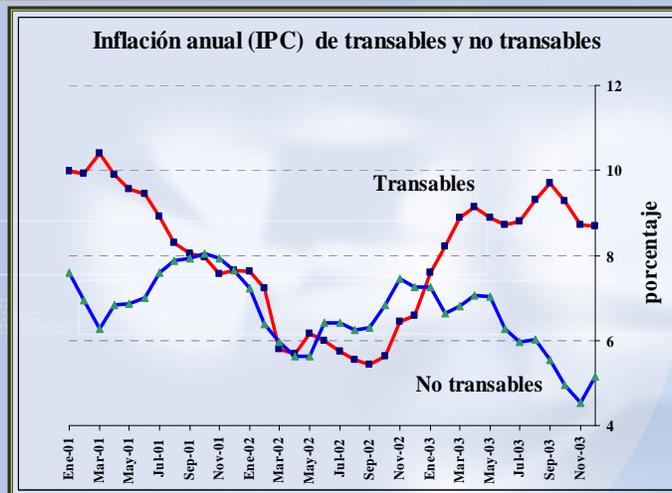
Banco de la República
Colombia

49 PUNTOS BÁSICOS POR ENCIMA DEL LÍMITE SUPERIOR DEL RANGO META



DENTRO DE LA INFLACIÓN TOTAL EXISTEN DOS TENDENCIAS DISTINTAS

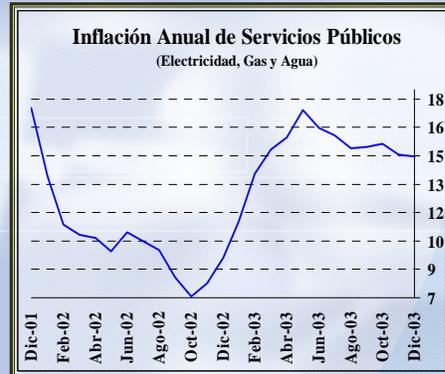
- ✓ La inflación de transables es superior a la meta pero está disminuyendo.
- ✓ La inflación de no transables es inferior a la meta



Banco de la República
Colombia



ADEMÁS, ALGUNOS PRECIOS REGULADOS DE BIENES TRANSABLES Y NO TRANSABLES ESTÁN AUMENTANDO MÁS QUE EL ÍNDICE DE CADA UNO DE ESTOS TIPOS DE INFLACIÓN

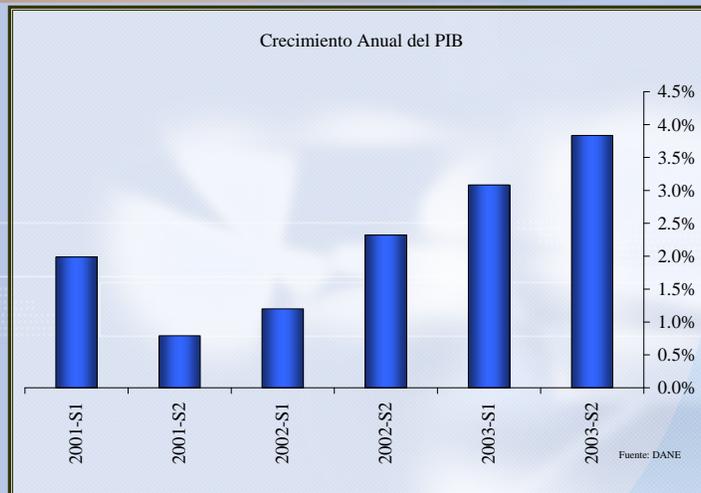


Banco de la República
Colombia



POR SU PARTE EL CRECIMIENTO ECONÓMICO CONTINÚA ACELERÁNDOSE

Debido a un mayor dinamismo de la demanda interna, en especial de la inversión.

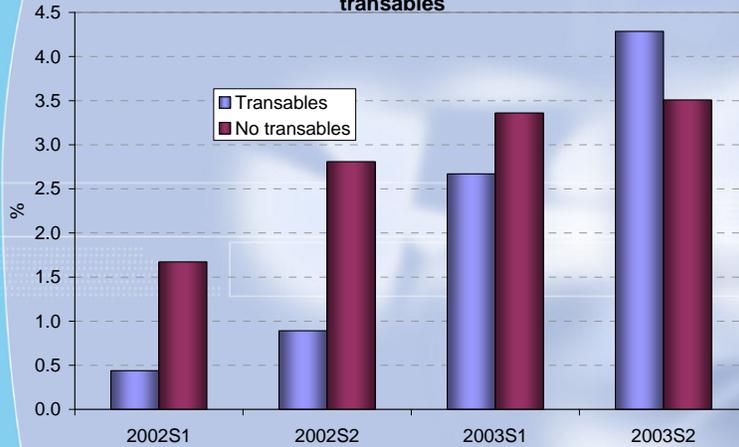


Banco de la República
Colombia



...CON UN CRECIMIENTO EQUILIBRADO DEL PIB DE TRANSABLES Y NO TRANSABLES

Crecimiento real anual de sectores transables y no transables



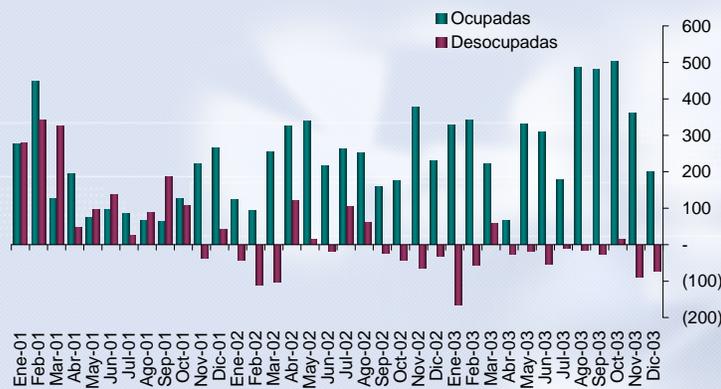
Fuente: Dane, crecimiento sectorial 2004:IV; Pronostico Banco de la República

Banco de la República
Colombia



...Y CON EL MAYOR CRECIMIENTO DEL PIB Y LA INVERSIÓN AUMENTA EL EMPLEO

Crecimiento Anual del Número de Ocupados y Desocupados para las 13 Principales Ciudades (en miles)



Fuente: SGEE con base en cifras ENH - DANE

Y SE REDUCE EL DESEMPLEO

Banco de la República
Colombia



La pregunta central de la política monetaria es cómo se comportarán las anteriores variables (inflación, producción y empleo) en los próximos dos años.

Para este propósito se necesita entender la situación actual y futura de la macroeconomía, separando entre los determinantes de la actividad económica y la inflación de bienes transables y no transables.

*Banco de la República
Colombia*

III. La Actual Situación Económica

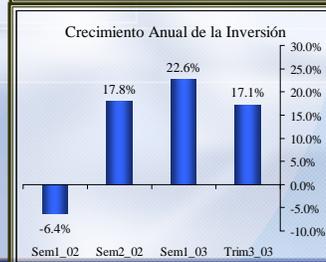
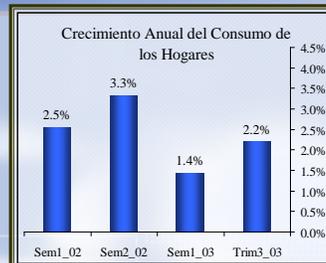
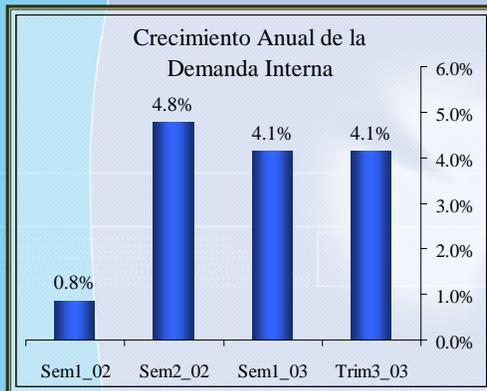


A. Demanda Interna y Producción de Bienes no Transables

Banco de la República
Colombia



EL CRECIMIENTO DE LA DEMANDA INTERNA HA MANTENIDO SU DINAMISMO DESDE EL SEGUNDO SEMESTRE DE 2002...

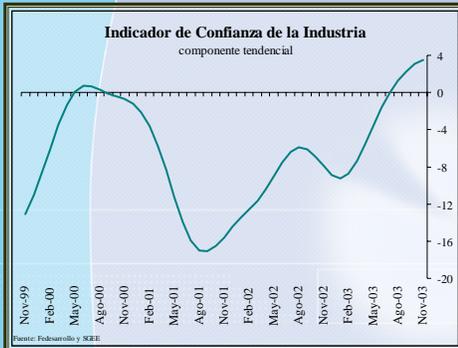


Banco de la República
Colombia

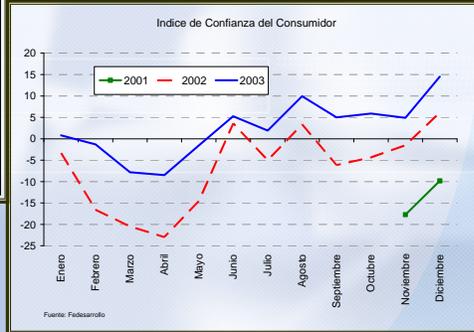
...SIENDO LA INVERSIÓN PRIVADA LA QUE MÁS CRECE



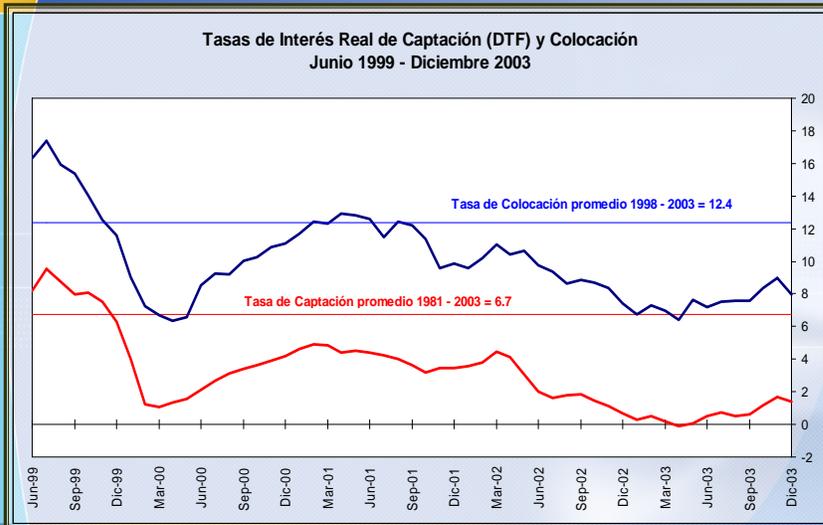
... EXPLICADO POR EL EFECTO CONJUNTO DE LA MEJORA EN EL NIVEL DE CONFIANZA DE LAS EMPRESAS Y CONSUMIDORES...



... favorecida muy especialmente por los avances en el programa de seguridad del Gobierno...



... Y EL LARGO PERIODO DE BAJAS TASAS PASIVAS DE INTERÉS REAL





LO CUÁL HA SIDO POSIBLE POR:

- Existencia de brecha de producto.
- Contexto internacional favorable.
 - Bajas tasas de interés en USA
 - Bajas primas de riesgo sobre el endeudamiento público.
(Bajas tasas de interés externas)
- Mejora en credibilidad de política monetaria

*Banco de la República
Colombia*



Con bajas tasas de interés, confianza, y un sistema financiero fortalecido se reactiva el canal del crédito.

- Mejora situación financiera de los intermediarios, las empresas y los hogares.
- Mejora la percepción de riesgo de prestatarios y prestamistas.

*Banco de la República
Colombia*



Adicionalmente, el crecimiento de la demanda interna ha sido estimulado por:

Banco de la República
Colombia



(I) EL AUMENTO EN EL INGRESO NACIONAL POR EL FUERTE INCREMENTO EN LAS TRANSFERENCIAS DEL EXTERIOR...

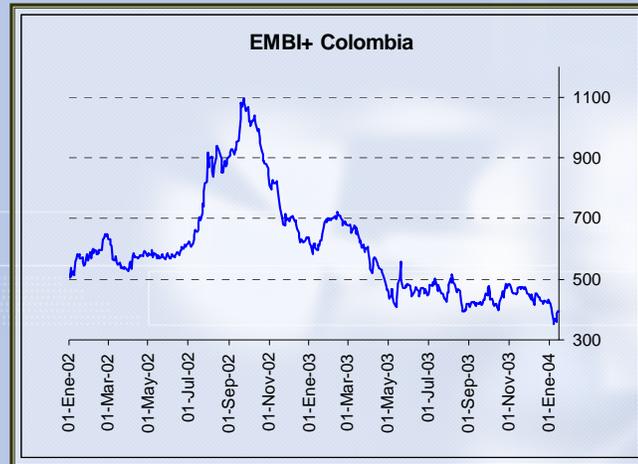


Banco de la República
Colombia

... y la mejora en los términos de intercambio



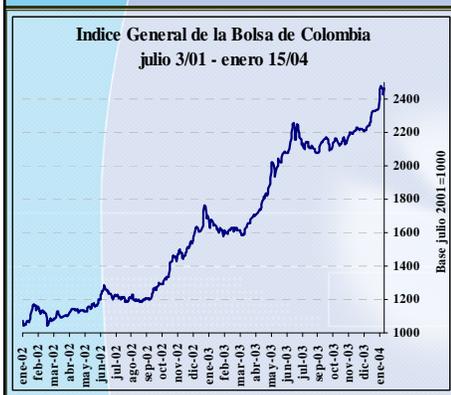
... Y (II) LA REDUCCIÓN DEL SPREAD DE LA DEUDA EXTERNA...



...que facilita la consecución de ahorro externo a menor costo



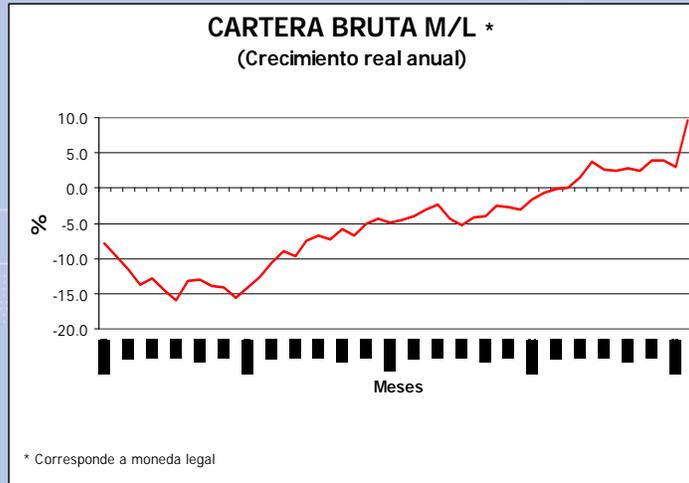
ESTOS FACTORES HAN LLEVADO A LA EVOLUCIÓN FAVORABLE EN EL PRECIO DE ALGUNOS ACTIVOS...



...con el consecuente efecto positivo sobre la riqueza



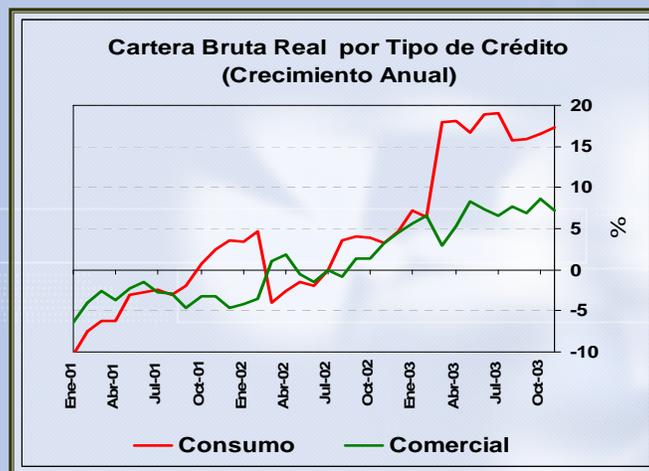
...Y A LA ACELERACIÓN EN EL CRECIMIENTO DEL CRÉDITO ...



Banco de la República
Colombia



... Y EN ESPECIAL EL CRÉDITO DE CONSUMO Y COMERCIAL.

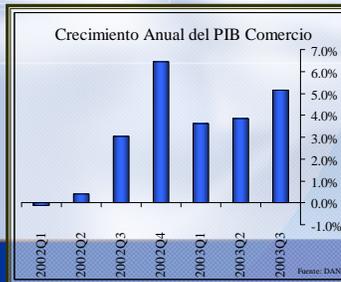
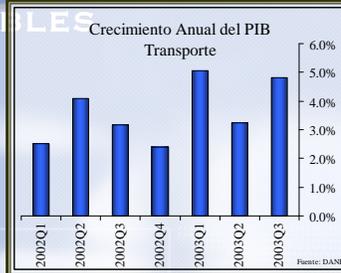
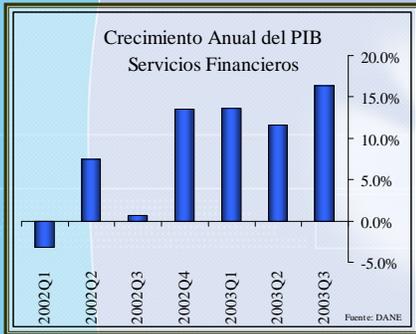


Banco de la República
Colombia

El micro-crédito creció (nominalmente) 55% en 2003



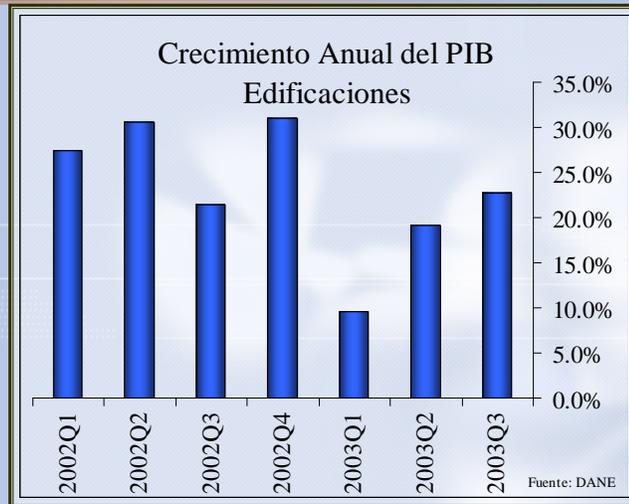
... CON LO CUAL SE ACELERA EL CRECIMIENTO DE ALGUNOS SECTORES PRODUCTORES DE BIENES Y SERVICIOS NO TRANSACTUALES



Banco de la República
Colombia



... Y EN ESPECIAL, DE LA CONSTRUCCIÓN



Banco de la República
Colombia



B. Demanda mundial, producción de bienes transables y tasa de cambio

Banco de la República
Colombia



LAS CIFRAS DE CRECIMIENTO RECIENTE SUGIEREN UN MAYOR DINAMISMO DE LA ECONOMÍA MUNDIAL...

	PRONÓSTICOS DE CRECIMIENTO		
	Observado 2002	8 de enero de 2004	
	2003	2004	
Países Desarrollados			
Estados Unidos	2.4	3.1	4.4
Zona del Euro	0.8	1.0	2.4
Japón	0.3	2.7	2.1
América Latina			
Argentina	-11.0	7.3	5.3
Brasil	1.5	0.1	3.4
Chile	2.0	3.3	4.6
México	0.9	1.2	3.4
Perú	5.2	4.0	3.9
Ecuador	3.0	2.6	3.9
Venezuela	-8.9	-10.5	6.4
Colombia*	1.6	3.5	4.0

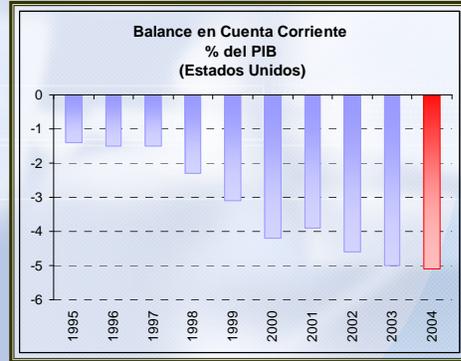
Fuente: DATASTREAM
* Pronósticos Banco de la República

Banco de la República
Colombia

IMPULSADO PRINCIPALMENTE POR EL CRECIMIENTO DE ESTADOS UNIDOS...



...PAÍS QUE TIENE NIVELES EXCEPCIONALMENTE BAJOS DE TASAS DE INTERÉS, Y UN FUERTE DÉFICIT EN LA CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS...

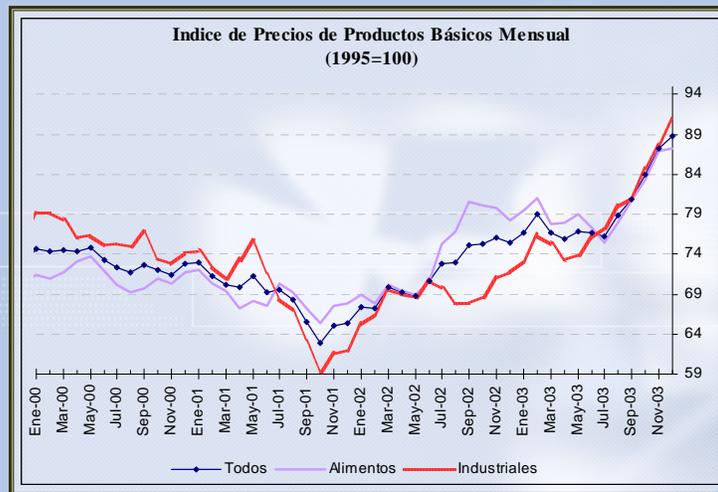


Banco de la República Colombia

...AL TIEMPO QUE AUMENTA SU DÉFICIT FISCAL



CON LA MAYOR DEMANDA Y OPTIMISMO SOBRE LA RECUPERACIÓN DE LA ECONOMÍA MUNDIAL LOS PRECIOS DE LOS "COMMODITIES" HAN AUMENTADO...



Banco de la República Colombia



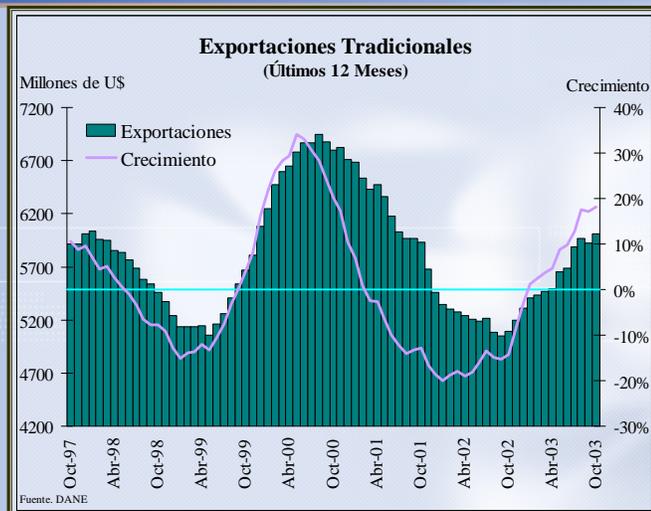
...SIENDO ESPECIALMENTE IMPORTANTE PARA COLOMBIA LOS PRECIOS INTERNACIONALES DE LOS SIGUIENTES PRODUCTOS BÁSICOS...

	Promedio 2001	Promedio 2002	Promedio 2003	Diciembre de 2003
Petróleo WTI (US\$/barril)	25.95	26.12	31.12	32.1
Carbón (US\$/tm)	32.31	27.06	27.84	35.75
Níquel (US\$/tm)	5945	6772	9629	14163
Café (centavos US\$/libra)	72.4	65.1	67.1	70.6
Oro (US\$/onza troy)	271	310	363.5	407

Banco de la República
Colombia



ADEMÁS, CON LA MAYOR DEMANDA MUNDIAL, LAS EXPORTACIONES TRADICIONALES HAN MOSTRADO UN MAYOR DINAMISMO...



Banco de la República
Colombia



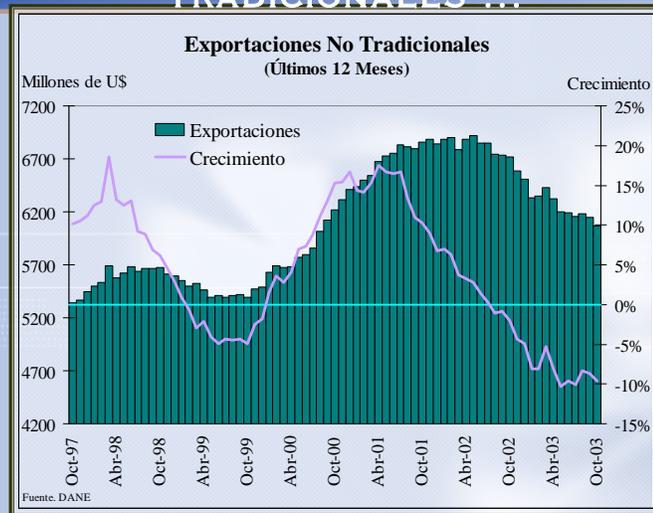
... QUE SE HA REFLEJADO, EN PARTICULAR, EN UN ALTO CRECIMIENTO DEL PIB MINERO



Banco de la República
Colombia



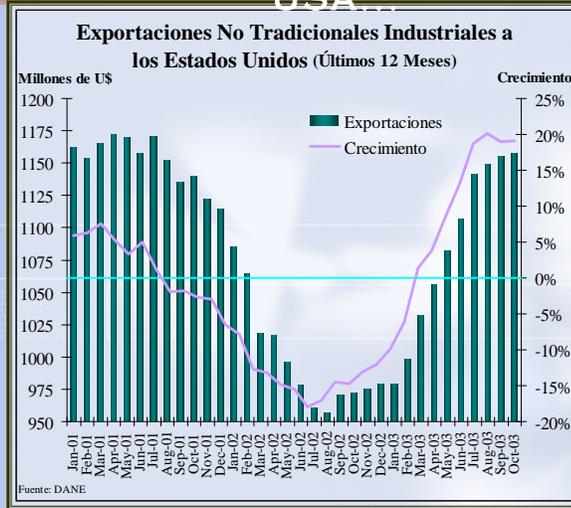
SIMULTÁNEAMENTE SE FRENÓ LA CAÍDA DE LAS EXPORTACIONES NO TRADICIONALES ...



Banco de la República
Colombia



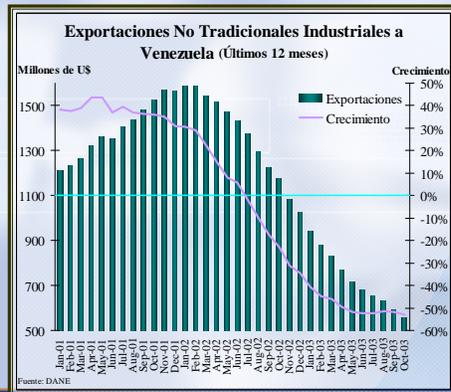
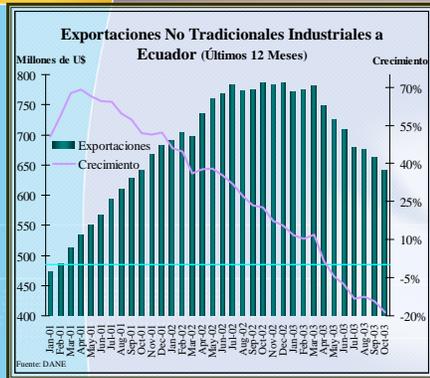
... DESTACÁNDOSE LA RECUPERACIÓN DE LAS EXPORTACIONES INDUSTRIALES A USA...



Banco de la República
Colombia



... QUE HA COMPENSADO PARCIALMENTE LA CAÍDA DE LAS DIRIGIDAS A ECUADOR Y VENEZUELA



Banco de la República
Colombia



TODO LO ANTERIOR A PESAR DE LA APRECIACIÓN DE LA TASA DE CAMBIO NOMINAL EN 2003, Y EN ESPECIAL EN EL ÚLTIMO TRIMESTRE DE ESE AÑO Y LO CORRIDO DE 2004



Banco de la República
Colombia



EXPLICADA, PRINCIPALMENTE, POR:

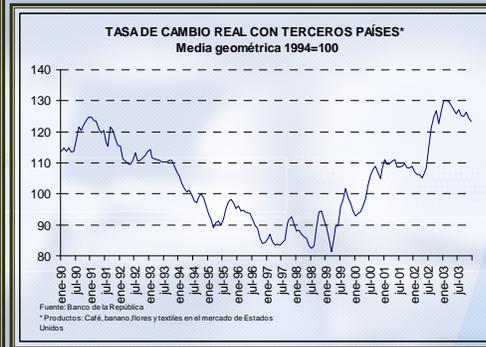
- Las bajas tasas de interés y el fuerte déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos de los Estados Unidos.
- El incremento de las transferencias del exterior y la mejora en los términos de intercambio del país.
- El déficit fiscal del Gobierno Central y su financiación parcial con recursos externos.
- La mejora en el crecimiento de la economía colombiana y, en general, de las economías de la región.

Banco de la República
Colombia

LO CUAL GENERA INCENTIVOS A "INVERTIR" EN COLOMBIA Y APOYA LA IDEA DE LA IMPORTANCIA DE LA REDUCCIÓN DEL GASTO Y EL DÉFICIT DEL SECTOR PÚBLICO



...SIN EMBARGO, LA TASA DE CAMBIO REAL CONTINUA EN NIVELES HISTÓRICAMENTE ALTOS



...COMO CONSECUENCIA DEL MENOR NIVEL DE INFLACIÓN Y LA DEVALUACIÓN REAL DEL PESO EN AÑOS ANTERIORES Y, EN ESPECIAL,



C. RECAPITULACIÓN

- El crecimiento de la producción de no transables se acelera como respuesta al mayor dinamismo de la demanda interna.
- El crecimiento de la producción de transables se acelera por la mejora en precios internacionales de productos básicos, y la recuperación de Estados Unidos.
- Con el mayor crecimiento se cierra parcialmente la brecha del producto.



RECAPITULACIÓN

- La inflación de transables supera la meta de inflación, pero viene reduciéndose de manera coherente con el comportamiento de la tasa de cambio.
- La inflación de no transables está por debajo de la meta, pero existe evidencia de que en algunos de sus componentes se está acelerando (Ej. Arrendamientos).

Banco de la República
Colombia



IV. Perspectivas macroeconómicas



LA SECCIÓN ANTERIOR PROVEE EL PUNTO DE PARTIDA PARA EVALUAR LAS PERSPECTIVAS A UNO Y DOS AÑOS DE LA ECONOMÍA COLOMBIANA.

Las principales influencias sobre las perspectivas de mediano plazo son:

- La existencia de una política monetaria que estimula la actividad económica a través de bajas tasas de interés reales.
- El cierre de la brecha del producto a medida que se acelera el crecimiento de la demanda externa e interna.
- La recuperación del crecimiento de los principales socios comerciales.
- La apreciación reciente de la tasa de cambio y su eventual efecto sobre la inflación, la tasa de cambio real y la competitividad del sector transable.

*Banco de la República
Colombia*



A. Demanda interna y producción de bienes no transables

*Banco de la República
Colombia*



SE ESPERA QUE EL CONSUMO PRIVADO CREZCA A UN RITMO MAYOR, BASADO EN LOS SIGUIENTES HECHOS:

- El bajo nivel de la tasa de interés real.
- La mejora en la confianza del consumidor
- La mejora reciente en los términos de intercambio, la cual debe mantenerse en el presente año, y el alto volumen de transferencias del exterior.
- El crecimiento del empleo
- El fuerte dinamismo del crédito de consumo
- El aumento en la riqueza de los hogares asociado con la mejora en los precios de los activos.

*Banco de la República
Colombia*



... AL IGUAL QUE LA INVERSIÓN PRIVADA

- Las bajas tasas de interés y las amplias condiciones financieras (crecimiento M3 y crédito) facilitan la inversión mientras el sistema financiero presta más.
- La mejora en el nivel de confianza y seguridad
- El aumento en el nivel de utilización de capacidad
- Las posibles entradas de capitales

*Banco de la República
Colombia*



...Y POR EL INCREMENTO EN LAS UTILIDADES DE LAS EMPRESAS.

	(miles de millones de pesos)		Crecimiento anual	
	Sep-02	Sep-03	Nominal	Real
TOTAL ACTIVO	48,141	55,470	15%	8%
TOTAL PASIVO	19,484	21,364	10%	2%
TOTAL PATRIMONIO	28,657	34,106	19%	11%
INGRESOS OPERACIONALES	15,578	18,020	16%	8%
UTILIDAD BRUTA	5,217	6,042	16%	8%
UTILIDAD OPERACIONAL	1,356	1,658	22%	14%
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	33	1,784		
GANANCIAS Y PERDIDAS	21	1,938		

Banco de la República
Colombia



La política fiscal tendría un efecto incierto sobre la demanda:

- Con la reducción programada del déficit habría un posible efecto directo contraccionista de corto plazo.
- Por otro lado, habría un efecto indirecto expansivo debido a su impacto sobre la inversión privada (confianza) y el costo del financiamiento (*spreads*), así como un incremento en la tasa de cambio real y menores presiones sobre las tasas internas de interés.

Banco de la República
Colombia



B. Demanda externa, producción de bienes transables y tasa de cambio real

Banco de la República
Colombia



PARA 2004 SE PRONOSTICA UN AUMENTO IMPORTANTE EN LAS TASAS DE CRECIMIENTO DE LOS PRINCIPALES SOCIOS COMERCIALES, EXCEPTO PARA LA ZONA EUROPEA...

	EVOLUCIÓN DE LOS PRONÓSTICOS DE CRECIMIENTO				
	Observado	8 de enero de 2004		8 de octubre de 2003	
	2002	2003	2004	2003	2004
Países Desarrollados					
Estados Unidos	2.4	3.1	4.4	2.6	3.9
Zona del Euro	0.8	1.0	2.4	1.0	2.4
Japón	0.3	2.7	2.1	1.9	1.2
América Latina					
Argentina	-11.0	7.3	5.3	5.5	3.9
Brasil	1.5	0.1	3.4	0.7	3
Chile	2.1	3.3	4.6	3.2	4.3
México	0.7	1.2	3.4	1.7	3.6
Perú	5.3	4.0	3.9	3.8	3.7
Ecuador	3.4	2.6	3.9	2.7	3.6
Venezuela	-8.9	-10.5	6.4	-12.1	6.1
Colombia	1.6	3.5*	4.0*	2.5	3.1

Fuente: DATASTREAM
* Pronósticos Banco de la República

Banco de la República
Colombia

...TENIENDO ESPECIAL IMPORTANCIA PARA COLOMBIA LA RECUPERACIÓN DE LAS ECONOMÍAS DE ESTADOS UNIDOS Y



SE ESPERA QUE CONTINÚE, O INCLUSO SE INTENSIFIQUE, LA MEJORA EN LOS TÉRMINOS DE INTERCAMBIO DE LOS PAÍSES EMERGENTES. COLOMBIA NO ES UNA EXCEPCIÓN...

Producto	Variación Anual 2004
Petróleo	0,19%
Café	9,08%
Carbón	9,75%
Oro	1,55%

*Banco de la República
Colombia*



...LO QUE PERMITIRÁ MANTENER EL DINAMISMO, MOSTRADO EN 2003, DE LA GRAN MAYORÍA DE NUESTRAS EXPORTACIONES...

Producto	Proyección 2004
Petróleo y derivados	-6.62%
Café	11.32%
Carbón	22.92%
No Trad	8.73%
Oro	0.56%
Resto	9.39%

*Banco de la República
Colombia*

FUENTE: BANCO DE LA REPÚBLICA



...Y UN MAYOR DINAMISMO EN LAS IMPORTACIONES...

...reflejando el mayor crecimiento esperado de la demanda interna.

Importaciones	Proyección 2004
Consumo	12.15%
Intermedio	9.24%
Capital	11.62%

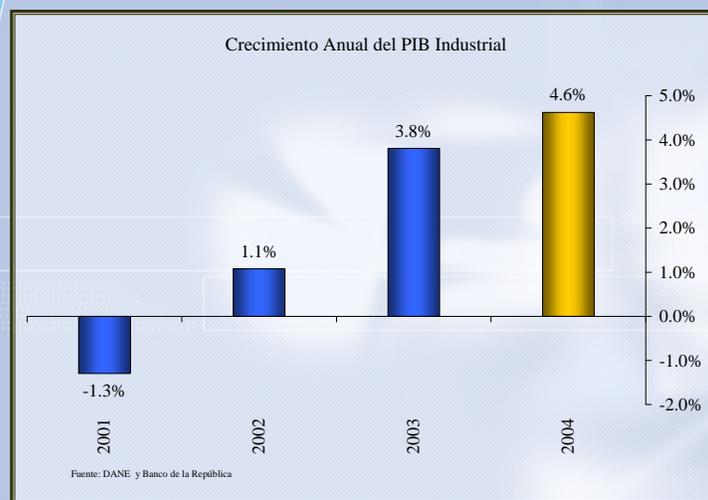
Fuente: Banco de la República

Banco de la República
Colombia

AUMENTANDO EL DÉFICIT EN LA CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS



ASÍ, SE ESPERA UN CRECIMIENTO IMPORTANTE EN LA PRODUCCIÓN DE ALGUNOS SECTORES TRANSABLES, ESPECIALMENTE LA INDUSTRIA.



Banco de la República
Colombia

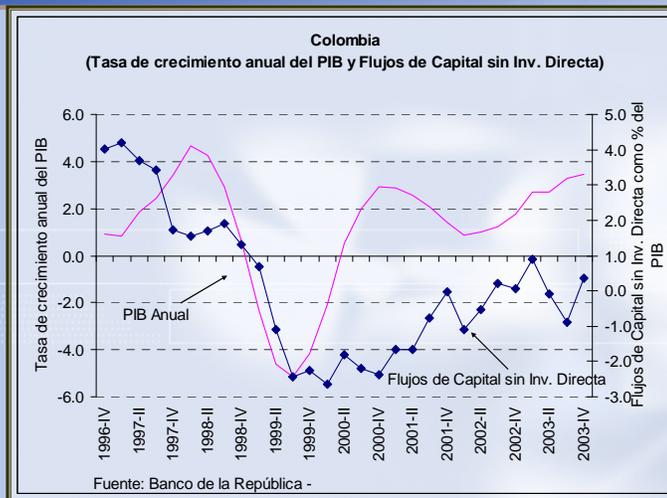


Todo lo anterior bajo la presencia de una leve apreciación real del peso frente al dólar, la cual puede ser mayor o menor dependiendo de la magnitud de las entradas de capital, y su duración.

Banco de la República
Colombia



SI LAS ENTRADAS DE CAPITAL AUMENTAN Y PERDURAN, LA ECONOMÍA CRECE MÁS EN EL CORTO PLAZO

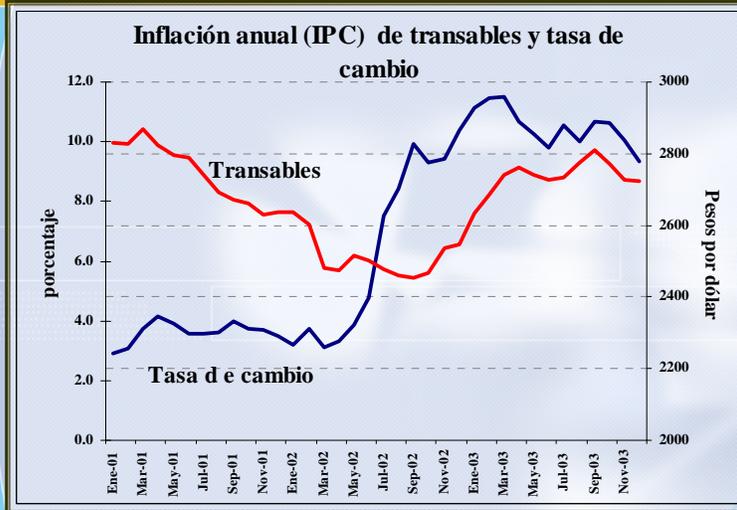


Banco de la República

CON APRECIACIÓN REAL Y AMPLIACIÓN DEL DÉFICIT EN LA CUENTA CORRIENTE, DEPENDIENDO EN GRAN MEDIDA DE LA POLÍTICA FISCAL, Y CON RIESGO DE UNA "PARADA SÚBITA", CON EFECTOS SIMILARES A LOS DEL 98-99



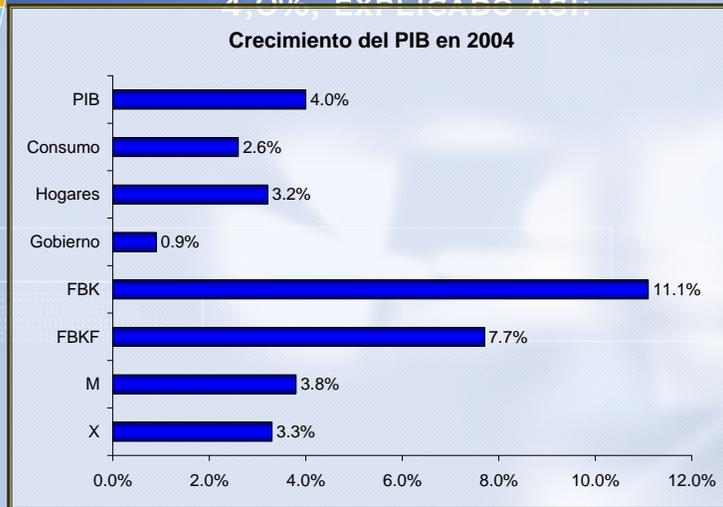
Y SI LOS FLUJOS SE REVIERTEN, LA DEVALUACIÓN ABRUPTA PUEDE LLEVAR A AUMENTOS EXCESIVOS EN LOS PRECIOS



OBLIGANDO A LA AUTORIDAD MONETARIA A CAMBIAR SU POSTURA DE POLÍTICA MONETARIA, COMO OCURRIÓ EN EL PRIMER TRIMESTRE DE 2002



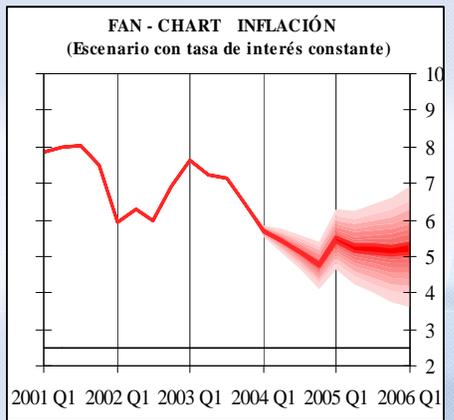
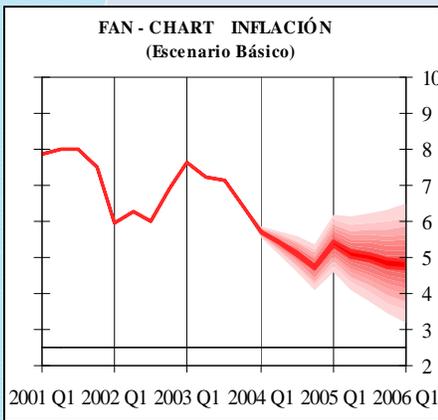
TENIENDO EN CUENTA LO ANTERIOR Y LA INFORMACIÓN SOBRE EL SECTOR DE TRANSABLES, EN 2004 EL PIB PODRÍA CRECER 4.0%, EXPLICACIÓN:



CON UN EFECTO SOBRE LA BRECHA DE PRODUCTO QUE DEPENDE DEL DINAMISMO DE LA INVERSIÓN, Y SU CALIDAD,



CON UNA INFLACIÓN AL CONSUMIDOR AL FINALIZAR EL AÑO ENTRE 5% Y 6%, CON RIESGOS EN AMBAS DIRECCIONES...

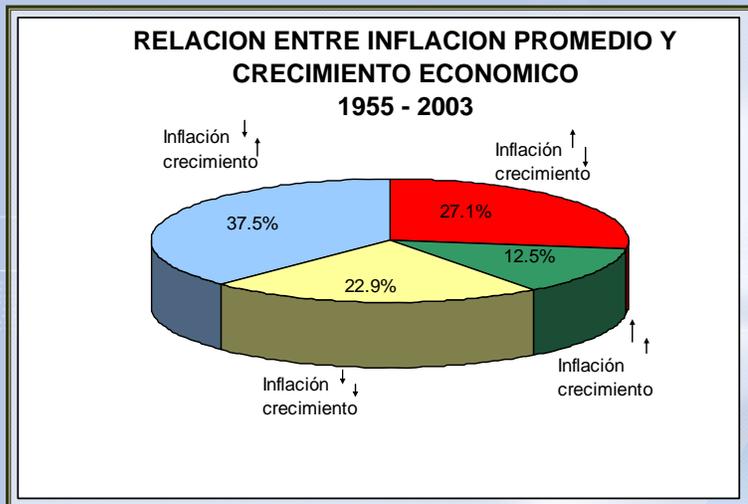


*Banco de la República
Colombia*

ASOCIADOS PRINCIPALMENTE CON LA TASA DE CAMBIO Y EL TAMAÑO DE LA BRECHA DEL PRODUCTO



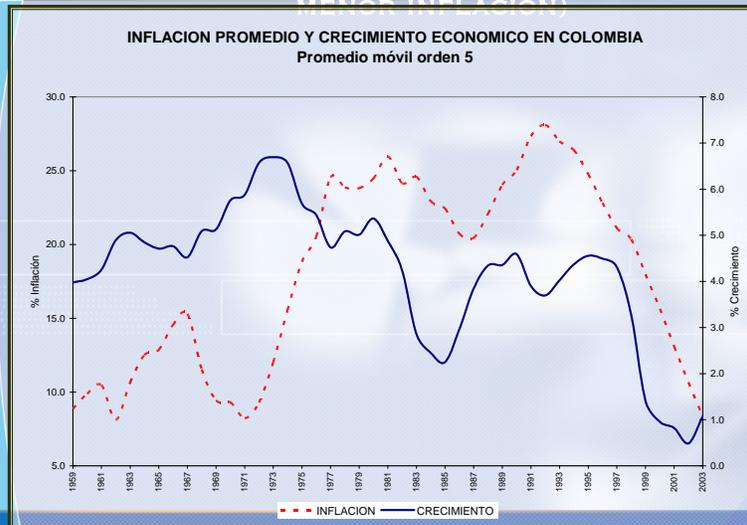
... SIENDO 2004 UN AÑO MÁS EN EL QUE EXISTE UNA RELACIÓN INVERSA ENTRE LA ACELERACIÓN DEL CRECIMIENTO Y LA INFLACIÓN...



*Banco de la República
Colombia*



...Y EN EL QUE SE ESPERA COMIENZE DE NUEVO LA RELACIÓN INVERSA ENTRE INFLACIÓN Y CRECIMIENTO QUE HA EXHIBIDO LA ECONOMÍA COLOMBIANA EN EL MEDIANO Y LARGO PLAZO. (MAYOR CRECIMIENTO – MENOR INFLACIÓN)



Banco de la República
Colombia



...LO CUAL REQUIERE, ADEMÁS DE LOS AVANCES EN EL PROGRAMA DE SEGURIDAD, LAS SIGUIENTES REFORMAS ESTRUCTURALES

- Pensional
- Reforma del Estado y del gasto público
- Reforma tributaria con criterios de eficiencia
- Profundización de la integración comercial
- Mejoras en la formación de capital humano

Banco de la República
Colombia