

*II*  
*ACTUALIDAD*

---

# SITUACIÓN INFLACIONARIA EN MARZO Y SUS PERSPECTIVAS

## Resumen del Informe sobre Inflación correspondiente a marzo de 2005

- La evolución de la situación inflacionaria en el primer trimestre se caracterizó por los siguientes hechos:
  - Descenso de la inflación total y de todos los indicadores de inflación básica, en especial el de la inflación sin alimentos.
  - Reducción de las expectativas de inflación durante el primer trimestre del año, como lo muestran las encuestas y la evolución de los diferenciales entre las tasas de interés de los TES de tasas fija y variable.
  - Disminución de la inflación de no transables que en parte se explica por la reducción de las expectativas de inflación, pero que también podría reflejar la inexistencia de presiones de demanda importantes.
  - Reducción de la inflación de transables asociada con la apreciación del tipo de cambio.
- Al mismo tiempo, la economía colombiana continuó creciendo en un contexto externo favorable. La economía mundial y la de nuestros principales socios comerciales presentan un alto dinamismo, aunque para el año se espera una menor expansión que la que se observó en 2004. Los términos de intercambio se mantienen altos, y los precios de algunos productos básicos de exportación podrían aumentar inclusive por encima de los niveles del año anterior.
- Con las cifras del producto interno bruto (PIB) para el cuarto trimestre puede afirmarse que la economía continuó fortaleciéndose en 2004

---

y que la desaceleración del PIB en el tercer trimestre fue en gran parte transitoria y relacionada con choques de oferta como se había señalado en el informe anterior. El crecimiento en los últimos seis trimestres ha sido superior al 4%, en promedio, y desde el tercer trimestre de 2003 la demanda interna ha crecido por encima de 5%.

- Los factores más dinámicos por el lado de la demanda en 2004 fueron la inversión privada y las exportaciones. Con el crecimiento observado de la inversión, su nivel como porcentaje del PIB alcanzó una tasa superior a su valor promedio entre 1970 y 2004 (17%). El consumo de los hogares continuó recuperándose, y, en términos per cápita, alcanzó los niveles previos a la crisis de 1999.
- Es probable que el crecimiento del PIB potencial haya aumentado en los dos últimos años como resultado del dinamismo de la inversión y de incrementos en la productividad total factorial. Sin embargo, debe recordarse que el PIB potencial no es observable y que su estimación está sujeta a incertidumbre.
- Adicionalmente, el análisis de diversos indicadores no presenta una evidencia concluyente sobre el cambio en la brecha de producto (la diferencia entre el PIB potencial y el PIB observado) con respecto al último informe de inflación:
  - Algunos de los indicadores señalarían una brecha menor. La utilización de capacidad instalada de la industria registró un aumento en enero, pero aún se sitúa cerca de su promedio histórico. Las respuestas sobre la importancia de problemas de demanda en la industria sugieren un cierre continuo de la brecha hasta enero de 2005. El porcentaje de empresas con utilización de capacidad instalada mayor que el promedio histórico continuaba aumentando. Sin embargo, estos indicadores se refieren exclusivamente a la industria y pueden ignorar lo que ocurre en otros sectores de la economía.
  - Otros hechos sugieren que la brecha de producto no se estaría cerrando. El comportamiento de los precios de los no transables y, en particular, de varios servicios, indicaría que la brecha no se estaría reduciendo rápidamente. Por otra parte, la tasa de desempleo aún se sitúa por encima del nivel que, se estima, indicaría una posible aceleración de la inflación.
- El desempeño de la economía en los próximos trimestres depende, en buena medida, de la evolución del contexto externo. A este respecto,

---

los mayores factores de incertidumbre son el comportamiento de los precios del petróleo y el ajuste de la política monetaria en los Estados Unidos.

- Existe consenso entre los analistas sobre la magnitud total del ajuste requerido en las tasas de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed), aunque persiste incertidumbre sobre el ritmo al cual pueda realizarse. En este Informe los pronósticos macroeconómicos suponen que continuará el ajuste gradual de las tasas de interés de la Fed hacia una posición neutral de la política monetaria.
- En estas condiciones se mantendrían las principales tendencias de los flujos de capital hacia las economías emergentes, caracterizadas por la existencia de una amplia liquidez en los mercados internacionales y sin que se presenten repuntes importantes en las primas de riesgo-país. No obstante, esta percepción también está sujeta a la incertidumbre sobre la velocidad de ajuste de la tasa de interés de la Fed y la evolución de los desbalances externo y fiscal en la economía de los Estados Unidos.
- Las últimas proyecciones de la balanza de pagos muestran que los ingresos de la cuenta corriente en 2005 podrían ser mayores que los previstos en el último Informe. Por un lado, se ha venido registrando un aumento en los términos de intercambio que se puede mantener en lo que resta de 2005. Por el otro, la demanda de nuestros socios comerciales, especialmente de Venezuela, puede ser más dinámica frente a lo que se esperaba.
- El comportamiento de los flujos de capital privados dependerá del contexto internacional y de la respuesta de los inversionistas internacionales y domésticos a los ajustes de la política monetaria en los Estados Unidos. De otro lado, si los ajustes en las tasas son mayores que los esperados, es posible que la entrada neta de capitales sea menor, e incluso podrían observarse salidas netas, con un impacto hacia el alza del tipo de cambio frente a sus niveles actuales.
- Los resultados de los modelos de pronóstico de la inflación y del modelo central de simulación de la política monetaria muestran que existe una alta probabilidad de cumplir la meta de 2005 (entre 4,5% y 5,5% con 5%, como meta puntual) y reducir la inflación hacia el rango anunciado para la meta en 2006 (entre 3% y 5%). Esto ocurriría incluso con una devaluación moderada del peso, y sería consistente con una senda de la tasa de interés de corto plazo (tasa interbancaria TIB) que se mantendría en niveles iguales o ligeramente inferiores a los actuales (6,3%).

- 
- De otro lado, los resultados de algunos modelos muestran que si la economía colombiana crece en 2005 a tasas superiores a 4%, que impliquen una reducción de la *brecha del producto*, no habría margen para una caída de la TIB frente a sus niveles actuales. Por el contrario, las tasas de interés de intervención del Banco de la República deberían moverse el próximo año hacia una postura monetaria más neutral, tal como lo están haciendo los bancos centrales de la mayoría de las economías, tanto desarrolladas como emergentes.
  - Por otra parte, como ya se mencionó, es posible que factores de oferta (aumentos en el acervo de capital y en la productividad), impliquen una brecha inicial menor o un cierre más lento de la misma. En este caso existiría la posibilidad de mantener el estímulo monetario con el que actualmente opera la economía. Sin embargo, dada la incertidumbre sobre el estado y la evolución de la brecha, es difícil afirmar que alguno de los anteriores escenarios sea más probable que los otros.
  - Algo similar sucede en relación con la tasa de cambio. Las proyecciones de esta variable son muy sensibles a los escenarios sobre balanza de pagos, los cuales cambian a medida que hay más información pertinente, y según el ritmo y la duración del ajuste de las tasas de interés externas. Nuevamente, en este contexto es difícil definir una proyección definitiva sobre la evolución de la tasa de cambio en el corto y mediano plazos.
  - Finalmente, debe tenerse en cuenta que los modelos de pronóstico no previeron una parte del descenso en la inflación en el primer trimestre. Por esta razón, aún no es posible determinar si ese comportamiento de la inflación tiene un carácter permanente o transitorio.
  - La incertidumbre que existe sobre el nivel de la brecha de producto, la evolución futura de la tasa de cambio y la solidez del descenso reciente de la inflación hacen necesario reunir un conjunto mayor de información antes de introducir un cambio en la política monetaria.
  - Por las razones anteriores, en su reunión del 22 de abril, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) decidió mantener la postura de la política monetaria con las siguientes implicaciones:

- 
1. Mantener la estructura de las tasas de interés del Banco.
  2. Mantener cerradas la ventanilla y las subastas de contratación.
  3. Mantener el esquema de intervención cambiaria discrecional.

*Junta Directiva del Banco de la República*

---

# COMUNICADOS DE PRENSA



*4 de mayo de 2005*

LA JUNTA DIRECTIVA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA SE REÚNE  
CON LOS EMPRESARIOS DE MEDELLÍN

En el día de hoy, 4 de mayo de 2005, se reunieron en Medellín el Gerente del Banco de la República y los codirectores de la Junta Directiva con un grupo de empresarios representantes de diferentes sectores de la economía, con el fin de analizar e intercambiar opiniones sobre la situación y perspectivas de la actividad económica del país.

Esta reunión es la cuarta de este tipo en el año, de las que realiza periódicamente la Junta Directiva con empresarios de todo el país, con el objeto de obtener una visión de primera mano del desempeño de la economía. Ya se han realizado reuniones en las ciudades de Cali, Barranquilla y Bogotá. En lo que resta del primer semestre se llevarán a cabo comités con los empresarios en las ciudades de Armenia y Cúcuta.

---

En esta ocasión asistieron Luis Fernando Arango Arango, presidente de C.I. Unibán S.A.; J. Mario Aristizábal, presidente de la Junta Directiva de Concreto; Carlos Alberto Beltrán Ardila, presidente de Coltejer, S.A.; Juan Sebastián Betancur Escobar, presidente de Proantioquia; Jorge Londoño de la Cuesta, gerente de Invamer; María Luisa Mejía Arango, presidenta de Confecciones Colombia; Juan Camilo Ochoa Restrepo, presidente de Suramericana de Inversiones; Luis Fernando Peláez Gamboa, presidente de Sofasa S.A.; Juan Felipe Posada Moreno, presidente de Industrias Estra S.A.; Imelda Restrepo, directora del Centro de Estudios Académicos de la ANDI; Luis Mariano Sanín Echeverri, presidente de Textiles Fabricato Tejicóndor S.A.; Beatriz Uribe de Uribe, gerente general de Mineros S.A.; Carlos Urrea Arbeláez, gerente internacional de Leonisa; Guillermo Valencia Jaramillo, presidente de Industrias e Inversiones El Cid; Carlos Valencia Zapata, gerente general de Setas Colombianas; y José Alberto Vélez Cadavid, presidente de la Compañía de Cemento Argos.

El Gerente General del Banco de la República, doctor José Darío Uribe, resaltó la continua y sostenida reducción de la inflación, cuya tasa anual se sitúa en 5% en la actualidad. Factores como el descenso de la inflación al consumidor y la inflación sin alimentos; la fuerte reducción de las expectativas de inflación como lo muestran las encuestas y el mercado de los títulos TES; la disminución de la inflación tanto de los bienes que se exportan e importan (transables) como de los que se producen y consumen en Colombia (no transables), aunados a los análisis estadísticos, sugieren que la inflación terminará este año cerca al 5%, cumpliéndose la meta.

Al analizar el resultado del crecimiento del producto interno bruto (PIB) para 2004, se concluye que la economía continuó fortaleciéndose en 2004 y que la desaceleración del PIB en el tercer trimestre fue en gran parte transitoria. El crecimiento en los últimos seis trimestres ha sido superior al 4%, en promedio. Los factores más dinámicos por el lado de la demanda en 2004 fueron la inversión privada y las exportaciones. Con el crecimiento observado de la inversión, su nivel como porcentaje del PIB alcanzó el 17%. El consumo de los hogares continuó recuperándose, y, en términos per cápita, alcanzó los niveles previos a la crisis de 1999. Adicionalmente, se han creado mejores puestos de trabajo, lo cual se observa en el aumento en el número de personas empleadas y en la reducción en la cantidad de subempleados.



---

Adicionalmente, se analizó el comportamiento de la tasa de cambio. El Gerente General informó que la Junta Directiva del Banco de la República ha tenido una política activa de acumulación de reservas internacionales sin comprometer el logro de las metas de inflación. En 2004, por ejemplo, las reservas internacionales aumentaron 24%, uno de los incrementos porcentuales más altos del mundo en ese año (tasa similar a la observada, por ejemplo, en Corea del Sur, Japón y Perú, entre otros). Entre 2004 y el primer trimestre de 2005, el Banco de la República ha comprado divisas en el mercado cambiario por cerca de US\$3.700 millones.

Al finalizar la reunión, el Gerente General enfatizó los logros que ha obtenido la economía con una inflación baja, estable y predecible. Una inflación con estas características es, en el largo plazo, la mejor contribución de la política monetaria al crecimiento del producto y el empleo. Por ejemplo, la inflación baja ha defendido la competitividad de la producción nacional; ha promovido el desarrollo del mercado de capitales, en especial del mercado de bonos privado y público; ha facilitado las negociaciones salariales; y ha promovido los esfuerzos de los empresarios hacia la búsqueda de ganancias de productividad.



*5 de mayo de 2005*

APARTES DE LA INTERVENCIÓN DEL GERENTE GENERAL DEL  
BANCO DE LA REPÚBLICA, JOSÉ DARÍO URIBE, EN EL SIMPOSIO  
DE MERCADO DE CAPITALES ORGANIZADO POR LA  
ASOBANCARIA  
POLÍTICA MONETARIA Y TASA DE CAMBIO EN COLOMBIA

El Gerente General del Banco de la República, José Darío Uribe, dijo hoy que en el manejo de la política monetaria, el Banco analiza los movimientos de la tasa de cambio en el contexto de la estrategia de inflación objetivo. El Gerente expandió el análisis de tasa de cambio y política monetaria que apareció recientemente en el Informe de la Junta Directiva del Banco de la República al Congreso.

En su presentación en el Simposio de Mercado de Capitales, el Gerente dijo que la compra de reservas internacionales por parte del Banco de la República está plenamente justificada al no comprometer el logro de las

---

metas de inflación, ser coherente con el movimiento de los otros instrumentos de política monetaria, y tener la revaluación un origen que, en parte, es transitorio. La política monetaria «ha ayudado al ajuste de la economía colombiana ante los efectos negativos de la devaluación del dólar, cumpliendo las metas de inflación, contribuyendo a suavizar el ciclo económico, y comprando más de US\$3.700 millones de reservas internacionales en 2004 y el primer trimestre de 2005, en un marco coherente de política». El manejo de los instrumentos de política monetaria ha evitado volatilidades innecesarias en el producto y la inflación, y ha promovido un crecimiento relativamente equilibrado entre los sectores productivos de bienes transables y no transables.

### **1. La estrategia de inflación objetivo y la tasa de cambio**

- La Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) ha establecido metas anuales de inflación como objetivo de su estrategia de política monetaria. Para 2005, esta meta se sitúa en un rango entre 4,5% y 5,5%, para 2006 en un rango comprendido entre 3% y 5%, y una meta de inflación de largo plazo entre 2% y 4%.
- Los instrumentos que la JDBR tiene a su disposición son: uno principal, las tasas de interés de las operaciones de mercado abierto, y uno complementario, la intervención en el mercado cambiario. La intervención cambiaria apoya a las tasas de las operaciones de mercado abierto en condiciones especiales.
- En situaciones en las cuales el producto observado de la economía es superior a su potencial, y la inflación esperada es mayor que la meta, la política monetaria debe volverse más restrictiva, aumentando las tasas de las operaciones de mercado abierto y/o vendiendo reservas internacionales en casos especiales.
- Por el contrario, si la economía está funcionando por debajo de su capacidad productiva, la política monetaria puede contribuir al crecimiento y al empleo mediante unas menores tasas de interés y/o comprando reservas internacionales en casos especiales.

### **2. Las lecciones de la fuerte devaluación entre mayo de 2002 y febrero de 2003**

- Entre mayo de 2002 y comienzos de 2003, el país enfrentó una fuerte devaluación del peso, la cual se transmitió con un rezago a la inflación

---

de bienes transables, al igual que a las expectativas de inflación que se situaron muy por encima de las metas.

- Adicionalmente, la devaluación tenía un origen externo común para América Latina, relacionado con los temores de un manejo poco ortodoxo de la política económica por parte del presidente Lula en el Brasil. Al final, estos temores resultaron infundados, haciendo que el choque fuera temporal.
- En consecuencia, una inflación esperada superior a la meta y unas expectativas de inflación creciente, aunadas al choque temporal de la tasa de cambio, condujeron a que la JDBR aumentara las tasas de interés de las operaciones de mercado abierto en 100 puntos básicos en dos oportunidades (enero y marzo de 2003) y vendiera US\$345 millones entre enero y abril de 2003.
- De este episodio se pueden desprender varias lecciones: i) parar la devaluación *sólo* con aumentos en las tasas de interés de las operaciones de mercado abierto habría requerido incrementos *muy* fuertes en las mismas, y mayor variabilidad en el producto y la inflación; y ii) el Banco de la República controla las tasas de interés interbancarias (TIB), pero no su efecto sobre la tasa de cambio.
- De esta manera, cuando el choque a la tasa de cambio es *temporal* y *muy fuerte*, la intervención cambiaria contribuye a reducir la variabilidad en las tasas de interés y aumentar la eficiencia de la política monetaria, por cuanto reduce la variabilidad de la inflación y el producto.

### 3. La reciente revaluación del peso frente al dólar

- La existencia de una política monetaria amplia está plenamente justificada cuando es coherente con el logro de la meta de inflación y cuando la economía opera por debajo de su capacidad productiva plena.
- Este período se ha caracterizado por una apreciación del peso *muy fuerte* que tiene (en parte) origen externo y *temporal*.
- La meta de inflación de 2004 se cumplió (5,5%) y existe una alta probabilidad de cumplir la meta en 2005 y 2006, no solo por el comportamiento de la inflación de transables sino también de no transables, la cual se dirige hacia la meta.
- Por su parte, los indicadores de inflación básica se sitúan ya por debajo de la meta, en especial el de la inflación sin alimentos, y las expecta-

---

tivas de inflación se mueven hacia el centro del rango meta (5%), reflejando la alta credibilidad de la política monetaria.

- Las proyecciones de inflación en 2005 están en la mitad inferior del rango meta (4,5% a 5%) y disminuyendo, al tiempo que la economía opera por debajo de su capacidad potencial.
- Además, un componente importante de la revaluación del peso obedece a cambios en la demanda externa por activos financieros colombianos, o cambios en la demanda interna de activos financieros externos (*no de la demanda de bienes y servicios*).
- Lo anterior se puede evidenciar al observar la estrecha relación entre la tasa de interés de los TES y la tasa de cambio, lo cual señala un aumento en la demanda de activos nacionales, y no de bienes y servicios.
- De lo anotado anteriormente se desprenden algunas implicaciones: i) la política monetaria amplia está justificada en el marco de la estrategia de inflación objetivo; ii) una parte importante de la apreciación tiene origen externo y temporal, y golpea al sector transable; y iii) la amplitud de la política monetaria se refleja en el nivel de tasas de interés y en la intervención en el mercado cambiario.
- El Banco de la República ha comprado US\$2.904,9 millones de reservas internacionales en 2004 y US\$773,8 millones en el primer trimestre de 2005. El mayor nivel de reservas internacionales hace a la economía colombiana más resistente ante choques externos negativos.
- En conclusión, la política monetaria ha ayudado al ajuste de la economía colombiana ante los efectos negativos de la devaluación del dólar: i) cumpliendo las metas de inflación; ii) contribuyendo a suavizar el ciclo económico; y iii) comprando reservas internacionales como parte de un esquema de política coherente.



*10 de mayo de 2005*

APARTES DE LA INTERVENCIÓN DEL DOCTOR JOSÉ DARÍO  
URIBE, GERENTE GENERAL DEL BANCO DE LA REPÚBLICA,  
ANTE LA COMISIÓN TERCERA DE LA CÁMARA

**1. Estrategia de inflación objetivo y los objetivos de la política monetaria**

- La teoría económica y la experiencia de los países enseña que la mejor contribución de la política monetaria al funcionamiento de la economía es: i) asegurar una inflación baja, estable y predecible en el largo plazo; y ii) suavizar las fluctuaciones del producto, el empleo y la demanda (ciclo económico), además del control de la inflación, en el corto y mediano plazos.
- La meta cuantitativa de inflación provee un ancla para las expectativas de inflación futura. De esta manera, la política monetaria contribuye a la calidad de las decisiones de ahorro, inversión, presupuestos y salarios.

- 
- La estrategia de inflación objetivo sirve de puente entre el objetivo de largo plazo de la política monetaria, el control de la inflación, y el objetivo de corto y mediano plazos, el control de la inflación y la suavización del ciclo económico. Esta estrategia busca alcanzar el máximo crecimiento del producto y el empleo coherente con el logro de las metas de inflación, lo cual es totalmente coherente con el mandato constitucional y legal del Banco de la República de «defender el poder adquisitivo del dinero, en coordinación con la política económica general».

## 2. Inflación y metas

- Al finalizar 2004, la inflación se situó en el punto medio (5,5%) del rango meta (5% a 6%), con tendencia decreciente.
- En lo corrido de 2005, la inflación ha seguido cayendo y en la actualidad se sitúa en 5%.
- Las medidas de inflación básica muestran una tendencia decreciente, y en la actualidad se encuentran en niveles de 5% o menos.
- Los pronósticos de inflación realizados con modelos estadísticos muestran que el cumplimiento de la meta de inflación para 2005 (4,5% a 5,5% con un punto medio de 5%) es altamente probable, y que la inflación continuará disminuyendo en 2006.
- La credibilidad de la meta de inflación es muy alta, y con baja dispersión, según se deriva de las encuestas de expectativas, así como de la revisión de los pronósticos de analistas nacionales e internacionales.
- La inflación de bienes transables ha caído, coherente con la fuerte apreciación del peso frente al dólar. En esta caída puede existir un componente transitorio. Sin embargo, la inflación de bienes no transables también ha caído, y es coherente con el logro de las metas de inflación.
- Los precios regulados crecen muy por encima de la meta, pero esos crecimientos no se han transmitido al resto de precios en magnitud tal que comprometan el logro de las metas de inflación.
- Las reducciones en las tasas de interés del Banco de la República en tres oportunidades (25 puntos básicos cada una), fueron previstas o no fueron vistas con sorpresa por los mercados financieros nacionales e internacionales.

---

### 3. Actividad y ciclo económico

- La economía colombiana ha recibido el impulso expansivo de la política monetaria, lo cual es evidente al tener en cuenta los siguientes hechos: i) crecimiento de los agregados monetarios por encima del crecimiento del PIB nominal; ii) tasas reales de interés históricamente bajas; y iii) aceleración del crecimiento del crédito.
- El impulso expansivo se ha transmitido por los diversos canales financieros: i) en el caso del crédito a los hogares, el crédito de consumo crece a tasas muy altas y el de vivienda se recupera gradualmente; ii) los créditos a las empresas muestran mayor dinamismo, y las más grandes colocan bonos. El crédito y los bonos financian parcialmente el crecimiento de la inversión; iii) los precios de algunos activos se recuperan, en especial los de las acciones de propiedad raíz.
- En general, el impulso expansivo de la política monetaria, en compañía de condiciones externas favorables y la mejora en los niveles de confianza han permitido que, por segundo año consecutivo, la economía colombiana crezca a tasas cercanas al 4%. Para 2005, tanto el Gobierno como los analistas nacionales e internacionales esperan un crecimiento del PIB cercano a 4%. Además, las condiciones del mercado laboral han mejorado, disminuyendo el desempleo y subempleo, y aumentando el empleo formal y de tiempo completo.
- Es evidente que el impulso monetario ha sido coherente con el logro de las metas de inflación. La política monetaria ha contribuido de manera significativa a que la economía crezca lo máximo posible coherente con el logro de las metas de inflación.

### 4. Tasa de cambio y política monetaria

- La relación entre la tasa de cambio y la política monetaria es de doble vía. La tasa de cambio afecta la inflación o el producto (dos variables objetivo de la política monetaria) a través de tres canales: i) efecto directo sobre el precio de los bienes importados o exportados; ii) efecto sobre las expectativas; y iii) efecto indirecto al afectar el volumen de exportaciones e importaciones y, por ende, la demanda agregada.
- Para el diseño y ejecución de la política monetaria es importante distinguir entre las variaciones permanentes o temporales de la tasa de cambio, y las variaciones temporales de la tasa de cambio que vienen



---

acompañadas de aumentos en la demanda de bienes y servicios colombianos, y las que no.

- En la práctica, los dos tipos de distinciones anteriores no son triviales, por lo cual la autoridad monetaria no puede emplear reglas mecánicas cuando enfrenta movimientos bruscos de la tasa de cambio. Su capacidad para moderar variaciones de esta variable depende de las condiciones macroeconómicas vigentes y la existencia o no de presiones inflacionarias.
- En 2004, el Banco de la República compró US\$2.904 millones, para un crecimiento porcentual del acervo de reservas cercano al 25%, uno de los incrementos porcentuales mayores en el mundo. En el primer trimestre de 2005 compró cerca de US\$800 millones. Toda esta intervención está plenamente justificada a partir de las siguientes consideraciones:
  - a. Una parte importante de la apreciación se ha originado en factores transitorios que no vienen acompañados de aumentos iniciales en la demanda de bienes y servicios colombianos. Este es el caso de la devaluación del dólar frente al resto de monedas del mundo, producto de las bajas tasas de interés y los desequilibrios en cuenta corriente y fiscal en los Estados Unidos.
  - b. La evaluación de la economía y sus tendencias futuras han sugerido, hasta el momento, que la inflación se dirige sin mayor dificultad a las metas cuantitativas definidas por la Junta Directiva del Banco.
  - c. La economía colombiana, a pesar del crecimiento del PIB en los dos últimos años y el esperado en 2005, ha funcionado con deficiencias de demanda con respecto a su producción potencial.
  - d. La intensidad de la apreciación exhibida entre el último trimestre de 2003 y los tres primeros de 2004 sugería claramente un movimiento de la tasa de cambio incoherente con el comportamiento de su fundamento.
- Las tendencias observadas y esperadas de la inflación y la tasa de cambio motivaron las decisiones de política monetaria en 2004. La situación y perspectivas de la inflación permitieron una política monetaria más holgada, impulsando el crecimiento sin comprometer el logro de las metas de inflación. Esto se tradujo en 75 puntos básicos menos

---

de tasas de interés de intervención del banco. A su vez, para moderar la apreciación y reducir la vulnerabilidad externa del país, el banco intervino comprando reservas. Ambas decisiones de política monetaria son coherentes en términos de su efecto sobre la tasa de cambio (atenuar la revaluación) y monetario (reducir costo del dinero).

## 5. Utilidades del Banco de la República

- Las utilidades proyectadas en 2005 (\$217 miles de millones (mm)) son inferiores en \$611 mm a las obtenidas en 2004. Esta reducción ocurriría debido a una disminución de \$454 mm en los ingresos y un aumento en los egresos de \$157 mm.
- La caída en los ingresos se explica, de menor a mayor importancia, de la siguiente manera: i) reducción de \$41 mm por concepto de menores comisiones por dejar de recibir consignaciones de dólares en efectivo a las entidades financieras; ii) \$47 mm menos por diferencia en cambio peso-dólar; iii) disminución de \$108 mm en los intereses recibidos en las operaciones de expansión monetaria (REPO), como consecuencia de las menores necesidades de liquidez transitoria por la expansión generada con la compra de divisas; y iv) disminución en los rendimientos de las reservas internacionales por \$293 mm.
- La disminución en los ingresos por inversión de las reservas internacionales se explica, a su vez, por: i) la revaluación observada del dólar frente al euro (de 1,35 a 1,32) y el yen (de 102,4 a 104,6); y ii) la disminución del precio del oro (de US\$438 a US\$435).
- Por su parte, los egresos aumentarían por las siguientes razones: i) aumento en \$109 mm en el costo de emisión de las especies monetarias; ii) aumento en las pensiones de jubilación en \$161 mm como consecuencia de un incremento en las provisiones por \$185 mm; iii) disminución de \$55 mm en la valorización de inversiones; y iv) egresos de \$38,8 mm por concepto de intereses pagados a los depósitos remunerados del Gobierno en el Banco de la República.



*16 de mayo de 2005*

LA JUNTA DIRECTIVA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA SE REÚNE  
CON LOS EMPRESARIOS DE LA ZONA CAFETERA

En el día de hoy, 16 de mayo de 2005, se reunieron en Armenia el Gerente del Banco de la República y los codirectores de la Junta Directiva con un grupo de empresarios de la Zona Cafetera, representantes de diferentes sectores de la economía, con el fin de analizar e intercambiar opiniones sobre la situación y perspectivas de la actividad económica del país.

Esta reunión es la quinta de este tipo en el año, de las que realiza periódicamente la Junta Directiva con empresarios de todo el país, con el objeto de obtener una visión de primera mano del desempeño de la economía. Ya se han realizado reuniones en las ciudades de Cali, Barranquilla, Bogotá y Medellín. En lo que resta del primer semestre se llevará a cabo un comité con los empresarios de la Zona Oriente en Cúcuta. En el segundo semestre del año, la Junta Directiva se reunirá

---

nuevamente con los empresarios de la Zona Occidente en Cali, Costa Caribe, Bogotá, Medellín, Zona Cafetera y Zona Oriente.

En esta ocasión asistieron Juan Alejandro Ángel Arango, gerente de Tierras Inversiones y Proyectos S.A. (Tipsa); Álvaro Arias Young, gerente de Multiservicios Integrados Agropecuarios Ltda.; Luis Fernando Beltrán Franco, gerente de BTG S.A.; Felipe Calderón Uribe, gerente de Construcciones Felipe Calderón y Asociados; Gustavo Alberto Castaño Sarmiento, gerente de la Constructora Centenario Limitada; Jairo Agustín Ceballos Alzate, gerente del Centro Automotor Renault; Gustavo Adolfo Córdoba Quiceno, gerente de Industrias Printex; Carlos Alberto Gómez Buendía, miembro principal del Comité de Cafeteros; César Augusto Jaramillo Muñoz, presidente de Kopla Limitada; Felipe López Hoyos, gerente de Chevrolet Caminos S.A.; Diego Mejía Isaza, gerente de Varta Rayo Vac; Enrique Millán Mejía, gerente de la ANDI en Pereira; Felipe Montes Trujillo, gerente de Colombit S.A.; Octavio Salazar, gerente de Autos de Risaralda; Mario Serna Flórez, gerente Propietario de Construcciones Mario Serna E.; Álvaro Tobón Jaramillo, miembro de la Junta Directiva de Arábicas S.A.; Mauricio Trujillo Posada, gerente de Jabonerías Hada S.A.; Carlos Varón Echeverri, director general de Eve Distribuciones (Droguerías Multidrogas); Luis Fernando Velásquez Echeverry, director ejecutivo de la Fundación para el Desarrollo del Quindío; Germán Vélez Uribe, gerente de Manufacturas de Aluminio S.A. Madeal; Eduardo Villegas Uribe, gerente de Acerías de Caldas S.A. Acasa; Hernán Villegas Velásquez, Gerente de Flexco; y Luis Fernando Zuluaga Giraldo, gerente de la Cooperativa Colanta.

El Gerente General del Banco de la República, doctor José Darío Uribe, resaltó que la política monetaria cumple los cinco criterios básicos de una política exitosa: i) las metas de inflación se cumplen, ii) las expectativas de inflación son coherentes con las metas, iii) la credibilidad de la política monetaria es muy alta, y iv) el marco de política cada vez es mejor entendido por el mercado. Adicionalmente, la política monetaria ha contribuido a la suavización del ciclo económico, impulsando el gasto y el crecimiento del producto y el empleo cuando la economía opera por debajo de su capacidad productiva y la inflación se dirige hacia las metas.

Especial énfasis se hizo durante la reunión a la continua y sostenida reducción de la inflación, cuya tasa anual se sitúa en 5% en la actualidad. Factores como el descenso de la inflación al consumidor y la inflación sin

---

alimentos; la fuerte reducción de las expectativas de inflación como lo muestran las encuestas y el mercado de los títulos TES; la disminución de la inflación tanto de los bienes que se exportan e importan (transables) como de los que se producen y consumen en Colombia (no transables), aunados a los análisis estadísticos, sugieren que la inflación terminará este año cerca al 5%, cumpliéndose la meta.

Por otra parte, se concluyó que la economía colombiana ha recibido el impulso expansivo de la política monetaria, que ha sido coherente con el logro de las metas de inflación. En general, el impulso monetario, en compañía de condiciones externas favorables y la mejora en los niveles de confianza, han permitido que, por segundo año consecutivo, la economía colombiana crezca a tasas cercanas al 4%. Para 2005, tanto el Gobierno como los analistas nacionales e internacionales esperan un crecimiento del PIB cercano a 4%. Además, las condiciones del mercado laboral han mejorado, disminuyendo el desempleo y subempleo, y aumentando el empleo formal y de tiempo completo.

Adicionalmente, se analizó el comportamiento de la tasa de cambio. El Gerente General informó que la Junta Directiva del Banco de la República ha tenido una política activa de acumulación de reservas internacionales sin comprometer el logro de las metas de inflación. En 2004, el Banco de la República compró US\$2.904 millones, para un crecimiento porcentual del acervo de reservas cercano al 25%, uno de los incrementos porcentuales mayores en el mundo. Entre enero y abril de 2005 compró US\$1.181 millones. El Gerente General señaló además que la compra de reservas internacionales por parte del Banco de la República está plenamente justificada al no comprometer el logro de las metas de inflación, ser coherente con el movimiento de los otros instrumentos de política monetaria, y tener la revaluación un origen que, en parte, es transitorio.

Por su parte, el Gerente General presentó una conferencia en el Foro de Gerentes de la Cámara de Comercio de Armenia sobre política monetaria y cambiaria. Como conclusión, el doctor José Darío Uribe resaltó que «en el pasado, las inflaciones altas erosionaron la confianza y distorsionaron las decisiones de ahorro e inversión; hicieron que muchos colombianos gastaran tiempo y esfuerzo en actividades improductivas; y fueron un gran obstáculo para el desarrollo del sistema financiero. En contraste, la inflación baja nos permite ahora ser moderadamente optimistas sobre el futuro de la economía del país; promueve que los

---

empresarios se concentren en el largo plazo; facilita que el banco central pueda cumplir de manera más eficiente su tarea de suavizar el ciclo económico, impulsando el crecimiento cuando el gasto esté creciendo por debajo de la capacidad productiva de la economía. En fin, la inflación baja ha sido un enorme logro, que tenemos todos que consolidar y defender».



*20 de mayo de 2005*

**EL BANCO DE LA REPÚBLICA MANTIENE INALTERADAS  
SUS TASAS DE INTERÉS**

La Junta Directiva del Banco de la República en su sesión del día de hoy acordó mantener inalteradas sus tasas de interés y reiteró su decisión de continuar interviniendo de manera discrecional en el mercado cambiario. La decisión se tomó luego de observar que la inflación mantiene una tendencia a la baja y que sus proyecciones son coherentes con las metas fijadas por la Junta Directiva del Banco. La Junta destacó el buen comportamiento de los precios en el mes de abril, tanto de los bienes transables como no transables, y la caída en las expectativas de inflación.



*26 de mayo de 2005*

EL GERENTE GENERAL DE BANCO DE LA REPÚBLICA, DOCTOR  
JOSÉ DARÍO URIBE, INTERVIENE EN EL SEMINARIO  
«LA ECONOMÍA COLOMBIANA DE CARA A 2005: PERSPECTIVAS  
Y PROYECCIONES EN LA ZONA CAFETERA», ORGANIZADO  
POR ANIF EN MANIZALES

El Gerente General del Banco de la República, José Darío Uribe, afirmó hoy que «ya son evidentes los grandes aportes de la reducción de la inflación al buen funcionamiento de la economía colombiana».

En su presentación en el seminario «La economía colombiana de cara a 2005: perspectivas y proyecciones en la Zona Cafetera», organizado por ANIF en la ciudad de Manizales, el Gerente General anotó que los beneficios de una inflación baja, y que se dirige a su meta de largo plazo, se manifiestan «tanto en factores relacionados con el comportamiento de corto plazo de la economía colombiana, como en algunos de los

---

determinantes de su crecimiento de largo plazo». El crecimiento de corto plazo, explicó, está recibiendo un fuerte impulso monetario coherente con el logro de las metas de inflación. Por su parte, la reducción de la variabilidad de la inflación y el desarrollo del mercado de TES de largo plazo a tasa fija, son factores que incentivan el crecimiento de largo plazo. «Estas son señales alentadoras, porque sugieren que la inflación baja puede estar contribuyendo a un uso más eficiente de los recursos productivos, y al desarrollo del crédito de largo plazo».

Al comienzo de su presentación, el doctor Uribe explicó que la estrategia de inflación objetivo y la independencia de los bancos centrales tuvieron su origen en la experiencia negativa de los países con inflaciones altas, y en el mejor conocimiento de cómo funcionan las economías.



*31 de mayo de 2005*

INTERVENCIÓN DEL DOCTOR JOSÉ DARÍO URIBE, GERENTE GENERAL DEL BANCO DE LA REPÚBLICA, EN DEBATE SOBRE LAS REMESAS EN COLOMBIA, COMISIÓN III DEL SENADO DE LA REPÚBLICA

## **I. Concepto**

- En la balanza de pagos existe un rubro de ingresos de transferencias corrientes, dentro del cual hay una cuenta llamada «Otros sectores. Remesas de trabajadores».
- Las remesas de trabajadores son las transferencias realizadas por los emigrantes colombianos a sus familiares en Colombia, y cuya residencia en el país de emisión ha sido superior a un año.
- Estas remesas son diferentes a las transferencias del «Gobierno General», provenientes de cooperación técnica entre gobiernos, o a las trans-



---

ferencias de «Otros sectores» distintas a remesas, realizadas también entre particulares.

## II. Monto y costo de envío

- En los últimos cinco años en Colombia los ingresos por remesas de trabajadores aumentaron de US\$1.297 millones en 1999 (1,5% del PIB) a US\$3.170 millones en 2004 (3,3%). Como proporción de los ingresos por exportaciones de bienes, el valor de las remesas pasó de 10,8% a 18,6%, respectivamente.
- Quienes han tomado de la balanza de pagos como remesas de trabajadores el valor total de los ingresos por transferencias están equivocados y han sobreestimado estos recursos en cerca de US\$700 millones. La información suministrada por el Banco de la República es clara y consistente.
- De acuerdo con estadísticas de bancos centrales, en 2004 Colombia fue el segundo país receptor de remesas en América Latina (después de México, que recibió US\$16.613 millones). Según el Fondo Monetario Internacional, Colombia fue el octavo receptor de remesas en el mundo en 2003.
- El promedio mensual de envío de remesas se calcula entre US\$300 y US\$250 (Banco de la República y Alejandro Gaviria). Aunque las entradas por remesas de trabajadores han aumentado mucho en los últimos años, el valor promedio de los giros de remesas ha permanecido relativamente estable a través de los años. Una proporción muy baja de los giros de remesas superan los US\$1.000.
- Los costos de transacción de las remesas se han reducido pero son altos. Entre 1990 y 2003 se calcula que cayó como proporción de los giros menores a US\$300, del 15% al 8,4%. El costo más importante es la comisión por el envío de las divisas, que representa cerca del 60% del total, la cual es negociada en el exterior.

## III. Origen y naturaleza

- El reciente crecimiento de las remesas se explica por el fuerte aumento de la emigración de colombianos al exterior. Entre 1997 y 2004, de acuerdo con las estadísticas del DAS salieron del país en forma perma-

---

nente cerca de 1.700.000 colombianos, siendo los principales destinos Estados Unidos y España. La principal causa de la emigración de colombianos a otros países es económica (ej. pérdida o incapacidad de conseguir empleo).

- Por distribución geográfica, los principales países de donde provienen las remesas son Estados Unidos (50%) y España (40%). También sobresalen países como Ecuador, Inglaterra, Italia y países del Caribe. Los emigrantes colombianos a Canadá y Francia tienden a enviar menos remesas que los emigrantes a los otros países.
- El envío de remesas por parte de los emigrantes es un fenómeno masivo y persistente. Según la encuesta de RCN, «Colombiano soy no importa dónde me encuentre», analizada por Alejandro Gaviria, más del 70% de los emigrantes colombianos informan enviar remesas a sus familias en Colombia. El envío de remesas es una práctica de muchos años (lo mismo se observó en el pasado en países como España, gran receptor de remesas en los años cincuenta, sesenta y setenta, pero en los últimos años se ha convertido en emisor neto de recursos).
- Los emigrantes con menor nivel de educación envían remesas a Colombia más tiempo que los más educados. Los vínculos transnacionales de los emigrantes menos educados duran más, bien sea porque no se incorporan fácilmente al país receptor o porque tienen especial dificultad para llevar su familia al nuevo país (o las dos).

#### **IV. Lavado de dólares**

- Una proporción muy baja de los ingresos al país por remesas fueron recibidos en efectivo (no más de 1% ó 2%), y una proporción un poco superior pero baja (4%, según DANE) se recibieron a través de canales no formales (Ej. cajeros automáticos). El resto de las remesas han sido enviadas empleando los sistemas financieros del país emisor y Colombia.
- En consecuencia, si hay «lavado de dólares» en las remesas canalizadas a través del sistema financiero, ese «lavado» ocurrió cuando el dinero entró al sistema financiero del país origen de la remesa, y no en Colombia.

- 
- No obstante lo anterior, las superintendencias Bancaria y de Valores exigen a las entidades bajo su control que participen en el negocio del envío o recepción de remesas que cumplan con las pautas de «Control y prevención de lavado de activos».
  - Las pautas de control y prevención de lavado de activos incluyen, entre otros, mecanismos de conocimiento del cliente y del mercado, señales de alerta, controles especiales para remesas superiores a los US\$500, capacitación del personal, la existencia de un oficial de cumplimiento, auditoría interna. Además, las entidades deben remitir a la Unidad de Investigación de Análisis Financiero (UIAF) información mensual sobre remesas, recibo de remesas superiores a los US\$500, clientes sospechosos, etc.

## **V. Los dólares en efectivo**

- El rubro de remesas de trabajadores de la balanza cambiaria no debe confundirse con el de «dólares en efectivo». En este hay transacciones de servicios no financieros (por ejemplo, turismo), transferencias corrientes (incluyendo algo de remesas), y liquidación de activos en moneda extranjera (incluyendo activos fijos). Estas divisas pueden ser canalizadas en el mercado libre de divisas.
- El Banco de la República prestó durante muchísimos años el servicio de consignar dólares en efectivo en los bancos corresponsales de las instituciones financieras colombianas. Por este servicio, el Banco de la República cobraba un porcentaje del monto del envío (1% a 2%).
- En 2003, las consignaciones de dólares en efectivo totalizaron US\$939 millones. En 2004, hasta el mes de septiembre, en que el Banco de la República recibió consignaciones de dólares en efectivo, el monto de estas fue de US\$719 millones. Este rubro mostró un crecimiento muy alto en 2003 y 2004.

## **VI. Uso de las remesas y enfermedad holandesa**

De acuerdo con la encuesta del DANE-OIM en 2004, en la Zona Cafetera las remesas son utilizadas, principalmente, en alimentación (y algo en salud, educación y vivienda). Lo mismo encuentra Alejandro Gaviria en su análisis de los resultados de la encuesta de RCN mencionada antes.

---

Bajo el término de «enfermedad holandesa» se conoce el conjunto de efectos económicos que en los años sesenta generó el aumento súbito de la riqueza en los Países Bajos, a raíz del descubrimiento de grandes yacimientos de gas natural en el Mar del Norte. Este inesperado incremento de la riqueza tuvo efectos negativos sobre otros sectores de la economía, al apreciar la moneda holandesa, y reducir con ello la competitividad de las exportaciones no energéticas. Los efectos de este fenómeno económico tienen lugar de dos maneras:

1. La mayor producción del sector en bonanza genera un desplazamiento de la mano de obra y del capital hacia el sector en bonanza, reduciendo la disponibilidad y aumentando el precio de estos recursos para los otros sectores productivos.
2. La entrada masiva de divisas a la economía como resultado de la bonanza exportadora produce un efecto riqueza que se traduce en un aumento de demanda especialmente de importaciones y de bienes no transables.
  - En los países en donde se ha observado este fenómeno se presentan las siguientes características:
    - Fuerte entrada de divisas y apreciación de la tasa de cambio.
    - Desaceleración del sector exportador como resultado de la pérdida de competitividad.
    - Crecimiento de la demanda por bienes no susceptibles de comercio internacional (construcción, servicios, entre otros), lo que se traduce en un aumento de los precios de estos bienes.
    - Incremento de las importaciones de bienes y servicios.

La «enfermedad holandesa», si bien se relaciona con el descubrimiento de algún recurso natural, puede también tener origen en cualquier otro hecho que genere grandes entradas de divisas, como un notable repunte de los precios de un recurso natural, el financiamiento externo o la inversión extranjera, entre otros.

Las características anteriores, afectarán la economía de manera distinta, dependiendo de si el fenómeno que origina la entrada de divisas es de carácter duradero o temporal.

- 
- a. Si el fenómeno es de carácter temporal, es decir, si se espera que la entrada de recursos externos se agote rápidamente, se recomienda tomar medidas que compensen la presión en la demanda agregada asociados con el efecto riqueza.
  - b. Por otra parte, si el fenómeno es de carácter permanente, el incremento de riqueza será indefinido y llevará necesariamente a cambios en la composición del producto de la economía.