



INFORME SOBRE INFLACIÓN
Marzo de 2003

BANCO DE LA REPÚBLICA

Presentación, resumen y conclusiones

✦ Durante el primer trimestre del año continuaron manifestándose presiones sobre los precios que han alejado la inflación observada del rango de meta de 5% a 6% establecido por la Junta para 2003. En particular, en marzo, la inflación anual al consumidor fue 7,6%, superior en 60 puntos básicos (pb) a la observada en diciembre de 2002 y 170 pb mayor que la de marzo de ese mismo año. Un repunte inclusive mayor se observó en la inflación al productor, la cual terminó el trimestre en un nivel de 11,5%.

✦ El incremento de la inflación en el primer trimestre se dio después de un aumento sorpresivo de los precios al final del año pasado, que impidió el cumplimiento de la meta del 6%. En dicha oportunidad, el salto de la inflación fue atribuido, en su mayor parte, a un choque negativo en la oferta de alimentos perecederos (papa principalmente) y al incremento en los precios internacionales de algunos productos de origen agrícola importados por el país. La mayor inflación también estuvo asociada, aunque en menor medida, con la aceleración de la devaluación y con su efecto sobre los precios de los bienes transables.

✦ La aceleración de la inflación al final del año pasado se dio en un contexto en el cual la política monetaria era holgada, gracias a la reducción de 325 pb en las tasas de intervención, que había tenido lugar en la mitad del año, y en medio de fuertes presiones devaluacionistas. La mayor devaluación y el incumplimiento de la meta, aumentaron las expectativas de inflación.

✦ En ese entorno, en enero, la Junta decidió incrementar en 100 pb las tasas de intervención del Banco. Así mismo, en febrero anunció su disposición a intervenir en el mercado cambiario con un monto de hasta US\$ 1.000 millones (m) de las reservas internacionales. Dentro de esta política, se convocaron dos subastas de opciones *call* de un mes, para la desacumulación de reservas por US\$ 200 m cada una, para los meses de marzo y abril.

✦ Durante el primer trimestre del año no ha habido cambios sustanciales en las tendencias de los precios. El incremento de los precios ha seguido obedeciendo, en parte, a la presencia de choques negativos en la oferta y en los precios internacionales de los alimentos, a los cuales se sumaron los del incremento del IVA y de las tarifas de servicios públicos y combustibles.

✦ Sin embargo, el repunte reciente de la inflación no obedece exclusivamente a los choques de oferta mencionados, como lo señala la aceleración de los diferentes indicadores de inflación básica. En el caso de la inflación sin alimentos, entre diciembre y marzo registró un incremento de 115 pb situándose a finales del trimestre en 6,6%. Para el promedio de

los tres indicadores utilizados por el Banco, la cifra a marzo ascendió a 7,1%, muy por encima de la registrada en diciembre (6,3%).

✘ En los últimos meses también han sido más evidentes las presiones inflacionarias provenientes de la devaluación. La inflación de transables se situó en 8,9% en marzo mientras que en diciembre estaba en 6,6%. Lo anterior ha sucedido pese a que el tipo de cambio interrumpió su tendencia ascendente desde mediados de febrero, lo cual sugiere que su nivel a finales de marzo tenía implícita una tasa de devaluación muy alta, con efectos rezagados sobre la inflación.

✘ Fuera de la devaluación, el principal riesgo que se cierne sobre la estabilidad de precios hoy en día es el de un posible desborde de las expectativas de inflación. Indicadores de expectativas de inflación como el diferencial de tasas entre los títulos TES de tasa fija denominados en pesos y en unidades de valor real (UVR) se incrementaron de 6,5% en noviembre a 10% en marzo de este año. Adicionalmente, si bien los choques de oferta que han afectado los precios son de naturaleza transitoria, existe el riesgo de que, en ausencia de una actuación apropiada del Banco de la República, sus efectos se hagan permanentes vía mayores expectativas de inflación.

✘ A la fecha, la inflación no parece ser un fenómeno de demanda. Varios precios de bienes y servicios no transables como arriendos y educación han seguido ajustándose a ritmos inferiores al 6%. El fortalecimiento de la actividad económica a finales del año pasado y el que se espera para este año no debe generar presiones inflacionarias de importancia. La utilización de capacidad instalada de la industria ha estado por debajo de sus niveles históricos promedios y esta situación no debe modificarse sustancialmente en los próximos meses. Finalmente, la brecha del producto estimada por el Banco se encuentra en terreno negativo y se mantendrá en él por un buen tiempo, aun en el marco de una aceleración importante del crecimiento.

✘ El Banco estima factible el cumplimiento del pronóstico de crecimiento del Gobierno de 2% para 2003, y no descarta un mejor desempeño teniendo en cuenta los signos favorables que han mostrado varios indicadores sectoriales como la producción y ventas de la industria en enero y febrero, el consumo de energía eléctrica y el comportamiento del crédito de consumo y comercial a marzo.

✘ Durante la primera mitad de 2003, el crecimiento seguirá impulsado por la demanda interna privada, toda vez que la demanda externa seguirá resentida por la parálisis del comercio con Venezuela, por lo menos durante los siguientes meses. La dinámica de la demanda interna privada, tanto en consumo como en inversión, sigue favorecida por las bajas tasas de interés, los menores niveles de desempleo, la mayor disponibilidad de crédito y la mejoría en las condiciones de seguridad interna a juzgar por la percepción de consumidores y empresarios. Para la segunda mitad del año, es probable que la demanda externa vuelva a jugar un papel protagónico si las exportaciones a Venezuela logran recuperarse y si la Ley de Preferencias Arancelarias Andinas y Erradicación de Drogas (ATPDEA) permite a los empresarios locales competir exitosamente en mercados como el de los Estados Unidos.

✘ En materia cambiaria, la intervención para desacumular divisas anunciada por la Junta en febrero logró estabilizar el tipo de cambio a finales del primer trimestre en torno a \$2.960. La oferta de divisas también resultó estimulada por una menor percepción de riesgo de los mercados externos hacia América Latina, que se manifestó en una importante reducción de las primas de riesgo-país desde enero. En abril, mientras se escribía este informe, la reducción del riesgo-país continuó con fuerza, permitiendo una apreciación del tipo de cambio.

✘ El incremento de las tasas de intervención en enero no se tradujeron en un repunte de las principales tasas de interés de mercado, activas o pasivas, aunque sí se transmitió de manera transitoria a las tasas de los TES, reflejando la existencia de mayores costos de fondeo para los inversionistas, pero también la persistencia de expectativas inflacionarias.

✘ El incremento de la inflación y la estabilidad de las tasas nominales condujo a una reducción de las tasas de interés reales de mercado. A marzo, la DTF real era 0,1%, frente a 0,7% de diciembre, muy por debajo de su promedio histórico. A su vez, para este mes, la tasa interbancaria real fue -1,1%, completando 10 meses en terreno negativo.

✘ El agregado monetario más amplio (M3) siguió acelerándose durante el primer trimestre del año y a marzo crecía a una tasa de 11,4% anual, todavía compatible con el crecimiento esperado para el PIB nominal de 2003. En lo corrido del año, la recuperación de M3 ha ido de la mano con el incremento en las captaciones de los CDT, quebrando la tendencia decreciente que tenía el año anterior. Simultáneamente, el crédito del sistema financiero continuó recuperándose, y a finales del primer trimestre su crecimiento anual era de 7,0% en términos nominales, impulsado por el crédito comercial y de consumo.

✘ La inflación observada durante el primer trimestre fue superior a la proyectada por el Banco en diciembre. El error de pronóstico se explica por la subestimación de la inflación tanto de alimentos como de no alimentos. Respecto a la última, los pronósticos del Banco no incorporaron plenamente el efecto de la devaluación y el de algunos choques transitorios, como el de los precios de los servicios públicos y de combustibles, cuyas alzas se anticiparon frente a lo contemplado en el *Informe sobre Inflación* de diciembre.

✘ Con las cifras de inflación observadas en marzo, el modelo central del Banco pronostica una inflación total de 7,2% para el promedio del cuarto trimestre de 2003. El nuevo dato es mayor que el pronóstico efectuado en diciembre (6,1%) como consecuencia de un incremento en los pronósticos de la inflación de alimentos, pero también en los de la inflación sin alimentos. Respecto a la primera, las proyecciones sugieren que ésta se puede situar entre 6% y 7% para el promedio del cuarto trimestre de 2003, en tanto que la segunda se estaría situando entre 6,5% y 7,5%.

✘ El incremento en el pronóstico de la inflación sin alimentos se explica porque en la actualidad se ha previsto un mayor impacto de la devaluación acumulada a marzo sobre los precios de los transables y también por un incremento en las expectativas de inflación. Así mismo, se considera un mayor choque proveniente del incremento de los precios de servicios públicos coherente con el comportamiento de los precios de este subgrupo en lo corrido del

año. De todas maneras, hay que señalar que a partir de la segunda mitad del año las presiones señaladas, en especial las relacionadas con la devaluación, comenzarían a ceder si se mantiene la estabilidad cambiaria. Esto permitiría una reducción de la inflación sin alimentos.

✘ La Junta Directiva, en su reunión del 28 de abril examinó las anteriores circunstancias y concluyó que había señales importantes que sugerían que la postura de política monetaria en ese momento era insuficiente para mantener bajo control las expectativas inflacionarias. Así mismo, consideró que el bajo nivel de las tasas de interés no contribuía a la estabilidad cambiaria, teniendo en cuenta que las tasas de intervención reales eran negativas y que las demás tasas de interés reales relevantes se encontraban en niveles muy bajos. La Junta consideró que estas condiciones podrían llevar a que:

- ◆ Las expectativas de inflación se transfiriesen a los nuevos contratos, haciendo que los choques temporales sobre precios (por aumento del IVA y los reajustes en tarifas de servicios públicos y los combustibles) se vuelvan permanentes.
- ◆ La economía colombiana comenzara a operar con niveles de inflación cada vez más lejanos de la meta de largo plazo establecida por la Junta.

✘ De otro lado, aunque la tasa de cambio ha mostrado recientemente un comportamiento estable, la devaluación acumulada sigue siendo alta, con el riesgo de que se continúe transmitiendo a los precios, estimulados por el incremento en las expectativas de inflación. Adicionalmente, posibles eventos futuros asociados al sector externo, en particular una posible reducción de las exportaciones no tradicionales este año o de las exportaciones de petróleo en 2004, podrían generar nuevas expectativas de devaluación que afectarían negativamente la senda de inflación.

✘ Por lo tanto, con el fin de contrarrestar las mayores expectativas de inflación y de mantener la estabilidad cambiaria, la Junta consideró necesario incrementar toda su estructura de tasas de intervención en 100 pb a partir del 29 de abril. Las nuevas tasas vigentes son: lombarda de expansión, 11%, subasta de expansión, 7,25%, subasta de contracción, 6,25% y lombarda de contracción, 5,25%. Adicionalmente, la Junta decidió efectuar una subasta para desacumulación de reservas mediante el mecanismo de opciones por US\$ 200 m, que estarían vigentes durante el mes de mayo.

Informe sobre Inflación

Marzo de 2003

Elaborado por:
Unidad 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

Angélica María Arosemena Martán

Yanneth Rocío Betancourt García

Edgar Caicedo García

Alexandra Espinosa Dussán

Mario Nigrinis Ospina

William Prieto Bustos

Pablo Querubín Borrero

(*) En la elaboración de este informe colaboraron Javier Gómez Pineda, Director del Departamento de Modelos Macroeconómicos, Luis Fernando Melo Velandia, Rocío Clara A. Mora Quiñones, Norberto Rodríguez Niño, Jesús Antonio Bejarano R., Luisa Fernanda Charry Velásquez y Jorge Ramos Forero.

Contenido

I. Evolución reciente de la inflación	11
A. Inflación transitoria	13
B. Inflación básica	14
II. Determinantes de la inflación	17
A. Política monetaria y variables monetarias y financieras	17
B. Oferta y demanda	24
C. Variables del mercado laboral	28
D. Utilización de la capacidad instalada y brecha del producto	30
III. contexto internacional	32
A. Economías desarrolladas	33
B. América Latina	35
C. Precios de los productos básicos	36
IV. pronósticos de inflación	39
A. Antecedentes	39
B. Nuevos desarrollos	40
C. Pronósticos	42
D. Riesgos	44

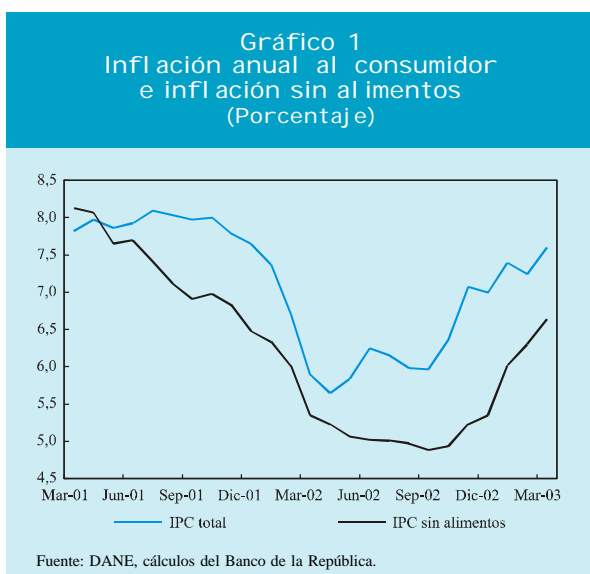
Evolución reciente de la inflación

Al finalizar el primer trimestre de 2003, la inflación anual al consumidor fue 7,6%, 0,6 puntos porcentuales superior a la observada en diciembre de 2002, y por encima del rango-meta de 5% a 6% definido por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) (Gráfico 1). A diferencia de lo ocurrido en 2002, la inflación básica también ha estado por encima de la meta de inflación para el año. Entre diciembre y marzo la inflación sin alimentos pasó de 5,4% a 6,6%, y el promedio de los indicadores de inflación básica aumentó de 5,6% a 7,1% (Cuadro 1).

La inflación de alimentos, por su parte, muestra una tendencia decreciente con respecto a los niveles que alcanzó a finales del año pasado, pero su desaceleración ha sido menos rápida de la que se esperaba en el *Informe sobre Inflación* de diciembre. Se espera que esta tendencia decreciente continúe a lo largo del año.

El incremento actual en la inflación no está asociado con presiones de demanda, ya que la economía colombiana continúa funcionando por debajo de su capacidad. Una parte fundamental de la mayor inflación se explica por el comportamiento de los alimentos, y por otros factores de oferta que han venido ganando importancia, como el incremento en los precios externos de algunos insumos primarios importados y la aceleración de la devaluación. Ambos fenómenos se vienen registrando desde el segundo semestre del año pasado. En la medida en que el tipo de cambio se estabilice, o se mueva dentro de un rango inferior al nivel que tenía a principios de año, como ha venido ocurriendo, los reajustes en precios de los bienes transables en lo que resta de 2003 deben ser menores que los observados a principios de año. Tampoco se espera que los precios externos de las materias importadas sigan aumentando. De esta forma, el efecto sobre la inflación de estos dos fenómenos debe ser transitorio.

Sin embargo, la principal preocupación en materia de inflación sigue siendo la formación de expectativas. Si se transfieren aumentos en las expectativas de inflación a los nuevos contratos, los choques temporales negativos sobre los precios se vuelven permanentes y la economía colombiana podría comenzar a operar con niveles de inflación cada vez más alejados de la meta de largo plazo de estabilidad de precios. La información disponible en marzo indicaba que esas expectativas medidas a través de la diferencia entre las tasas de los títulos TES tasa fija y TES tasa variable, podían estar aumentando a pesar del incremento en las tasas de intervención en enero. Estas evidencias sugerían



Cuadro 1
Indicadores de inflación
(Crecimientos anuales)

	Mar-02	Jun-02	Sep-02	Dic-02	Mar-03
I. IPC	5,9	6,2	6,0	7,0	7,6
Alimentos	7,2	9,2	8,6	10,9	9,9
Vivienda	3,8	4,2	3,8	4,1	5,6
Vestuario	2,2	1,1	0,9	0,7	0,9
Salud	9,3	9,7	8,9	9,2	9,7
Educación	9,3	6,7	6,4	6,5	4,9
Diversión, cultura y esparcimiento	7,0	5,9	4,7	5,3	4,1
Transporte	5,8	5,0	5,1	5,9	9,5
Gastos varios	6,7	6,8	7,7	9,0	9,0
II. Inflación básica 1/	5,6	5,3	5,1	5,6	7,1
IPC sin alimentos	5,3	5,0	4,9	5,4	6,6
Núcleo 2/	6,0	5,8	5,6	6,2	7,8
IPC sin alimentos primarios, combustibles y servicios públicos	5,4	5,1	5,0	5,3	6,8
III. IPP					
Según uso o destino económico	3,6	2,9	6,8	9,3	11,5
Consumo intermedio	2,9	1,2	6,2	9,9	13,1
Consumo final	4,3	4,6	6,3	7,3	7,5
Bienes de capital	2,4	2,8	10,8	15,6	19,6
Materiales de construcción	5,0	5,0	6,4	7,8	11,7
Según procedencia					
Producidos y consumidos	4,4	3,4	5,5	7,1	8,3
Importados	0,8	1,6	10,7	16,0	21,7
Exportados 3/	(7,1)	(2,4)	15,5	28,5	34,7
Según origen industrial (CIU)					
Agríc., Silvíc. y pesca	2,4	2,1	6,8	9,2	7,8
Minería	1,7	2,1	22,4	33,3	37,7
Industria manufacturera	3,9	3,2	6,3	8,6	11,6

1/ Corresponde al promedio de los tres indicadores de inflación básica calculados por el Banco de la República.

2/ Se excluye del IPC el 20% de la ponderación con aquellos items que entre enero de 1990 y abril de 1999 registraron la mayor volatilidad de precios.

3/ El IPP total no incluye los bienes exportados, su cómputo se realiza con la suma ponderada de bienes producidos y consumidos e importados.

Fuente: Banco de la República, SGEE. Tabulados de IPP, IPC y DANE.

la necesidad de un cambio adicional en la postura de la política monetaria sin la cual se comprometerían las metas de inflación de 2003 y de 2004, y se aumentaría el costo de retomar una senda de inflación decreciente luego de los choques transitorios.

Al cierre de esta edición el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) publicó los resultados de la inflación de abril, los cuales muestran un incremento en la inflación de alimentos (10,8% con respecto a 9,9% de marzo). A pesar de este dato, se espera una senda decreciente de la inflación de alimentos en lo que resta del año. La inflación sin alimentos ha dejado de incrementarse por primera vez desde octubre, pero permanece 0,6 puntos porcentuales por encima del rango superior de la meta. Otros indicadores de inflación básica aumentaron ligeramente: la inflación núcleo y la inflación sin alimentos primarios, combustibles y servicios públicos se ubicaron en 7,9% y 7,0%, respectivamente.

A. Inflación transitoria

En marzo, la inflación de alimentos fue 9,9%, un punto porcentual inferior al valor registrado en diciembre (10,9%) (Gráfico 2). Como se tenía previsto, durante el primer trimestre la inflación

Gráfico 2
Inflación anual de alimentos (IPC)
(Porcentaje)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

de alimentos se redujo frente a la registrada en diciembre, gracias a la disminución en los precios de algunos bienes perecederos, especialmente el de la papa.

Sin embargo, la reducción de la inflación de alimentos ha sido menos rápida que la prevista por las presiones inflacionarias provenientes de los alimentos procesados. Así, los reajustes en los precios de ciertos alimentos procesados (bebidas, aceites y grasas), siguieron repuntando posiblemente debido a la devaluación y a los precios de los bienes importados.

En términos generales, para lo que resta del año se sigue esperando una caída en la inflación de alimentos debido a:

- i) Mayores siembras de varios productos agrícolas tales como la papa y el arroz que incidirán sobre menores precios. Sin embargo, no se descartan subidas temporales durante el segundo trimestre en algunos precios que obedecen a comportamientos estacionales.
- ii) Caídas en los precios reales de la carne, ya que, de acuerdo con la Federación Nacional de Ganaderos (Fedegan), 2003 será un año en el cual la ganadería colombiana entrará en una fase de alto sacrificio de reses con lo cual, se espera incrementos en la oferta de este bien y su consecuente caída en los precios.
- iii) La finalización del fenómeno de El Niño. Según la Agencia Atmosférica y Oceanográfica de los Estados Unidos (NOAA), a partir de mayo el fenómeno de El Niño desaparecerá y por tanto, no debería afectar la productividad agrícola, con una menor presión sobre la inflación de alimentos.

A pesar de estos factores, se prevé una disminución en la inflación de alimentos menos rápida que la esperada en el informe anterior. Como ya se señaló, la principal razón es el efecto de la

devaluación y de los precios internacionales de los bienes agrícolas sobre los costos y los precios al consumidor.

Otras presiones transitorias sobre la inflación, derivadas de la actualización de las tarifas de servicios públicos y de los precios de los combustibles, también han tenido un impacto mayor que el previsto. En el caso de los combustibles, gasolina y gas domiciliario, sus precios han seguido vinculados a la cotización internacional del petróleo y a la devaluación. Si bien se espera una reducción en el precio internacional del petróleo en los próximos meses, mayor que la contemplada en el informe anterior, no se cree que esto vaya a determinar menores reajustes en los precios domésticos. Esto se debe a que persisten rezagos frente al precio de referencia externo, ya que durante buena parte de 2002 la cotización interna se mantuvo congelada. Adicionalmente, dados los cronogramas de reajustes anunciados en las tarifas de servicios públicos y el incremento de la sobretasa a la gasolina, se esperan presiones inflacionarias en estos rubros en los próximos dos o tres trimestres.

B. Inflación básica

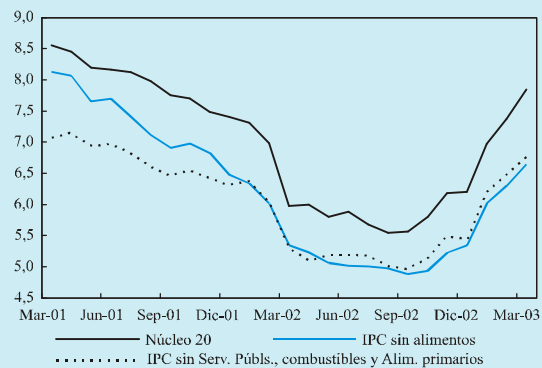
En el primer trimestre de 2003 todos los indicadores de inflación básica calculados por el Banco de la República volvieron a exhibir una aceleración importante. La inflación básica, medida como el promedio del índice de precios del consumidor (IPC) sin alimentos, el núcleo inflacionario¹, y el IPC sin alimentos primarios, combustibles y servicios públicos, fue de 7,1%, superior en 1,4 puntos porcentuales a la de diciembre de 2002. El núcleo inflacionario fue el indicador que más se incrementó al pasar de 6,2% en diciembre a 7,8% en marzo, mientras el IPC sin alimentos y el IPC

¹ El núcleo inflacionario excluye del IPC el 20% de la canasta compuesta por aquellos items que entre enero de 1990 y abril de 1999 registraron la mayor volatilidad de precios.

sin alimentos primarios, combustibles y servicios públicos, aumentaron 1,3 puntos porcentuales, respectivamente (Cuadro 1 y Gráfico 3).

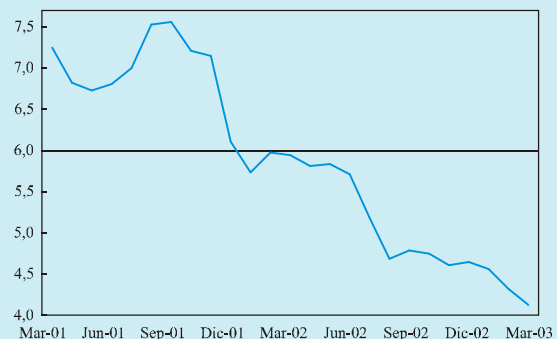
Algunos indicadores asociados directamente con la inflación de demanda, y que no se han visto afectados por choques transitorios ni por devaluación, muestran muy bajos niveles de inflación anual promedio en el primer trimestre. Entre estos indicadores se encuentra la inflación de los rubros diversión, cultura y esparcimiento (4,5%), de vestuario (0,9%), de educación (5,5%), y de los servicios no públicos y no regulados (4,3%) (Cuadro 1 y Gráfico 4).

Gráfico 3
Evolución de la inflación básica Anual (Porcentaje)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Gráfico 4
Inflación anual de los servicios no públicos, no regulados (se excluye arriendos) (Porcentaje)



Fuente: Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos (SGEE).

La inflación sin alimentos observada en marzo fue mayor que la proyectada por el Banco de la República (6,3% vs 5,8%). Hay cuatro razones que explican esta subestimación.

En primer lugar, debido a la subestimación del efecto de la devaluación sobre la inflación total. La inflación de bienes transables pasó de 6,6% en diciembre a 8,9% en marzo, mientras que el índice de precios del productor (IPP) de importados continuó creciendo a tasas de dos dígitos y se ubicó en 21,7%, superior en 5,8 puntos porcentuales a la de diciembre. La aceleración de la inflación básica y del productor, a pesar de la estabilidad de la tasa de cambio, sugiere que el actual nivel de ésta tiene implícita una tasa de devaluación muy alta, con efectos rezagados sobre la inflación, y/o un mayor “*pass through*”. Sin embargo, y como ya se ha señalado en informes anteriores, el efecto de la devaluación será transitorio si el tipo de cambio se mantiene estable. De esta manera, la inflación sin alimentos podría empezar a ceder durante el segundo semestre del año y en particular, en los últimos tres meses del mismo.

En segundo lugar, las previsiones del Banco de la República con respecto a la inflación sin alimentos también subestimaron el comportamiento de las expectativas. Uno de los indicadores de estas expectativas como es la diferencia entre las tasas de los títulos TES tasa fija y TES tasa variable muestra un incremento por encima de la meta de inflación, evidenciando un aumento en las expectativas inflacionarias (Gráfico 5).

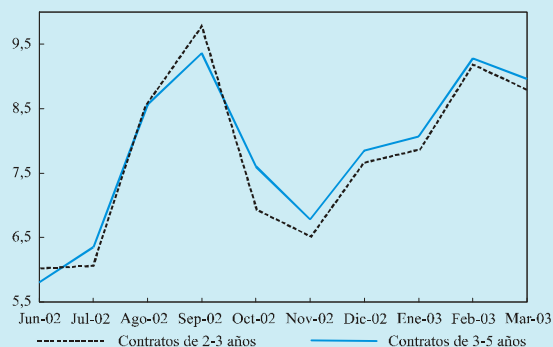
En tercer lugar, los arriendos empezaron a exhibir tasas de reajuste en precios más altas, posiblemente señalando unas mayores expectativas de inflación además de una recuperación del sector inmobiliario. En años anteriores, el rubro de gastos de ocupación de vivienda ha sido una fuente desinflacionaria crucial, dada su alta participación en el IPC (22,2%) y su muy baja inflación. En la actualidad esta situación

difícilmente se mantendrá, ya que su precio relativo ha venido cayendo y ahora se encuentra en niveles históricos muy bajos, por lo cual, cada vez es más probable que retome una tendencia ascendente.

Finalmente, la subestimación de la inflación sin alimentos también obedeció a que este indicador, así como los otros dos indicadores de inflación básica, no limpian plenamente los choques transitorios tales como el incremento en las tarifas del impuesto al valor agregado (IVA) y de los servicios públicos y los mayores precios de los combustibles. Así, estos indicadores se incrementaron más de lo esperado debido a la subestimación en la magnitud de los choques transitorios que han afectado la economía colombiana.

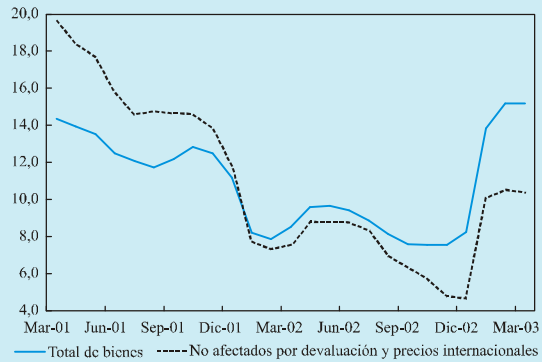
De acuerdo con lo esperado, el IVA tuvo un impacto de una sola vez sobre la inflación. Al finalizar marzo, ya se había observado la mayor parte del efecto sobre los precios y por tanto, no se esperan repuntes adicionales de la inflación por este concepto para el resto del año. Para comienzos de 2004 el efecto debe desvanecerse, favoreciendo la reducción de la inflación (Gráfico 6). Según estimaciones del Banco de la República, el incremento del IVA se transmitió casi en su totalidad a los bienes de la canasta del IPC directamente

Gráfico 5
Expectativas de inflación
derivadas de los contratos TES (*)
(Porcentaje)



(*) Diferencia entre TES tasa fija y TES tasa variable
Fuente: DANE y Banco de la República.

Gráfico 6
Inflación del grupo de bienes incluidos
en la reforma al IVA
(Porcentaje)



Fuente: DANE y Banco de la República.

gravados. Teniendo en cuenta que esta subcanasta pesa aproximadamente el 6,0%, la contribución del efecto directo total sobre la inflación ha sido 0,4 puntos porcentuales. El efecto indirecto sobre la inflación al consumidor resulta más difícil de estimar, entre otras razones porque la reforma grava una amplia variedad de insumos agrícolas que inciden en los costos de producción de alimentos.

Determinantes de la inflación

A. Política monetaria y variables monetarias y financieras

Como se señala en otras partes del Informe, desde el cuarto trimestre de 2002 se presentó un repunte en la inflación total y básica, acompañado de un incremento en las expectativas de inflación y de devaluación. Los pronósticos de inflación mostraban que este comportamiento comprometía el cumplimiento de las metas de inflación de 2003 y 2004. En este contexto, en enero la JDBR decidió incrementar las tasas de interés de intervención en 100 puntos básicos (pb). Adicionalmente, en febrero se anunció la disposición del Banco para desacumular reservas internacionales hasta por US\$1.000 millones (m). Dentro de esta política, se convocaron dos subastas de opciones *call* de un mes, de US\$200 m cada una, para ser realizadas en marzo y abril.

El resultado de las anteriores políticas fue el siguiente:

- La tasa de interés interbancaria se incrementó en 100 pb.
- Las otras tasas de interés del mercado (pasivas y activas) no se vieron afectadas debido a las amplias condiciones de liquidez de la economía.
- El incremento en las tasas de interés de intervención se transmitió parcialmente a las tasas de los TES. Este fue el resultado de los mayo-

res costos de fondeo de los inversionistas, al tiempo que las expectativas inflacionarias probablemente no se afectaron sustancialmente como lo sugiere el mantenimiento del diferencial entre tasas de los TES de tasa fija denominados en pesos y en unidad de valor real (UVR).

- La tasa de cambio se estabilizó alrededor de \$2.960 por dólar y se redujo su volatilidad. Más recientemente, se ha generado una tendencia decreciente que la situó alrededor de \$2.864 en los primeros días de mayo. De otro lado, de los US\$400 m subastados en las opciones *call*, sólo se ejercieron efectivamente US\$145 m.

El riesgo de un aumento de las expectativas inflacionarias, en el contexto de una de las más holgadas posturas de la política monetaria en la historia reciente, llevó a la JDBR a incrementar las tasas de interés de intervención en 100 pb en el mes de abril. Igualmente, se convocó una subasta de desacumulación de reservas por US\$200 m para mayo. El efecto del incremento más reciente en las tasas de intervención sobre las tasas de interés de los TES ha sido positivo: las tasas de los TES se han reducido, favorecidas también por la disminución del riesgo-país sobre la deuda soberana. Así mismo, se ha reducido el diferencial entre las tasas de los TES tasa fija denominados en pesos y en UVR. Estos resultados muestran que parte del alza en las tasas ya había sido descontada por el mercado, y reflejan posiblemente una baja de las expectativas de inflación de largo plazo.

El aumento en las tasas de intervención y las operaciones del Banco de la República en el mercado

cambiario, contribuyeron a estabilizar el tipo de cambio en febrero y marzo. A este resultado también contribuyó la caída de la prima riesgo-país de la deuda externa colombiana.

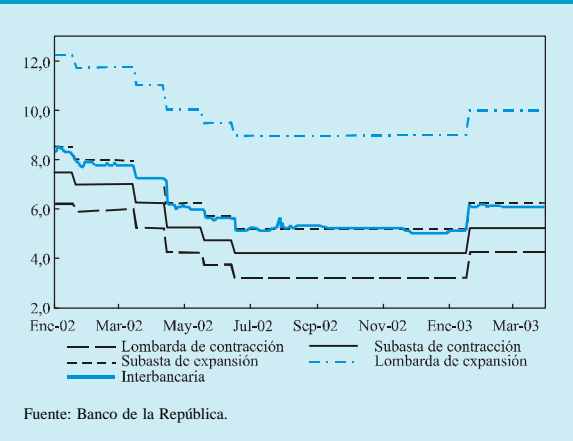
En el primer trimestre del año se observó una desaceleración en la tasa de crecimiento de la base monetaria y un aumento en el ritmo de crecimiento de la oferta monetaria ampliada (M3). Al cierre del trimestre este agregado crecía a una tasa de 11,4%, compatible con el crecimiento esperado del producto interno bruto (PIB) nominal. La dinámica de M3 está asociada con la evolución de los pasivos sujetos a encaje (PSE), y en especial, al repunte observado en los certificados de depósito a término (CDT) y en las cuentas de ahorro. El mayor crecimiento de M3 se tradujo en una ampliación del ahorro financiero, la cual, junto con la recuperación del gasto privado en la economía, se refleja en un mayor crecimiento del crédito otorgado por el sistema financiero.

1. Lineamientos de política monetaria

En el transcurso del primer trimestre del año la JDBR adoptó algunas medidas tendientes a controlar el repunte de la inflación total y básica y anclar las expectativas de inflación. La primera medida fue aumentar en un punto porcentual toda la estructura de las tasas de intervención del Banco de la República a partir del día 20 de enero. Con este incremento la tasa lombarda de expansión se fijó en 10,0%, la tasa subasta de expansión en 6,25%, la subasta de contracción en 5,25%, y la lombarda de contracción en 4,25% (Gráfico 7). Como era de esperar, esta medida se tradujo en un incremento similar en la tasa interbancaria, pasando de 5,02% en diciembre de 2002 a 6,08% en marzo de 2003. Su efecto en las demás tasas de mercado fue mínimo. En particular, la DTF se mantuvo estable a lo largo del trimestre en un rango entre 7,7% y 7,8%.

Ante la persistencia de la devaluación en niveles incompatibles con el logro de la meta de inflación del año, y como complemento del incremento de

Gráfico 7
Tasa interbancaria y Tasas de intervención del Banco de la República (Porcentaje)



las tasas de intervención, el 14 de febrero la JDBR anunció la desacumulación de reservas internacionales hasta por US\$1.000 m, mediante la realización de opciones *call* de duración mensual a partir de marzo. En ese mes se subastaron opciones *call* de venta de reservas por un monto de US\$200 m, de las cuales se ejercieron US\$144,6 m². Una subasta similar para abril se anunció el 14 de marzo. La intervención del Banco de la República en el mercado cambiario logró calmar la volatilidad del tipo de cambio, estabilizándolo alrededor de \$2.960 en febrero y marzo, y facilitando una tendencia a la baja que lo ha situado en \$2.864 durante los primeros días de mayo.

El indicador de condiciones monetarias muestra el grado en el cual la provisión de liquidez es más restrictiva (si el indicador es positivo), o más amplia (si el indicador es negativo), frente a la liquidez que tenía la economía en un período de referencia (enero de 1998)³. El nivel del indicador para el

² La subasta de opciones *call* de desacumulación de reservas se habilita cuando la tasa representativa del mercado (TRM) sobrepasa su promedio móvil de orden 20.

³ El indicador de condiciones monetarias es una suma ponderada de cambios en la tasa de interés de corto plazo y la tasa de cambio, con respecto a los valores de un año base. Las ponderaciones reflejan los efectos relativos de estas variables sobre la demanda agregada o la inflación.

primer trimestre de 2003 se redujo frente al nivel de diciembre y permanece por debajo del período base, sugiriendo un manejo holgado de la política monetaria (Gráfico 8).

2. Agregados monetarios y crediticios

a. Base monetaria

En el primer trimestre del año se observó una desaceleración en la tasa de crecimiento de la base monetaria como consecuencia de una menor variación anual del efectivo y de la reserva. En efecto, entre diciembre y marzo la tasa de crecimiento del saldo mensual promedio de la base pasó de 20,3% a 17,6%, mientras el efectivo corrigió a la baja de 20,9% en diciembre a 18,3% en marzo, y la reserva pasó de 18,6% a 16,1%, en el mismo período (Gráfico 9).

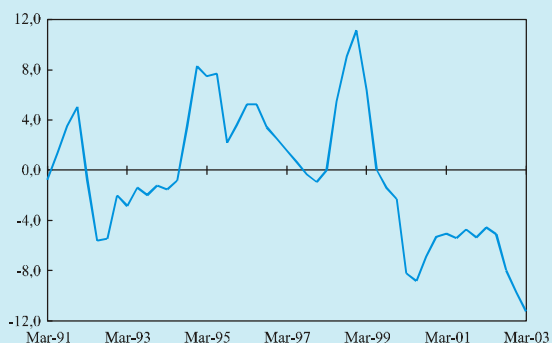
b. M3

El agregado monetario más amplio de liquidez (M3) aceleró su crecimiento anual en los tres primeros meses del año, revirtiendo la tendencia decreciente que traía desde mediados del año pasado. El crecimiento anual del saldo de M3 repuntó 4,0 puntos porcentuales, al pasar de 7,4% en diciembre del año 2002 a 11,4% en marzo de 2003, un nivel compatible con el crecimiento del PIB nominal esperado para 2003.

Este desempeño de M3 está asociado a los PSE, cuyo incremento anual pasó de 5,7% en diciembre a 10,5% en marzo (Gráfico 10). Como ya se mencionó, el crecimiento del efectivo viene disminuyendo, con lo cual se observa una recomposición de M3 hacia otros activos, en especial, hacia CDT y depósitos de ahorro (Gráfico 11). Aunque el saldo de CDT aún presenta un crecimiento anual negativo (-3,5%), es el componente de M3 que más creció en los tres primeros meses del año (7,7%).

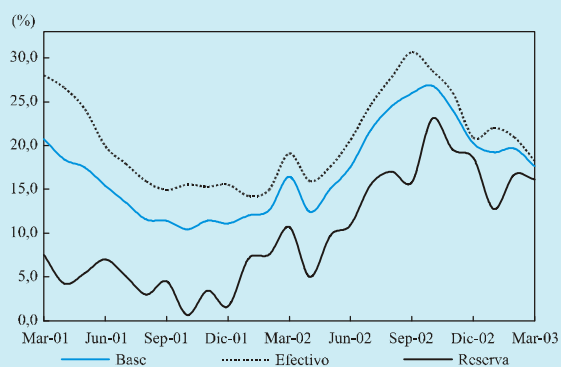
El mayor crecimiento de M3 se reflejó en una mayor disponibilidad de recursos del sistema financiero para atender la mayor demanda de crédito observada a lo largo de los tres primeros meses del año.

Gráfico 8
Indicador de condiciones monetarias
(Porcentaje)



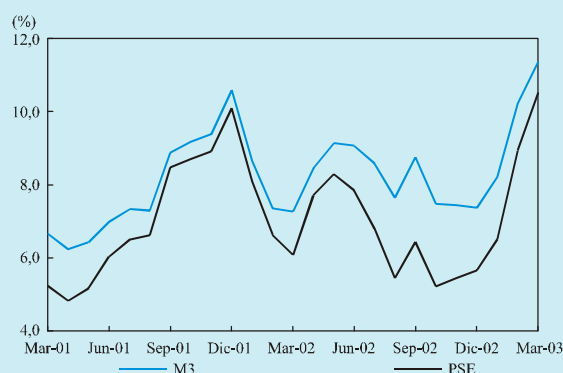
Fuente: Banco de la República, SGEE.

Gráfico 9
Base monetaria y sus formas de uso
(Crecimiento anual del promedio mensual)



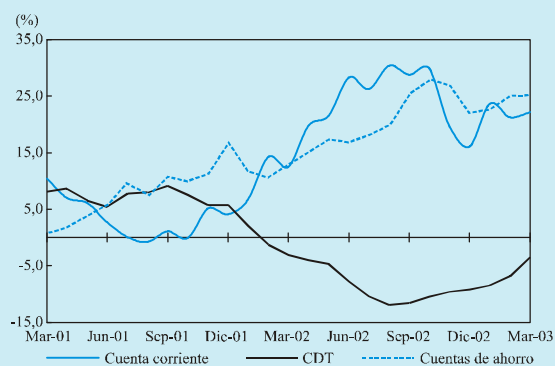
Fuente: Banco de la República, SGEE.

Gráfico 10
M3 y pasivos sujetos a encaje (PSE)
(Crecimiento anual del promedio mensual)



Fuente: Banco de la República, SGEE.

Gráfico 11
Componentes de los PSE
(Crecimiento anual del promedio mensual)



Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

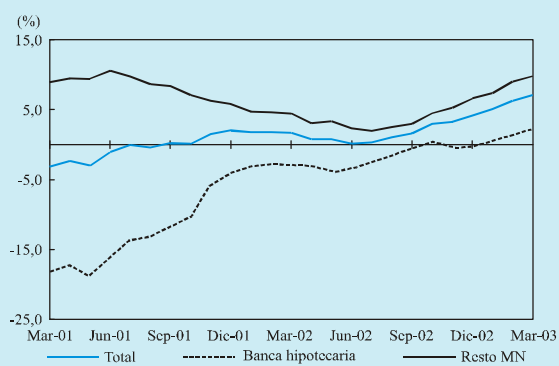
Efectivamente, el crédito continuó su recuperación iniciada desde mediados del año pasado, como lo muestra el crecimiento de la cartera bruta que pasó de 4,1% al finalizar el cuarto trimestre de 2002, a 7,0% en marzo de 2003 (Gráfico 12).

El mayor dinamismo de la cartera se observa tanto en la banca no hipotecaria, cuyo crecimiento repuntó de 6,6% en diciembre a 9,8% en marzo, como en la banca hipotecaria, la cual empezó a mostrar tasas positivas de crecimiento desde enero.

La creciente recuperación de la cartera en lo corrido de 2003 refleja la gradual recuperación de la economía gracias al crecimiento del consumo de los hogares y de la inversión. También se observa un gran dinamismo de la demanda de crédito del sector agropecuario. Las colocaciones de crédito en este sector durante el primer trimestre superaron en más de 60,0% las del mismo período del año pasado, de acuerdo con la más reciente información del Fondo Financiero Agropecuario (Finagro).

En el caso de la cartera hipotecaria, su recuperación obedece, además, a medidas puntuales que han facilitado el despegue del sector de la construcción, como la reglamentación de las cuentas de ahorro

Gráfico 12
Cartera bruta nominal del sistema
financiero en moneda nacional sin FEN
(Crecimiento anual del promedio mensual)



Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

para el fomento de la construcción ofrecidas por el sistema financiero⁴. Adicionalmente, el seguro contra la inflación para quienes obtengan créditos hipotecarios, y el recientemente creado *leasing* habitacional, serán incentivos adicionales para que la demanda de crédito hipotecario continúe su recuperación.

De acuerdo con la encuesta de expectativas del Banco de la República efectuada en enero pasado, la percepción de disponibilidad de crédito en los agentes fue significativamente más alta que la observada en las anteriores encuestas. La percepción de alta disponibilidad de crédito en enero del presente año alcanzó una tasa de 67,9%, nivel mayor en 32,1 y 12,3 puntos porcentuales que el observado en las encuestas de octubre de 2001 y 2002, respectivamente.

3. Tasas de interés

El cambio de postura de la autoridad monetaria en enero no generó ningún efecto significativo en las tasas de interés activas, cuyos niveles de marzo,

⁴ Este instrumento permite que los clientes destinen sus recursos ahorrados en los fondos de pensiones voluntarias para compra de vivienda nueva o usada, con el premio o beneficio tributario de ganarse a favor el descuento de la retención en la fuente.

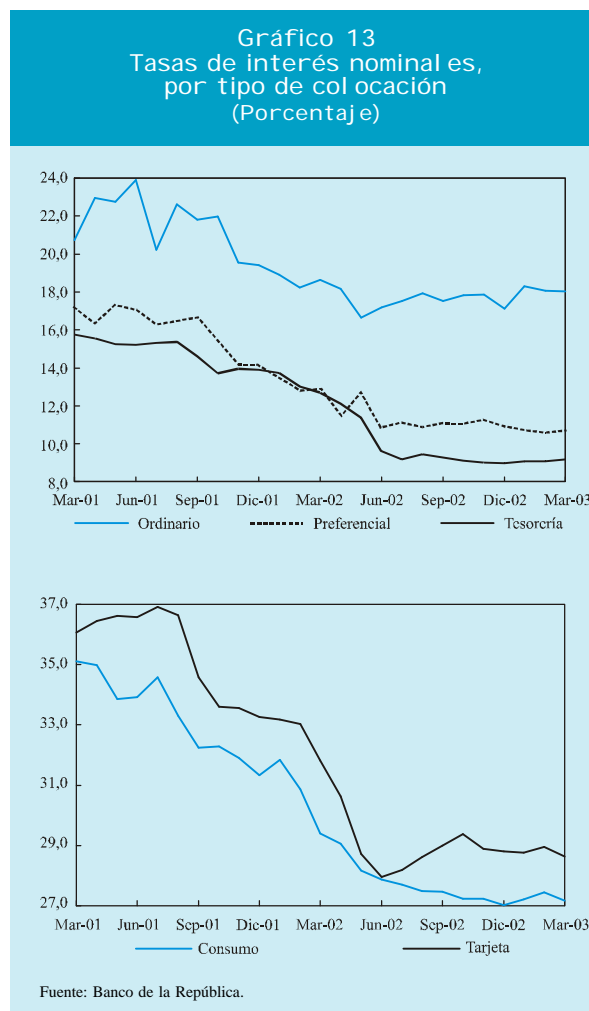
en general, fueron sólo levemente superiores a los observados tres meses atrás. En efecto, la tasa activa agregada calculada por el Banco de la República cerró en marzo en 15,1%, frente a 14,9% de diciembre, mientras que la tasa activa, excluyendo los créditos de tesorería, se situó en marzo en 16,2%, es decir, 20 pb superior al registro de diciembre (16,0%).

En el caso de las tasas activas nominales por tipo de crédito, incluso se registró una caída de 20 pb en la tasa preferencial y en la de tarjeta de crédito con respecto al nivel que tenían en diciembre. Las tasas de consumo y las de tesorería se incrementaron levemente (20 pb), y solamente la tasa de interés de crédito ordinario registró un aumento significativo, al repuntar 90 pb entre diciembre y marzo⁵ (Gráfico 13).

Las tasas reales *ex post* pasivas y activas cayeron en el primer trimestre de 2003 por el efecto de la mayor inflación. La DTF real alcanzó un mínimo histórico en marzo de este año (0,1%), registro inferior al del mes de diciembre (0,7%). Por su parte, todas las tasas reales *ex post* de interés de colocación, a excepción de la ordinaria, cayeron con respecto a los niveles observados en diciembre.

El efecto mínimo sobre las tasas de interés generado por el cambio en la postura de la política monetaria de la JDBR indica la existencia de una amplia liquidez en el mercado. Esta estabilidad de las tasas de interés es aún más significativa porque se ha presentado en un contexto de recuperación de la cartera del sistema financiero. Cabe anotar que según un

⁵ Este incremento en la tasa de interés ordinaria obedece a una intervención inesperada de un banco grande de capital privado que ofreció una tasa de interés muy baja para este tipo de crédito en diciembre pasado, tumbando la tasa promedio del sistema de 17,9% en noviembre a 17,1% en diciembre. Si se compara el dato de marzo (18,0%) con el de noviembre (17,9%), la tasa de interés del crédito ordinario tan sólo habría repuntado 10 pb, inclusive si se la compara con el dato de enero (18,3%), por el contrario habría caído 30 pb.



estudio del Banco, las tasas de interés del mercado se demoran cerca de cuatro meses en absorber una innovación en las tasas de referencia⁶.

Finalmente, los resultados de la encuesta de expectativas del Banco de la República señalan un repunte en las expectativas de incremento de la DTF. De acuerdo con estos resultados, se espera que para diciembre de este año, la DTF se sitúe alrededor de 8,6%, es decir, 0,9 puntos porcentuales por encima de la DTF observada en diciembre de 2002.

El mercado de deuda pública interna registró a lo largo del trimestre una caída en las tasas de rendi-

⁶ Julio, Juan Manuel (2001). "Relación entre las tasas de intervención del Banco de la República y las tasas del mercado: una exploración empírica", en Borradores de Economía, No. 188, septiembre, Banco de la República.

miento de los TES en el tramo corto de la curva, y una corrección hacia arriba en el tramo largo. Entre diciembre y marzo, el rendimiento de los títulos a un año cayó 30 pb, mientras que aquellos con vencimiento a 5 y 10 años corrigieron hacia arriba su tasa en 0,55 y 0,85 puntos porcentuales, respectivamente. De acuerdo con este desempeño, la pendiente de la curva de rendimientos de los TES, medida como la diferencia entre el rendimiento de un bono a nueve años y el de un año, se empinó al pasar de 391 pb en diciembre a 506 pb en marzo (Gráfico 14).

El empinamiento de la pendiente en el primer trimestre de 2003, es consecuencia directa de la estrategia adoptada a comienzos de año por el Ministerio de Hacienda de quitarle liquidez al mercado de deuda pública de largo plazo. Esto se tradujo en una suspensión temporal de las transacciones de títulos con largos vencimientos, y, a la postre, en un incremento de las tasas de interés de este tipo de papeles. Usualmente los inversionistas cobran una prima mayor por los TES que pierden volumen de negociación en el mercado secundario. Otro factor que afectó la estructura de rendimientos de los TES fue la expectativa de nuevas alzas en las tasas de intervención del Banco de la República. Por último, las mayores expectativas de inflación en el mercado han llevado a los

agentes a tomar posiciones cortas, disminuyendo la demanda de la parte larga de la curva, y aumentando las tasas.

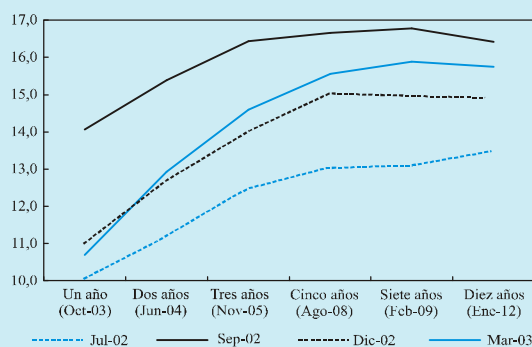
4. Diferenciales de rentabilidad

La brecha entre la tasa de interés doméstica (CDT 360 días) y la tasa de interés externa (tasa pasiva a un año) corregida por la prima riesgo-país de los bonos de deuda soberana colombiana es un indicador del diferencial entre la rentabilidad interna y la externa (Gráfico 15). Dicha trayectoria muestra que la rentabilidad en pesos aumentó durante los dos últimos trimestres frente a la rentabilidad en dólares. Esto sucedió fundamentalmente por la caída, desde octubre, de la prima de riesgo-país asociada a las emisiones de bonos de deuda colombiana⁷. Así mismo, el incremento en el diferencial ha estado marginalmente explicado por la reducción de las tasas de interés en los Estados Unidos.

5. Tipo de cambio

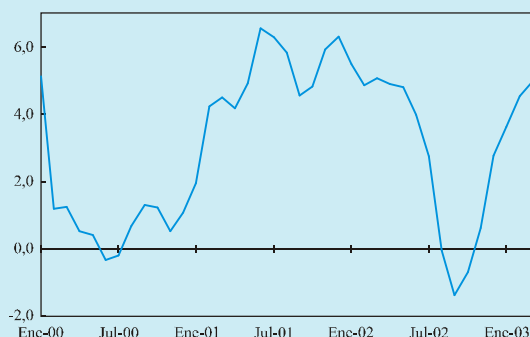
Desde comienzos del año la tasa de cambio nominal continuó con la tendencia creciente observada desde el pasado mes de noviembre. No obstante, a

Gráfico 14
Curva de rendimientos de los TES (*)
(Porcentaje)



(*) Información según el sistema electrónico de negociación (SEN).
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 15
Diferencial de rentabilidad
(Tasa interna-Tasa externa corregida
por prima riesgo-país)
(Puntos porcentuales)



Fuente: Banco de la República.

⁷ Para calcular el diferencial de rentabilidad en los años 2002 y 2003 se utiliza como proxy del spread a un año el asociado a los bonos con vencimiento en 2004.

mediados de febrero la tasa de cambio se estabilizó alrededor de \$2.960 por dólar. Al finalizar el trimestre, la devaluación era de 30,8% (Gráfico 16). Más recientemente la tasa de cambio ha mostrado una fuerte corrección a la baja, y para los primeros días de mayo la TRM se situaba alrededor de \$2.865.

La estabilización de la tasa de cambio nominal fue el resultado del anuncio del Banco de la República, el 14 de febrero, de su disposición a vender hasta US\$1.000 m de dólares a través del mecanismo de opciones para la desacumulación de reservas internacionales (*call*), y de la subasta efectiva por US\$200 m realizada para el mes de marzo. Una subasta por igual monto se realizó en abril. De ambas subastas sólo se ejercieron efectivamente US\$145 m.

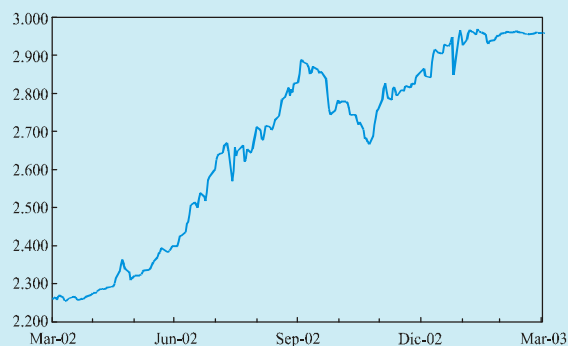
La evolución de la tasa de cambio también ha sido afectada por los mercados de capitales externos que han evolucionado favorablemente desde finales del año pasado. Estas mejores condiciones se han reflejado en la reducción del riesgo-país (Gráfico 17).

Con la devaluación nominal del primer trimestre del año, la tasa de cambio real, medida por el ITCR1⁸ calculado por el Banco de la República, terminó en 139,9. Este es el nivel histórico más alto registrado en el país (Gráfico 18). Comparado con el valor del mismo índice un año atrás se observa una devaluación real de 25,6%.

A pesar de que el deterioro de la demanda externa podría significar una mayor presión sobre la tasa de cambio real, la reapertura de los mercados externos permitiría la financiación de un mayor déficit en cuenta corriente. En este caso, la mayor financiación de la cuenta de capitales brindaría un margen para que el deterioro en las exportaciones o el aumento en las importaciones no se reflejen en una mayor presión sobre la tasa de cambio.

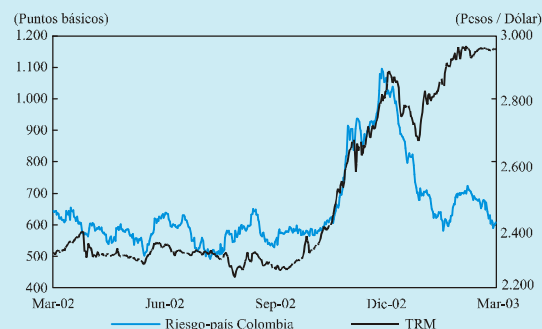
⁸ El ITCR1 emplea el índice de precios del productor del país y de sus 20 socios comerciales.

Gráfico 16
Tasa de cambio nominal
(TRM, pesos por dólar)



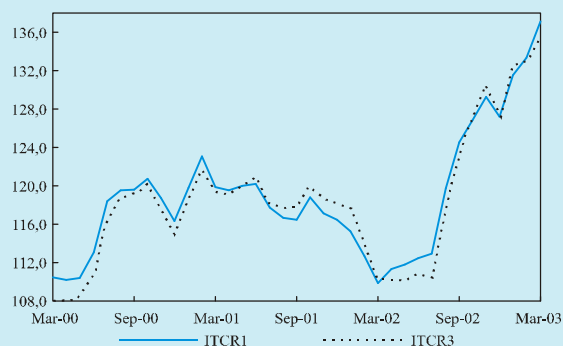
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 17
Prima de riesgo-país (*)
Colombia vs TRM



(*) Corresponde al EMBI-Plus (Emerging Markets Bond Index Plus) es un índice calculado por J.P. Morgan
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 18
ITCR1 e ITCR3, (1994 = 100)



Fuente: Banco de la República.

B. Oferta y demanda

1. Síntesis

A pesar de una ligera aceleración en el crecimiento desde el segundo semestre del año pasado, la economía continúa operando por debajo de su capacidad. El crecimiento esperado para 2003 es de 2% (similar al registrado el segundo semestre de 2002), e inclusive podría ser ligeramente mayor. Este crecimiento es inferior al del producto potencial de la economía, por lo que no se advierten presiones inflacionarias de demanda durante el año. El tamaño actual de la brecha del producto (3,1%), garantiza que esas presiones no se hagan presentes aún con aceleraciones inesperadas en el crecimiento económico.

El mayor crecimiento ha sido el resultado de la recuperación del gasto privado, especialmente del consumo de los hogares y de la inversión en edificaciones. La devaluación real que ha tenido lugar desde mediados del año pasado ha contribuido para que el mayor gasto privado se dirija hacia bienes producidos domésticamente⁹. La información disponible a la fecha de la elaboración de este informe sugiere que la demanda interna privada mantuvo el dinamismo durante el primer trimestre de 2003.

Respecto al informe anterior, las expectativas sobre el desempeño de la demanda externa se han deteriorado. Con la excepción de los Estados Unidos, el nivel de las exportaciones industriales al resto del mundo se ha reducido, y el efecto de la crisis venezolana ha sido particularmente grave.

Sin embargo, los mercados de capitales externos han evolucionado favorablemente desde finales del

⁹ De acuerdo con la información del DANE, las importaciones de bienes de consumo duradero presentaron una contracción anual de 6,0% en el mes de enero, en tanto las ventas del comercio al por menor sin combustibles ni alimentos crecieron 5,7% en el mismo mes.

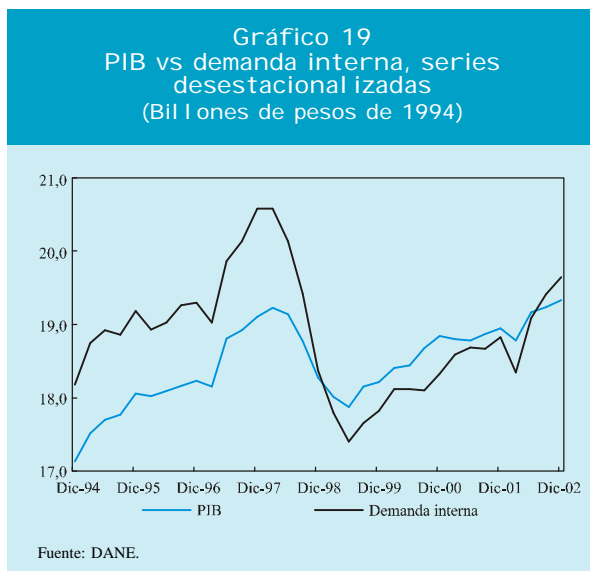
año pasado. Estas mejores condiciones se reflejan en la reducción del riesgo-país y en las colocaciones de bonos de deuda pública en los mercados internacionales.

Puesto que en los últimos años el sector privado ha venido reduciendo su nivel de endeudamiento externo neto, está en condiciones de aprovechar, en mayor grado que antes, las mejores condiciones en los mercados capitales externos. Diferentes estudios han mostrado que existe una estrecha relación entre los flujos externos de capital privados y el crecimiento económico.

2. Demanda y balance externo

En el año 2002 el déficit en cuenta corriente se deterioró al compararlo con el registrado en 2001. Este deterioro refleja, en términos macroeconómicos, el mayor dinamismo de la absorción doméstica frente al crecimiento del PIB, una situación que no se presentaba desde 1998 (Gráfico 19).

El mayor desequilibrio externo se explica en gran parte por el deterioro del balance comercial de bienes, producto de la desaceleración de la demanda externa. Por el contrario, las importaciones mostraron un notable repunte durante la segunda mitad de 2002, en especial las dirigidas al sector industrial.



Respecto al informe anterior, la proyección del déficit en cuenta corriente para el presente año puede ser mayor en 0,3 puntos porcentuales, y alcanzar el 2,3% del PIB. Este escenario es compatible con un crecimiento esperado de 2,0% y una tasa de devaluación real promedio de 13,2% (Cuadro 2).

a. Exportaciones

En el cuarto trimestre de 2002 el valor de las exportaciones de bienes creció 3,0% al compararlo con el mismo período del año anterior. Este comportamiento favorable reflejó el mejor desempeño de las exportaciones tradicionales, explicado principalmente por el aumento de los precios del pe-

tróleo. Por otra parte, las exportaciones no tradicionales siguieron contrayéndose, en especial las dirigidas a Venezuela.

Para el primer trimestre de 2003 la información disponible sugiere que el deterioro de la demanda externa de productos industriales no tradicionales es mayor que la anticipada en el informe anterior (Gráfico 20). Al momento de escribir este reporte (abril) las ventas dirigidas hacia Venezuela siguen estancadas, en parte, debido al retraso en la aprobación de las licencias de importación. Por otra parte, desde el mes de noviembre las ventas dirigidas hacia el resto de socios comer-

Cuadro 2
Cuenta corriente de Colombia - Resumen
(Millones de dólares)

	2001 (pr)	2002 (pr)	Variación	
			Absoluta	(%)
Cuenta corriente (A + B + C)	(1.215)	(1.579)	(363,7)	
Como % del PIB	(1,5)	(2,0)		
Ingresos	18.465	17.521	(944,3)	(5,1)
Egresos	19.680	19.100	(580,7)	(3,0)
A. Bienes y servicios no factoriales	(900)	(1.226)	(326,0)	
Ingresos	14.966	14.152	(813,9)	(5,4)
Egresos	15.866	15.378	(487,9)	(3,1)
1. Bienes	520	228	(292,0)	
Ingresos	12.787	12.304	(482,7)	(3,8)
Egresos	12.267	12.076	(190,7)	(1,6)
2. Servicios no factoriales	(1.419)	(1.453)	(34,0)	
Ingresos	2.180	1.848	(331,3)	(15,2)
Egresos	3.599	3.302	(297,2)	(8,3)
B. Renta de los factores	(2.607)	(2.729)	(121,9)	
Ingresos	905	688	(217,1)	(24,0)
Egresos	3.513	3.417	(95,2)	(2,7)
C. Transferencias	2.292	2.377	84,2	
Ingresos	2.594	2.681	86,7	3,3
Egresos	302	304	2,5	0,8

(pr) Preliminar.

Fuente: Banco de la República.

ciales¹⁰ han venido descendiendo en niveles. De esta manera, si bien se espera un comportamiento favorable de las ventas dirigidas a los Estados Unidos para el primer trimestre de 2003 gracias a la Ley de Preferencias Arancelarias Andinas y Erradicación de Drogas (ATPDEA), no es claro que sea suficiente para compensar los efectos negativos de Venezuela y del resto de socios comerciales.

Para el segundo semestre del año se anticipan mejores perspectivas para las exportaciones no tradicionales. Por una parte, se espera que para entonces se hayan superado las principales barreras administrativas que pesan sobre las exportaciones

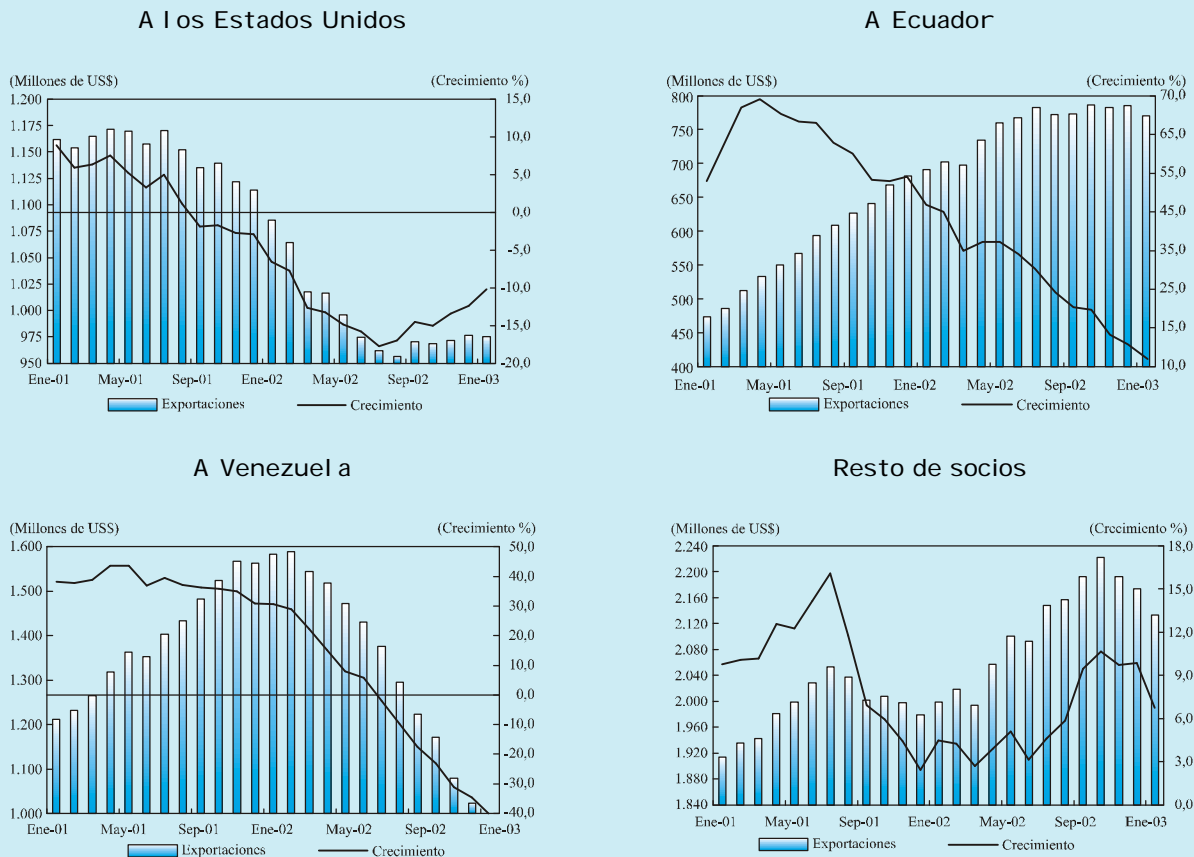
a Venezuela. Por otro lado, la devaluación real promedio de 22,7% que ha experimentado el peso desde mediados del año pasado¹¹, debe haber mejorado la competitividad de nuestras exportaciones.

En el caso de las exportaciones tradicionales, en el primer trimestre del año el número de sacos de café exportado creció 1,6%, de acuerdo con la Oficina de Asesores del Gobierno en Asuntos Cafeteros. Sin embargo, para el presente año se pronostica una caída de 10,0%. Así mismo, se prevé que el valor de las exportaciones de petróleo sea similar al observado el año pasado, bajo el su-

¹⁰ Exportaciones cuyo destino es diferente a de los Estados Unidos, Ecuador y Venezuela.

¹¹ Entre junio de 2002 y marzo de 2003.

Gráfico 20
Exportaciones no tradicionales industriales
Últimos 12 meses, datos a noviembre de 2002



Fuente: DANE

puesto que el precio promedio para 2003 es igual o levemente superior al del año 2002. De esta manera, el desempeño de las exportaciones tradicionales puede ser muy similar al observado el año anterior.

En conjunto, no se prevé que 2003 sea un buen año para la demanda externa. La caída de las exportaciones no tradicionales y el estancamiento de las ventas de productos tradicionales al exterior redundarán en una reducción de las exportaciones totales.

b. Gasto privado

Las expectativas que se tenían sobre un buen comportamiento del gasto privado en el cuarto trimestre de 2002 se confirmaron (Cuadro 3). El repunte de la demanda privada se presentó en un entorno de bajas tasas de interés, aumento en la confianza de los consumidores e inversionistas, y un aumento del empleo urbano. El gasto en consumo en los últimos tres meses de 2002 se benefició de la disposición de los establecimientos financieros a otorgar crédito (en el caso de las ventas con tarjetas

Cuadro 3
Crecimiento anual del PIB en cuanto a la demanda
(Variación porcentual)

	2001 (p)					2002 (p)				
	I	II	III	IV	Anual	I	II	III	IV	Anual
Producto interno bruto	2,13	1,85	1,03	0,56	1,39	(0,07)	2,08	1,94	2,03	1,50
Importaciones totales	7,74	12,49	14,33	11,98	11,60	(8,95)	(1,76)	3,50	7,44	0,11
Total oferta final	2,97	3,40	2,91	2,21	2,87	(1,46)	1,47	2,19	2,89	1,28
Consumo final	2,20	1,98	1,55	1,60	1,83	1,83	2,15	2,11	1,05	1,78
Hogares 1/	1,65	1,38	1,27	3,22	1,88	2,33	2,18	2,47	1,81	2,20
Consumo final interno hogares 2/	2,11	1,74	1,45	3,40	2,17	1,94	1,78	2,36	1,81	1,97
No durables 2/	1,90	1,38	(0,29)	1,49	1,12	0,46	0,74	1,60	0,84	0,91
Semidurables 2/	(0,90)	(4,35)	(6,55)	(1,85)	(3,45)	2,97	(1,84)	3,90	1,96	1,74
Servicios 2/	1,40	1,59	2,85	4,50	2,58	1,92	1,89	1,86	2,12	1,95
Durables 2/	17,93	20,76	21,26	20,24	20,07	12,19	15,63	9,40	6,01	10,65
Gobierno	3,79	3,72	2,37	(2,77)	1,71	0,45	2,09	1,07	(1,14)	0,62
Formación bruta de capital	5,02	9,71	13,10	9,66	9,29	(18,79)	2,13	14,64	23,40	5,22
Formación bruta de capital fijo	4,68	11,41	17,59	21,75	13,82	(1,05)	4,22	7,07	9,47	5,13
Agropecuaria, silvicultura, caza y pesca	(1,36)	(9,74)	1,92	2,02	(1,99)	10,16	14,83	17,22	9,83	12,95
Maquinaria y equipo	0,98	17,07	19,83	24,05	15,23	(3,75)	(4,35)	6,02	6,09	1,17
Equipo de transporte	16,80	13,75	52,04	75,93	36,35	(17,53)	7,26	16,30	25,66	8,55
Edificaciones	10,01	10,85	7,46	15,59	10,98	23,45	21,76	20,58	25,62	22,89
Obras civiles	2,54	9,74	21,53	19,69	13,33	(16,97)	(3,55)	(6,64)	(5,23)	(7,86)
Subtotal: demanda final interna	2,62	3,10	3,13	2,71	2,89	(1,30)	2,15	3,98	4,34	2,30
Exportaciones totales	4,74	4,93	1,84	(0,31)	2,74	(2,22)	(2,05)	(6,80)	(4,57)	(3,93)
Total demanda final	2,97	3,40	2,91	2,21	2,87	(1,46)	1,47	2,19	2,89	1,28

(p) Provisional.

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

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

Fuente: DANE.

de crédito, unas optaron por la estrategia de financiar las compras de diciembre a una menor tasa de interés, otras ofrecieron la posibilidad de pagar dichas compras a partir de febrero).

El buen desempeño del gasto en inversión en maquinaria y equipo coincidió con la recuperación de la producción industrial en la segunda mitad de 2002. El repunte sostenido que mostró a lo largo del año el gasto en edificaciones (Cuadro 3) estuvo impulsado por una política gubernamental de subsidios para vivienda orientada a familias de bajos ingresos y un aumento del crédito hipotecario.

En el primer trimestre del año 2003 los hogares enfrentaron la entrada en vigencia de la reforma tributaria y la congelación de los salarios del sector público. A pesar de lo anterior, la información disponible sugiere que el gasto privado mantuvo su dinámica. De otro lado, el cumplimiento de las metas fiscales debe contribuir a consolidar el entorno favorable que han venido exhibiendo los mercados financieros. Lo anterior deberá tener implicaciones favorables en la confianza de los inversionistas hacia el país y puede propiciar una mayor entrada de capitales.

De acuerdo con el DANE, en enero las ventas reales de la industria crecieron 5,3%. Teniendo en cuenta la fuerte contracción que observaron las exportaciones no tradicionales industriales en este período (-32,9%), este incremento de las ventas tuvo que basarse en el mercado interno. Por otra parte, otros indicadores como las ventas con tarjetas de crédito a febrero, los resultados a marzo de la encuesta de Fenalco a sus afiliados, y las ventas de vehículos nuevos al mismo mes, señalan que el buen comportamiento de las ventas se mantuvo a lo largo del trimestre.

En cuanto a la evolución del gasto en inversión, las importaciones de bienes de capital industrial presentaron un importante crecimiento en el mes de enero (20,5%). Este comportamiento, como se había señalado en el informe anterior, puede haber

sido afectado positivamente por las exenciones tributarias a la importación de este tipo de bienes que entraron en vigencia en octubre de 2002.

En lo corrido del año, los indicadores asociados con el gasto en edificaciones siguen mostrando señales positivas en torno a la actividad de la construcción. El mayor dinamismo del sector ha estado acompañado de un repunte en los precios de la vivienda nueva (en los estratos altos), así como con una relativa escasez de oferta en la vivienda de estratos medios y altos.

El repunte de la actividad inmobiliaria puede estar explicando la ligera aceleración de la inflación de arriendos en el IPC a marzo, y permite esperar una aceleración adicional en el resto del año.

c. Gasto e ingresos del Gobierno

En el cuarto trimestre de 2002 el gasto público, tanto en consumo como en inversión (obras civiles), se contrajo (Cuadro 3).

Como se señaló en el informe anterior, para el primer trimestre del año se espera un crecimiento importante del gasto, en especial el de inversión, debido al represamiento de pagos que se presentó en los primeros meses del año anterior, sin que este hecho comprometa el cumplimiento del programa de ajuste fiscal.

Información preliminar de la Dirección del Tesoro Nacional muestra que en el primer trimestre del año los ingresos tributarios estuvieron por encima de lo esperado (en \$54 mil millones (mm)), de acuerdo con lo contemplado en el Plan Financiero de 2003). Este hecho puede estar reflejando un desempeño de la actividad económica mayor que el previsto, pero también una mejor gestión de la DIAN.

C. Variables del mercado laboral

Las variables laborales no muestran actualmente ninguna presión importante sobre la inflación. El costo laboral unitario en la industria continúa ca-

yendo a pesar del repunte que se observa en el crecimiento de los salarios. De otro lado, los datos de las concertaciones salariales a marzo indican que casi el 80,0% de los trabajadores vinculados a cualquier tipo de convención alcanzaron incrementos salariales para el año en el rango entre 5,5% y 8%, una proporción sustancialmente mayor que la del año anterior (37,4%).

1. Salarios y productividad laboral en la industria

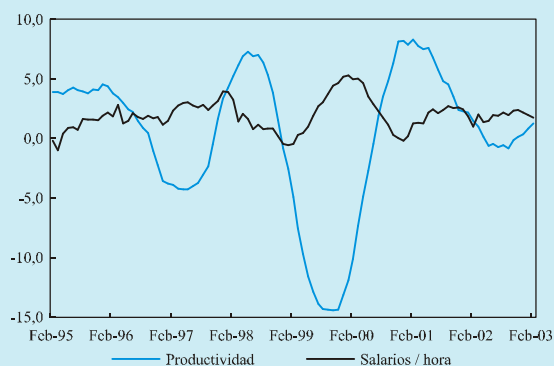
El Gráfico 21 presenta la variación acumulada de los salarios reales de los obreros en la industria manufacturera y la productividad laboral por hora. Como se observa, la variación acumulada en la productividad fue consistentemente superior a la variación en los salarios reales de los obreros desde junio de 2000 hasta febrero de 2002. Posteriormente, se observa una ligera recuperación en los salarios hora reales que ha afectado la variación acumulada en los costos laborales unitarios (Gráfico 22).

2. Empleo y desempleo

En marzo la tasa de desempleo para las 13 principales ciudades fue 17,8%, 0,1 puntos porcentuales mayor que la de marzo de 2002 (Gráfico 23). La generación de empleo siguió siendo dinámica, en el primer trimestre del año, el número de ocupados aumentó 4,0% respecto al mismo período del año anterior (Gráfico 24). Este resultado sugiere un buen desempeño de la actividad económica. La positiva evolución durante el primer trimestre en buena parte debe explicarse por la recuperación de la inversión en construcción y edificaciones.

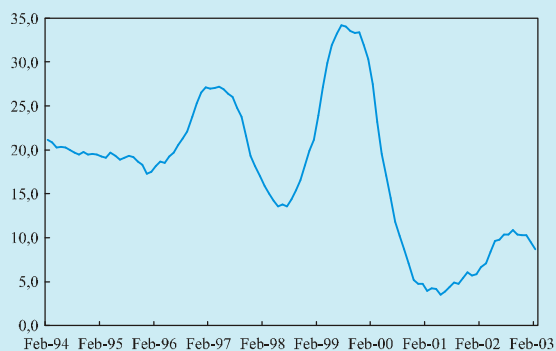
En cuanto al empleo industrial, la información de la muestra mensual manufacturera indica que en enero y febrero el empleo temporal creció 4,4% en promedio, una tasa que no se observaba desde el primer trimestre de 2002 (Gráfico 25). Al mismo tiempo, el empleo permanente decreció 4,55% en promedio, con lo cual el empleo total disminuyó 1,45%. En ambos casos la contracción del empleo es menor a la que ha tenido lugar desde finales de 2001.

Gráfico 21
Salarios / hora obreros y productividad
Variaciones acumuladas en 12 meses
(Porcentaje)



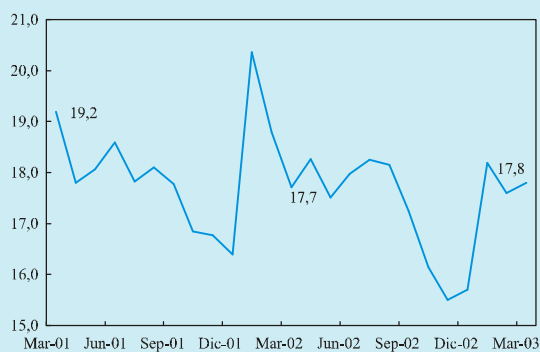
Fuente: DANE.

Gráfico 22
Costo laboral unitario nominal
Variaciones acumuladas en 12 meses
(Porcentaje)



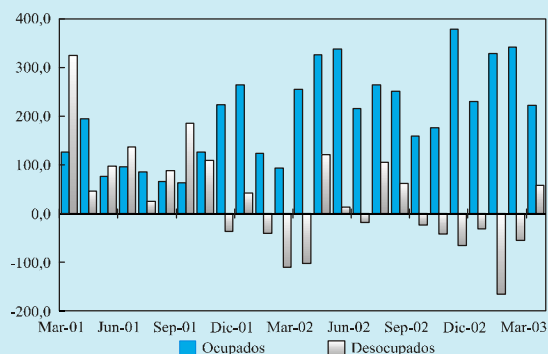
Fuente: DANE.

Gráfico 23
Tasa de desempleo en 13 ciudades
Nueva metodología
(Porcentaje)



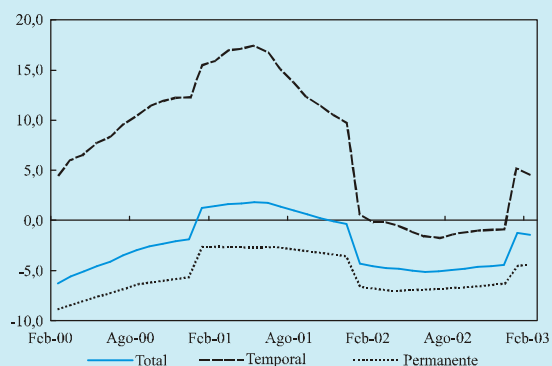
Fuente: DANE, encuesta continua de hogares (ECH).

Gráfico 24
Crecimiento anual del número de ocupados y desocupados para las 13 principales ciudades (Mil es de pesos)



Fuente: DANE.

Gráfico 25
Empleo industrial (Variaciones Acumuladas Anuales) (Porcentaje)



Fuente: DANE.

Cuadro 4
Porcentaje de beneficiados por nivel de incremento salarial pactado Negociaciones a un año

(Enero-marzo de 2003)			
<5,5	[5,5-8,0]	[8,0-10,0]	[10,0-12,0]
1,1	77,3	21,3	0,4
(Enero-diciembre de 2002)			
<5,5	[5,5-8,0]	[8,0-10,0]	[10,0-12,0]
6,1	37,4	39,1	17,4

Fuente: Ministerio de Trabajo y Seguridad Social.

3. Pactos de incremento salarial

El Cuadro 4 registra el porcentaje de trabajadores beneficiados en las convenciones colectivas reportadas al Ministerio de Trabajo y Seguridad Social a marzo de 2003, por rangos de incremento salarial pactados a un año. El mayor porcentaje de beneficiados, 77,3%, se ubicó en el rango comprendido entre 5,5% y 8%. Esta proporción es muy superior a la observada el año pasado en el mismo rango (37,4%). Adicionalmente, muy pocos trabajadores pactaron incrementos salariales en el rango superior (de 10% a 12%): solamente 0,4%, frente a 17,4% en 2002.

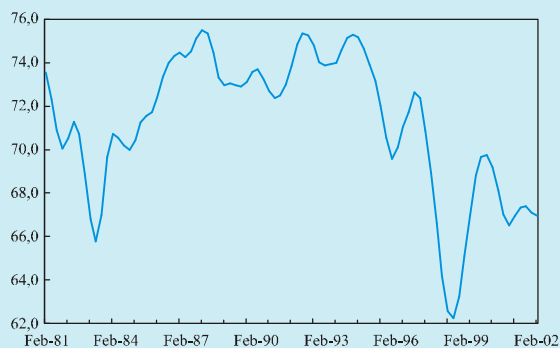
D. Utilización de la capacidad instalada y brecha del producto

El análisis respecto a la utilización de la capacidad instalada y la brecha del producto no ha variado frente al presentado en el informe anterior. Los indicadores de utilización de capacidad instalada para la industria disponibles a febrero, señalan que ésta sigue ubicándose en niveles históricamente bajos.

Al descomponer la serie de utilización de capacidad instalada, de Fedesarrollo, entre su componente irregular, estacional y tendencial¹², y tomando como referencia este último (Gráfico 26) se aprecia que en febrero el indicador alcanzó un nivel de 66,9%. Este porcentaje es muy similar al registrado en febrero de 2002, y sólo supera los observados en el primer semestre de 1983 y los de la recesión de 1999. Al compararlo con el promedio histórico para el período de 1981 a 2003 se encuentra que es 6,0% menor. Al hacer el mismo ejercicio para el indicador de capacidad instalada de la Asociación Nacional de Industriales (ANDI) se encuentra un resultado similar. Al comparar el dato de febrero con el promedio histórico para el período de 1990 a 2003 se encuentra que es 3,9% menor.

¹² Esta estimación se llevó a cabo mediante el procedimiento Censur X-12.

Gráfico 26
Utilización de la capacidad instalada de la industria, según Fedesarrollo
(Componente tendencial)



Fuente: Fedesarrollo, cálculos del Banco de la República, SGEE.

Los diferentes indicadores de brecha del producto, estimados por el Banco de la República, confirman la existencia de una amplia capacidad instalada sin utilizar para la economía en su conjunto. En el cuarto trimestre de 2002 la brecha equivalía a 3,1% del PIB, y se espera que a lo largo de 2003 se mantenga alrededor de ese nivel.

Por todo lo anterior, no se prevé que se registren presiones inflacionarias en relación con la demanda agregada durante los próximos trimestres.

III

Contexto internacional

El hecho más sobresaliente en el contexto internacional para Colombia durante los últimos tres meses ha sido la mejoría en la percepción internacional hacia la región, en medio de un clima de debilitamiento de la economía mundial. Aunque la debilidad de las economías desarrolladas tiene un fuerte impacto negativo sobre América Latina, las bajas tasas de interés en los Estados Unidos y la zona del euro, y la caída en los precios de las acciones, le han dado una ventaja comparativa a los países emergentes para la atracción de flujos de capital internacionales. La mayor claridad en torno a las políticas económicas de Brasil también ha contribuido a la recuperación de la confianza en los países de la región. De esta forma, en el corto plazo las economías latinoamericanas presentan mejores perspectivas en la obtención de financiamiento externo que las previstas en el *Informe sobre Inflación* del mes de diciembre.

Durante el primer trimestre del año, el panorama de la economía mundial continuó deteriorándose. La economía de los Estados Unidos, el principal motor de la economía mundial, no muestra signos de recuperación en el corto plazo y, por el contrario, el pronóstico de crecimiento se redujo con relación al presentado hace tres meses. Aunque para la zona del euro los pronósticos se mantienen, las economías continúan creciendo a tasas muy bajas. Tanto en los Estados Unidos, como en la zona del euro los índices de confianza continúan cayendo y la tasa de desempleo no cede. Por su parte, en Japón las perspectivas sobre la actividad económica se mantienen débiles.

El lento crecimiento en las economías avanzadas ha permitido mantener bajo control la inflación. Algunos repuntes inflacionarios, sobre todo en los Estados Unidos, son atribuidos a factores transitorios vinculados a los mayores precios de los combustibles. De esta forma, los analistas no esperan cambios hacia una postura contraccionista de la política monetaria para los próximos meses. Por el contrario, es posible que el Banco Central Europeo (BCE) decida reducir marginalmente sus tasas en los próximos meses. En América Latina, la tendencia creciente en la inflación observada al finalizar el año anterior se mantuvo durante el primer trimestre del año en algunos países como Brasil y Venezuela. Así, en la región se espera una política monetaria más restrictiva que la observada en meses anteriores.

En términos generales, la economía mundial se encuentra en un entorno de alta incertidumbre y fragilidad. En el pasado *Informe sobre Inflación* se señalaba como el mayor factor de riesgo la posibilidad de una guerra entre los Estados Unidos e Iraq. El 19 de marzo se inició la guerra, y al cierre de este informe, el conflicto había concluido con la rapidez que los mercados esperaban, y con la victoria de las fuerzas de la coalición. De esta manera, la incertidumbre sobre la disponibilidad futura de petróleo disminuyó, con la consiguiente caída en el precio internacional del crudo luego del inicio de la confrontación.

Pese a que este factor de riesgo ha desaparecido, algunos analistas consideran que las condiciones económicas continúan debilitándose, evidenciando problemas de carácter más estructural, espe-

cialmente en los Estados Unidos. En primer lugar, esta economía enfrenta un gran déficit fiscal y en cuenta corriente, cuya reducción, si no se realiza de manera gradual, tendría fuertes efectos sobre la demanda agregada de la principal economía mundial. En segundo lugar, los bajos niveles de ahorro de los hogares y los altos niveles de endeudamiento pueden incidir en un bajo crecimiento del consumo, especialmente de bienes durables.

A. Economías desarrolladas

Durante el primer trimestre del año no se observaron cambios importantes en las condiciones económicas en los Estados Unidos con relación a lo presentado en el informe anterior, aunque el crecimiento esperado para el año se modificó

ligeramente a la baja (Cuadro 5). Los precios de las acciones continuaron su descenso afectando las perspectivas de consumo e inversión futuras. Un reflejo de ello es la nueva caída del índice de confianza, el cual se situó en marzo en un nivel históricamente bajo (Gráfico 27). De otro lado, aunque durante el primer trimestre del año se observó un incremento en la inflación total en los Estados Unidos, la inflación básica continúa descendiendo (Gráfico 28). Por su parte, el dólar se mantuvo en niveles bajos, reflejando así la presión del déficit en cuenta corriente (Gráfico 29).

El recorte de impuestos, el alto gasto público y las bajas tasas de interés son, actualmente, los principales factores que podrían impulsar el consumo y la inversión en los Estados Unidos. Se espera que en lo que resta del año la política fiscal continúe siendo expansiva, mientras que el

Cuadro 5
pronósticos de crecimiento
(Porcentaje)

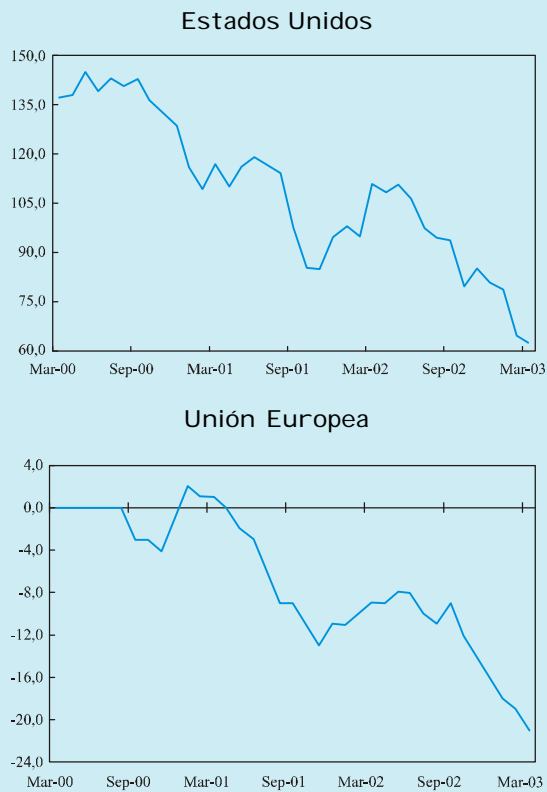
	Observado 2002	Pronóstico para		
		2003 1/	2004 1/	2003 2/
Países desarrollados				
Estados Unidos	2,4	2,4	3,7	2,7
Zona del euro	0,8	1,8	2,7	1,8
Japón	0,3	0,6	0,7	0,4
América Latina				
Argentina	(11,0)	3,4	4,0	2,0
Brasil	1,5	1,7	2,8	1,7
Chile	2,0	3,2	4,0	3,3
México	0,9	2,6	4,2	3,2
Perú	5,2	3,9	4,0	3,4
Ecuador	3,0	2,7	3,6	3,0
Venezuela	(8,9)	(15,3)	6,0	0,1
Colombia	1,6	2,3	3,1	2,2

1/ Realizado en abril de 2003.

2/ Realizado en enero de 2003.

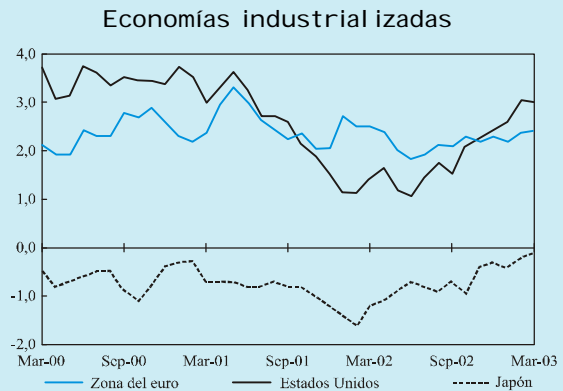
Fuente: Observado: FMI, y pronósticos: Datastream.

Gráfico 27
Indicador de confianza
del consumidor

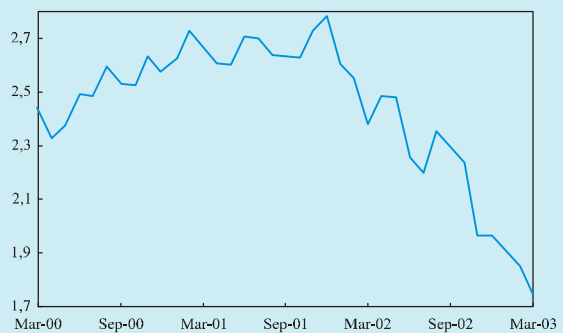


Fuente: Datastream.

Gráfico 28
Tasa de inflación
(Porcentaje)



Básica de los Estados Unidos

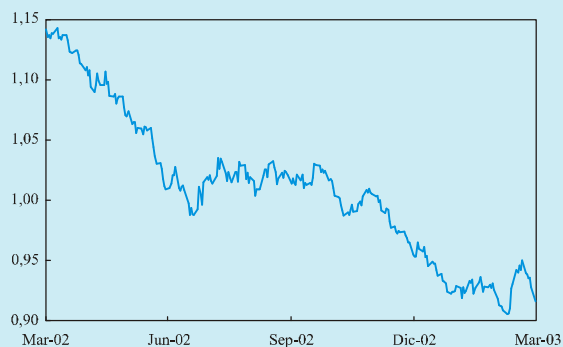


Fuente: Datastream.

campo de acción de la política monetaria es reducido dadas las bajas tasas de interés actuales. Sin embargo, aunque en el corto plazo las medidas fiscales pueden funcionar, en el mediano y largo plazos puede generar problemas importantes, más aún cuando el déficit fiscal actual es alto. La magnitud de este déficit, y del déficit en cuenta corriente en los Estados Unidos no constituyen una trayectoria sostenible para la recuperación del crecimiento global. Si la economía norteamericana le imprimiera mayor dinamismo a la economía mundial, su demanda tendría que crecer por encima del producto potencial ampliando el déficit en cuenta corriente. Es difícil que esto ocurra cuando los pasivos externos netos de ese país constituyen, actualmente, un 25% del PIB.

De otro lado, los pronósticos de crecimiento de la zona del euro se mantuvieron durante el primer

Gráfico 29
Tasas de cambio zona del euro
(Euros por dólar)



Fuente: Datastream.

trimestre del año (1,8%), pero la actividad económica en la región continuó deteriorándose. La inversión siguió disminuyendo y el índice de confianza de los consumidores registró nuevamente

una reducción. Así mismo, el índice de confianza industrial se contrajo aún más, reflejando el empeoramiento de las expectativas con relación a la producción.

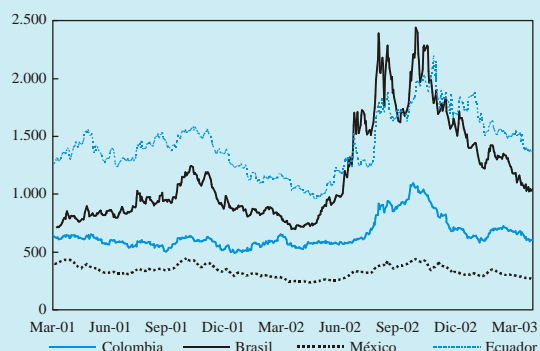
La inflación en la zona del euro se ha mantenido relativamente estable, aunque en niveles superiores al límite alto del rango de estabilidad de precios definido por el Consejo del BCE (2%). Sin embargo, el comportamiento de esta variable en los últimos meses ha sido determinado por factores de oferta principalmente relacionados con el aumento en los precios internacionales del petróleo. Se espera que el efecto de la reducción reciente del precio del crudo se refleje en la inflación a partir del mes de abril. Así mismo, la apreciación del euro con respecto al dólar, y la debilidad de la demanda, pueden influir en la senda de inflación en el mediano plazo. Dado lo anterior, el BCE decidió en el mes de marzo reducir su tasa de interés de intervención en 25 pb, dejándola en 2,5%. En los próximos meses no se esperan cambios hacia una postura contraccionista de la política monetaria y, por el contrario, algunos analistas sugieren que hay espacio para nuevas reducciones marginales de la tasa de interés.

B. América Latina

El comportamiento de las economías latinoamericanas mejoró durante el primer trimestre del año con relación a lo observado en el trimestre anterior. Las primas de riesgo-país de la deuda se redujeron para la mayor parte de las economías de la región, en especial durante la segunda mitad del trimestre, al igual que las tasas de cambio (Gráfico 30 y Cuadro 6). Sin embargo, para algunos países se pronostica un crecimiento para 2003 inferior al esperado hace tres meses como es el caso de México, Venezuela y Ecuador.

La información actual sugiere que parte de la reducción de la prima de riesgo-país de la deuda

Gráfico 30
Primas de riesgo-país (*)
Países Latinoamericanos
(Porcentaje)



(*) Corresponde al EMBI plus
Fuente: Datastream.

Cuadro 6
Devaluación de las monedas
latinoamericanas frente
al dólar estadounidense

	Trimestral (*)	Anual fin de marzo
Argentina	(11,5)	1,3
Brasil	(5,3)	44,2
Chile	1,8	11,7
México	3,6	19,4
Perú	(0,8)	0,9
Venezuela	15,2	76,5
Uruguay	6,2	85,1

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

Fuente: Datastream.

puede ser el reflejo de una mejora en el acceso a recursos en el mercado internacional. En efecto, las bajas tasas de interés de los países desarrollados, unido al débil comportamiento de la actividad económica de los mismos y a las continuas pérdidas de las bolsas, puede haber hecho más atractivo para los agentes invertir sus recursos en mercados emergentes que en los Estados Unidos o Europa. Este hecho facilita la disponibilidad de financiamiento externo para los países

latinoamericanos, por lo menos en el corto plazo. A este resultado ha contribuido también la estabilización de las expectativas sobre la orientación de las políticas económicas en Brasil.

En Venezuela, durante los tres primeros meses del año la crisis política se calmó en cierto grado y la producción de petróleo, que había caído significativamente a principios de enero, aumentó más rápido de lo que el mercado esperaba. Para controlar la fuerte devaluación del bolívar observada desde finales del año 2002, las autoridades económicas decidieron adoptar a partir del mes de febrero un nuevo régimen cambiario (nuevo régimen para la administración de divisas), que busca restringir la adquisición de dólares por parte de los agentes del mercado y, de esta forma, frenar la tendencia alcista del tipo de cambio. Su implementación está a cargo de la Comisión de Administración de Divisas (Cadivi) cuya función principal es otorgar autorizaciones para la adquisición de divisas por parte de los usuarios del régimen cambiario. De igual forma, se fijó el tipo de cambio en Bs\$1.596 por dólar para la compra y Bs\$1.600 por dólar para la venta.

Aún con el rápido aumento de la producción de crudo, se espera una contracción de la economía venezolana de 15,3% para este año, siendo significativamente mayor que la observada el año anterior (-8,9%). Una recuperación sostenida de la actividad económica en Venezuela requiere una solución a la crisis política, de tal forma que se restablezca la confianza de los consumidores y los inversionistas.

En Ecuador, el nuevo Gobierno ha presentado nuevas reformas encaminadas a la solución de los problemas fiscales que actualmente enfrenta. Estas medidas incluyen el congelamiento de los salarios públicos y el ajuste de los precios de la energía. Según la última encuesta de confianza, el sector productivo se encuentra cauteloso y no espera que las tasas de interés bajen en el corto plazo. Además, la mayoría considera que el país

podría enfrentar mayores problemas fiscales como resultado de un descenso sostenido en el precio internacional del crudo. Se proyecta una desaceleración en el crecimiento para este año (2,7%) con relación al observado el año anterior (3,3%).

C. Precios de los productos básicos

Los precios internacionales de los productos básicos han venido aumentando lentamente desde finales de 2001 y continuaron haciéndolo durante los primeros meses de 2003, pese a una ligera corrección a la baja en marzo. Según el índice de precios de productos básicos de *The Economist*, los precios aumentaron en marzo 1,5% con relación a lo observado en diciembre pasado, y 9,8% respecto a marzo de 2002. Por subgrupo de bienes, el índice para el grupo de alimentos se ubicó en marzo -0,7% por debajo del nivel registrado en diciembre, pero 10,8% por encima del observado un año atrás. De otro lado, el índice para el subgrupo de bienes industriales aumentó 5,0% en el trimestre, y en marzo se ubicó 8,3% por encima del nivel observado en el mismo mes del año 2002 (Gráfico 31).

Es importante anotar que buena parte del comportamiento alcista de los precios de los productos

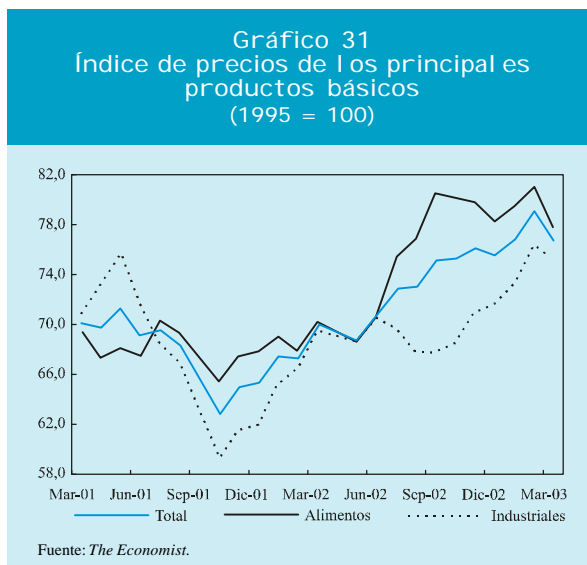
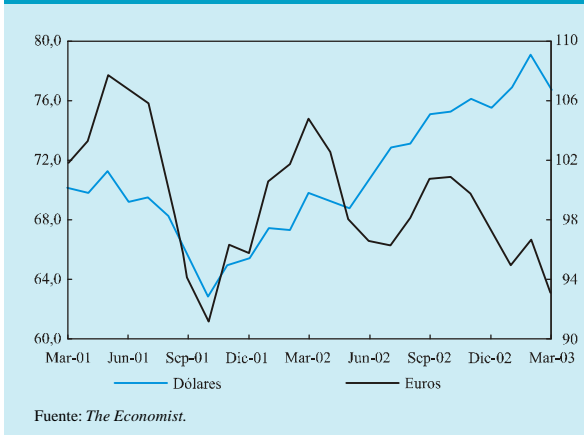


Gráfico 32
Índice de precios
de los principales productos básicos
(1995 = 100)



básicos en los últimos trimestres se debe al efecto de la depreciación del dólar. Si se analiza el comportamiento del índice total en euros, se observa, por el contrario, un descenso en los últimos meses (Gráfico 32).

Se espera que en lo que resta del año sigan disminuyendo las presiones sobre los precios internacionales de los productos básicos. Por un lado, se prevén mejores condiciones climáticas que deberán favorecer la oferta de los bienes agrícolas, especialmente, de los granos. De otro lado, las bajas perspectivas de crecimiento económico mundial debilitarán los precios de los bienes industriales y de los metales.

Petróleo y café

Durante buena parte del primer trimestre del año el precio internacional del petróleo aumentó de manera sostenida, respondiendo, principalmente, a la alta incertidumbre generada por el conflicto con Iraq, y a la importante reducción de la producción de crudo en Venezuela. Sin embargo, luego del inicio de la guerra el 19 de marzo, los precios descendieron significativamente. De esta forma, el precio del petróleo WTI se ubicó durante el primer trimestre, en promedio, en US\$34,0 por barril, 57,4% y 20,1% mayor que el observado un año atrás y en el cuarto trimestre de 2002, respectivamente (Gráfico 33).

Gráfico 33
Precio del petróleo WTI
Bolsa de Nueva York
(Dólares por barril)



Según los analistas, el fuerte descenso en el precio del petróleo luego del inicio de la guerra es resultado de tres factores. En primer lugar, de una menor incertidumbre en torno a la guerra y su duración. En segundo lugar, del aumento más rápido que el previsto de la producción de Venezuela. Al parecer, la producción de crudo en dicho país se encuentra en niveles cercanos a los observados antes del paro cívico de diciembre de 2002. Por último, de la reducción normal de la demanda de petróleo mundial luego de la temporada de invierno.

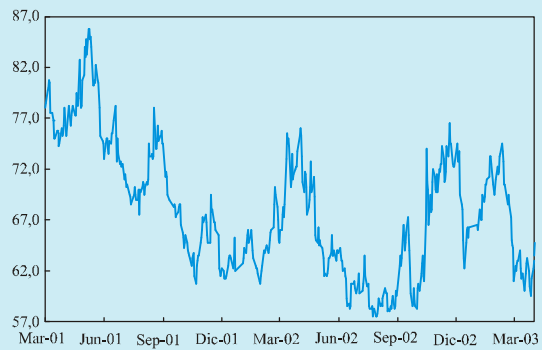
El comportamiento futuro de los precios del petróleo es altamente incierto y seguirá determinado, principalmente, por la manera como se desarrolle el conflicto en el Medio Oriente, y la rapidez con que se restablezca la producción de Venezuela y Nigeria¹³. Sin embargo, dado que el resto de países productores de petróleo han incrementado su producción en los últimos meses, también existe la posibilidad de que se presente un exceso de oferta, lo cual presionaría los precios a la baja. En vista de lo anterior, los pronósticos del precio del petróleo para este año han disminuido con relación a lo presentado en el informe anterior. En la actualidad

¹³ El 19 de marzo, la producción de petróleo de Nigeria se paralizó, como consecuencia de problemas políticos y étnicos. Se espera que para mediados de año la producción de crudo esté plenamente restablecida.

se espera que durante el año éste se ubique, en promedio, entre US\$27 y US\$29 por barril.

Por último, el precio internacional del café registró una nueva caída en marzo, a pesar del incremento observado en el último trimestre de 2002 y enero de este año. El precio del primer trimestre del año se ubicó, en promedio, en US\$69,9 centavos/libra, 0,3% superior al observado en igual trimestre del año anterior y -3,0% inferior al registrado el cuarto trimestre de 2002 (Gráfico 34). Los factores de oferta siguen siendo los principales determinantes del precio del grano. Según el último informe de la Organización Internacional del Café (OIC) la producción del año cafetero 2002/2003 fue elevada con lo cual se completan cinco años consecutivos de exceso de producción. Así mismo, el consumo del grano sigue siendo débil, afectando la recuperación del precio del café. Sin embargo, como se mencionó en el informe anterior, se espera que durante este año tenga lugar

Gráfico 34
Precios del café arábigo-Colombia
Bolsa de Nueva York
(US\$Ctvs. por libra)



Fuente: Bloomberg.

una contracción en la producción de Brasil y de otros países exportadores que se han visto afectados por la persistencia de los bajos precios. Si esto sucede, es probable que el precio promedio en 2003 sea superior al observado en el año anterior.

IV

Pronósticos de inflación

A. Antecedentes

Durante el primer trimestre de 2003 la inflación total se aceleró presentando un resultado de 7,6% en marzo, impulsada principalmente por la inflación básica. Desde mediados de 1996 no se observaba un repunte de la inflación básica por más de dos meses consecutivos y de una magnitud tan importante (180 pb)¹⁴ como en esta oportunidad. Además, a marzo, la inflación sin alimentos y los otros indicadores de inflación básica se situaron muy por encima del rango-meta establecido por la Junta para diciembre de 2003.

Como se señaló en el informe anterior, algunas de las tendencias alcistas de los precios ya se habían manifestado desde finales del año pasado, cuando la inflación total terminó por encima de la meta del año (6%) por primera vez desde 1998. En aquella oportunidad su aceleración obedeció sobre todo a presiones originadas en los alimentos (papa principalmente) y al efecto de la devaluación y de los mayores precios de bienes importados. De otro lado, los pronósticos del Banco para finales de 2003 se incrementaron, respondiendo al efecto rezagado de la devaluación acumulada y a las mayores expectativas.

El nuevo repunte de la inflación en los últimos tres meses sigue respondiendo a un fenómeno de costos asociado a la devaluación acumulada a lo largo

del año anterior. A él también ha contribuido un rápido incremento de las expectativas de inflación en los primeros meses, según lo sugieren algunos indicadores y la pérdida de credibilidad en las metas para este año y el próximo (véase el capítulo I). Finalmente, los precios también han subido por choques transitorios de oferta, que en estos primeros meses han incluido, además del alza en los precios de los alimentos, el efecto de la reforma al IVA, el alto precio de los combustibles y la actualización de las tarifas de energía. Los efectos de estos choques sobre la inflación anual han comenzado a desvanecerse y se espera que esta tendencia se acentúe en el resto del año, aunque no se descarta que tengan algún impacto permanente si se incorporan a las expectativas.

Con miras a evitar esto último y a garantizar el cumplimiento de las metas, la JDBR decidió incrementar las tasas de interés de intervención en 100 pb a finales de enero. De igual manera, para contribuir a la estabilidad del tipo de cambio y por esta vía asegurar la reducción de la inflación, en febrero la autoridad monetaria anunció la disposición de intervenir en el mercado cambiario a través de la realización de opciones *call* para desacumulación de reservas hasta por US\$1.000 m. Estas medidas estabilizaron la cotización del dólar sin que se reflejaran en un incremento de las tasas de interés del mercado con excepción de la de los TES.

Un análisis de la inflación al consumidor, por grupos y subgrupos, permite descartar la presencia de presiones inflacionarias de demanda como causa de su aceleración en el primer trimestre del año. Aunque la actividad ha ganado dinamismo desde

¹⁴ Promedio de los tres indicadores de inflación básica estimados por el Banco de la República.

mediados del año pasado, a principios de 2003 aún seguía operando por debajo de su capacidad potencial, y el crecimiento que se prevé para el resto del año sólo alterará esta situación de una forma limitada y gradual.

En la actualidad, las nuevas condiciones externas junto con la disposición del Banco para intervenir en el mercado cambiario hacen prever una relativa estabilidad del tipo de cambio en los próximos meses. Sin embargo, incluso bajo este escenario optimista se mantienen presiones inflacionarias que podrían complicar el cumplimiento de la meta de inflación en este año y la reducción en el próximo.

B. Nuevos desarrollos

1. En el frente externo

El desempeño reciente de diversos indicadores sugiere que la economía mundial ha sido menos dinámica que lo previsto en el anterior *Informe sobre Inflación*. Además, el pobre comportamiento reciente de las bolsas y de otras variables líderes del ciclo económico ha obligado a los analistas a reducir, una vez más, sus pronósticos de crecimiento para este año frente a los que se tenían hace tres meses. Esto ha sucedido incluso a pesar del desenlace favorable del conflicto en Iraq para la coalición liderada por los Estados Unidos.

Para el mediano y el largo plazos, la economía mundial puede ver limitada su capacidad de expansión en vista de los problemas estructurales que enfrenta la economía de los Estados Unidos, su principal motor de crecimiento en los últimos 10 años. Como se mencionó en detalle en el capítulo III, los Estados Unidos presenta en la actualidad desbalances negativos en sus cuentas fiscales y externas, que podrían profundizarse hacia el futuro y que están acompañadas de un creciente nivel de endeudamiento privado y público. Su corrección exigiría una reducción del financiamiento y

de los niveles de gasto, lo cual muy probablemente, reduciría el crecimiento de esta economía por algún tiempo.

Las tendencias anteriores, sin embargo, han favorecido los flujos externos de capitales a los países emergentes en la medida en que sus activos se han hecho más atractivos frente a los de los Estados Unidos. A ello ha contribuido la muy baja valoración que, a finales de 2002, registraban los activos de estas economías medidos en dólares, como resultado de la fuerte depreciación de las monedas locales en los últimos años. Condiciones más favorables ya se habían observado a finales del año pasado, pero en el informe de diciembre no se anticipó una mejoría como la que se evidenció en el primer trimestre.

A la fecha no es claro si estas mejores condiciones son sostenibles, pues el debilitamiento de las economías desarrolladas puede afectar la confianza de inversionistas hacia la región. Por el momento, diversos analistas esperan que las tasas de interés y el retorno de los activos en los Estados Unidos y otros mercados permanezcan deprimidos favoreciendo el flujo de capitales hacia América Latina.

Para Colombia, la renovación de la confianza en los mercados financieros hacia la región puede significar mayor estabilidad cambiaria en los próximos meses frente a lo previsto en el informe anterior. En un horizonte mayor, el acceso de capitales para el país seguirá dependiendo en forma sustancial del cumplimiento de las metas del programa de ajuste fiscal y de la estabilización de la deuda pública externa en niveles sostenibles.

En principio, la reapertura de los mercados externos permitiría la financiación de un mayor déficit en cuenta corriente si el sector privado incrementa su nivel de endeudamiento externo neto, o disminuye el ritmo de pago de su deuda. En este caso, la mayor financiación de la cuenta de capitales brindaría un margen para que el deterioro en las exportaciones

(en especial de las dirigidas a Venezuela) o el aumento en las importaciones no se reflejen en una mayor presión sobre la tasa de cambio.

En síntesis, pese a que no se perciben cambios radicales frente al informe anterior, las condiciones externas esperadas para los próximos meses estarían acompañadas de menores presiones inflacionarias, vía una mayor estabilidad en el tipo de cambio y una demanda externa menos dinámica. Así mismo, una reducción más rápida de la anticipada en el precio internacional del petróleo tal y como se espera en este informe, también podría reducir presiones sobre costos y precios domésticos que en los últimos trimestres han constituido una de las causas principales de la aceleración de la inflación.

2. En el frente interno

En los últimos dos trimestres, la actividad real se ha comportado en línea con lo esperado en los informes anteriores. Desde mediados de 2002 se ha observado una gradual aceleración en el ritmo de crecimiento económico, sustentado principalmente en la recuperación de la demanda interna privada.

Para los próximos meses no se espera cambios sustanciales en esta tendencia, debiendo ser el consumo y la inversión privados los que sigan impulsando el crecimiento. Esta apreciación está respaldada por varios factores favorables como las bajas tasas de interés, los menores niveles de endeudamiento, la mayor disposición de los bancos a otorgar crédito, alguna sustitución de importaciones y la mejoría en la percepción de las condiciones de seguridad, todos los cuales se han reforzado en los últimos meses.

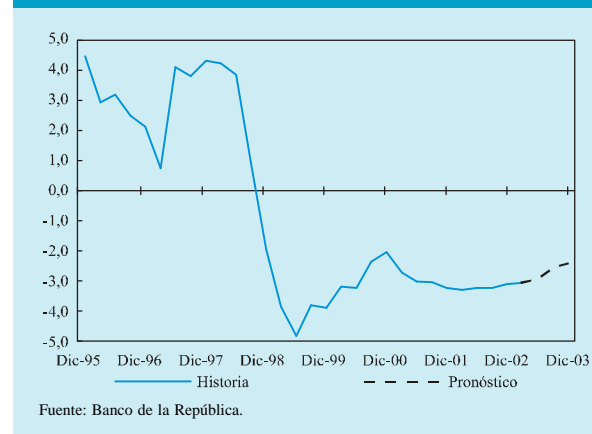
En este informe no se efectuaron cambios importantes a los supuestos de crecimiento de 2003 presentados en el informe de diciembre y se considera que la meta del Gobierno de 2% es viable. Esta apreciación coincide con la de diferentes analistas extranjeros y locales, quienes sitúan el crecimiento de este año entre 2,0% y 2,5%. Hay

que señalar, sin embargo, que, dada la escasa información disponible, la incertidumbre sobre el posible efecto de una demanda externa más débil como la prevista es alta, y no puede descartarse que esta situación anule en algún grado la tendencia favorable de la demanda interna privada y afecte el crecimiento agregado.

El crecimiento esperado para 2003 no debe generar presiones inflacionarias toda vez que la economía seguirá operando por debajo de su capacidad potencial. Nuestras estimaciones sugieren que, en la actualidad, la brecha del producto (PIB observado menos PIB potencial) es negativa en una magnitud cercana al 3,0% y que esta situación se prolongará por varios trimestres, dados los supuestos de crecimiento mencionados (Gráfico 35). La brecha del producto no es una variable directamente observable y su estimación usualmente está acompañada de una alta incertidumbre, por lo cual conviene ser cauteloso en el momento de interpretar los resultados. Sin embargo, otros indicadores alternativos como los niveles de utilización de capacidad instalada en la industria se mantienen en niveles históricamente bajos, confirmando la ausencia de presiones inflacionarias de demanda en los próximos meses.

Al igual que en el contexto externo, a nivel interno el tema del ajuste fiscal y las reformas estructurales

Gráfico 35
Brecha del producto



al Estado seguirá afectando en forma importante las expectativas de empresarios e inversionistas. Los mercados cuentan con el cumplimiento de las metas con el Fondo Monetario Internacional (FMI) y la aprobación de las reformas estructurales anunciadas. Incumplimientos en alguno de estos frentes erosionarían la confianza de los inversionistas locales y extranjeros, y afectarían negativamente la estabilidad macroeconómica y las perspectivas de crecimiento.

C. Pronósticos

Los pronósticos presentados en el informe de diciembre subestimaron la inflación observada a marzo, tanto en la de alimentos como en la de sin alimentos.

Como se ha señalado en otros capítulos de este informe, la aceleración de la inflación por encima de lo previsto se puede explicar por varias circunstancias. La más relevante de ellas guarda relación con el mayor efecto que tuvo la depreciación del tipo de cambio sobre los precios. Aunque a marzo el tipo de cambio se había estabilizado y la depreciación para el año corrido era baja, la depreciación acumulada de 2002 siguió transmitiéndose a los precios vía costos, con una intensidad no anticipada en los pronósticos de diciembre. Como era de esperarse, el efecto se sintió sobre todo en la inflación sin alimentos, pero también en la de alimentos a través de los precios de varios productos transables como cereales y aceites, entre otros.

Fuera de la depreciación, otras presiones inflacionarias que se subestimaron fueron las asociadas con los incrementos en los precios de los combustibles y en el de los servicios públicos, principalmente porque los incrementos se anticiparon frente a lo previsto. En el caso de los combustibles, su incremento produjo reajustes en las tarifas del transporte público que

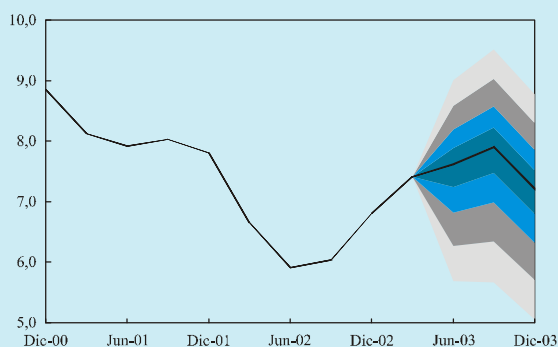
no estaban enteramente contempladas en los pronósticos anteriores.

Respecto a los factores asociados con la demanda, en términos generales estos se comportaron dentro de lo previsto. Sin embargo, se presentaron cambios más fuertes en las tendencias de la inflación de algunos rubros como educación con una reducción importante, y en vivienda con una aceleración superior a la prevista. Por otro lado, la magnitud del efecto directo del IVA incorporado en los pronósticos (0,4 puntos porcentuales) se verificó en su totalidad en el primer trimestre. Finalmente, los indicios sugieren que las expectativas se incrementaron de manera preocupante y que podrían estar incentivando ajustes en precios no compatibles con las metas de inflación.

El modelo central del Banco señala un incremento de los nuevos pronósticos de inflación para finales de 2003 frente a los presentados en diciembre. En el caso de inflación total, el pronóstico para el promedio del cuarto trimestre de 2003 en esta oportunidad es de 7,2%, 110 pb superior al que registró en diciembre. En este informe se presenta por primera vez el pronóstico de inflación total para 2004, siendo el nivel estimado para el cuarto trimestre de 4,4% en promedio condicional a la postura de la política monetaria actual y futura (Gráfico 36).

Para 2003 se espera un buen comportamiento de los precios de los alimentos, especialmente durante la segunda mitad del año. En la actualidad se prevé que la inflación de este grupo estará entre 6,0% y 7,0% para el promedio del cuarto trimestre, una reducción significativa frente a la cifra observada en los primeros tres meses del año (10%), pero algo mayor que la que se presentó en el informe anterior. La importante desaceleración de la inflación de alimentos ha sido pronosticada reiteradamente por diversos modelos del Banco, incluyendo el modelo central que aquí se presenta, y ya ha sido reseñada en informes anteriores.

Gráfico 36
Proyección de la inflación total
al consumidor para el año 2003
(Escenario central y balance de riesgos)



Período	Balance de riesgos						
	90%			50%		25%	
	Central						
Mar-03	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4	7,4
Jun-03	5,7	6,8	7,2	7,6	7,9	8,2	9,0
Sep-03	5,7	7,0	7,5	7,9	8,2	8,6	9,5
Dic-03	5,1	6,3	6,8	7,2	7,5	7,9	8,8
Mar-04	3,4	5,0	5,6	6,1	6,5	7,0	8,1
Jun-04	2,4	4,0	4,6	5,2	5,6	6,0	7,2
Sep-04	2,1	3,7	4,2	4,7	5,1	5,5	6,7
Dic-04	1,5	3,2	3,9	4,4	4,8	5,3	6,5

Fuente: Banco de la República.

Los alimentos son productos con mercados muy heterogéneos entre sí, razón por la cual son muchos los factores y choques que pueden desempeñar un papel importante en la determinación de sus precios, haciendo de su pronóstico un ejercicio altamente incierto. Sin embargo, en la actualidad hay varias razones que nos permiten ser optimistas respecto a su evolución en los próximos meses, pese al gran repunte observado desde finales de año:

- El ciclo ganadero está entrando en una fase de liquidación que garantiza una buena oferta de carne de res y un bajo crecimiento de sus precios y los de sus sustitutos.
- Los últimos seis meses han visto un incremento muy importante en los precios de varios productos perecederos, entre ellos la papa, que debe

incentivar la oferta y reducir precios en los meses venideros como es usual con estos productos. La normalización del régimen de lluvias por la desaparición del fenómeno de El Niño contribuirá a esta tendencia.

- Finalmente, el efecto de la depreciación y del incremento de los precios internacionales de bienes agrícolas empieza a ceder como lo sugieren los menores incrementos registrados en aceites, grasas, cereales y cacao en marzo, entre otros. En los próximos meses esta tendencia puede acentuarse si el tipo de cambio se mantiene estable, favoreciendo la reducción de la inflación anual de estos subgrupos.

En materia de inflación sin alimentos, para el corto plazo se manifiestan dos tendencias opuestas que hacen altamente incierto su pronóstico en esta oportunidad. Por un lado, se espera que las presiones de demanda sigan bajo control en vista de que la brecha del producto seguirá siendo negativa durante 2003 dado el crecimiento esperado. Dicha situación seguirá explicando inflaciones cercanas o por debajo del rango de la meta (5% a 6%) para un gran número de grupos y subgrupos como servicios de arrendamiento, educación, servicios de salud, y diversión, cultura y esparcimiento, entre otros.

Por otro lado, en lo que resta del año, se espera incrementos en precios por la permanencia de varios choques de oferta que pueden frenar la reducción de la inflación sin alimentos. El mayor peligro proviene de los incrementos anunciados para los servicios públicos, principalmente energía, y para los combustibles, puesto que el efecto del IVA ya parece haber sido recogido casi en su totalidad por la cifra de inflación de marzo (véase capítulo I).

En el caso de los combustibles, la reducción del precio internacional del petróleo y la estabilización del tipo de cambio podrían reducir la magnitud de los ajustes esperados para el resto del año frente a lo que se contempló hace tres meses. Sin embargo, incluso en un escenario de precios internacionales

menores, el rezago del precio doméstico de los combustibles frente a su equivalente externo sigue siendo considerable, por lo que aún se requieren ajustes importantes para nivelarlo.

De igual manera, la depreciación del tipo de cambio deberá continuar generando incrementos en los precios durante los próximos meses, a pesar de la mayor estabilidad prevista para el tipo de cambio. Los pronósticos de inflación sin alimentos suponen que el efecto de la depreciación empieza a desaparecer a partir del segundo semestre de 2003. Sin embargo, puesto que esto no sucede plenamente durante el presente año, la inflación anual de varios grupos de bienes transables terminará por encima de la meta.

Teniendo en cuenta los anteriores factores, y el riesgo de que se presenten alzas de precios en respuesta al incremento detectado en las expectativas de inflación, el Banco estima que la inflación sin alimentos para el promedio del cuarto trimestre se situará en un rango entre 6,5% y 7,5%. Este rango se encuentra por encima de la previsión puntual efectuada en diciembre (6,2%).

La amplitud del rango refleja la incertidumbre que existe en torno a la importancia final que tendrán las tendencias identificadas anteriormente y en particular, en torno al grado en que las presiones cambiarias puedan ceder en un contexto de mayor estabilidad cambiaria. Así mismo, el rango da cabida a una reducción de la inflación sin alimentos en algún momento entre el segundo y el tercer trimestres, en caso que las alzas anticipadas en los precios de los combustibles y los servicios públicos no se concreten.

Para el mediano y el largo plazos, los pronósticos muestran una reducción importante de la inflación sin alimentos hacia niveles más compatibles con el objetivo de estabilizar los precios. Para el cuarto trimestre de 2004, se estima que puede situarse, en promedio, entre 4% y 5%, no muy lejos de la cifra proyectada en el informe anterior (4,7%). Esta

reducción supone que la brecha del producto, seguirá siendo negativa, conllevando pocas presiones inflacionarias de demanda. De igual manera, supone que la transmisión de la depreciación a los precios se ha completado y que el tipo de cambio permanece relativamente estable. Los pronósticos también suponen que las expectativas se anclan en niveles menores que los actuales y son compatibles con las metas de largo plazo del Banco. Por esta razón los pronósticos implican una postura de la política monetaria consistente con el logro de menores expectativas inflacionarias.

D. Riesgos

Como se ha mencionado anteriormente, las principales amenazas que pesan sobre el cumplimiento de la meta de inflación no provienen de una excesiva expansión de la demanda. Al igual que hace tres meses, las principales amenazas están asociadas con la evolución actual y futura del tipo de cambio, y con el aumento de las expectativas de inflación:

- Pese a la mayor apertura de los mercados financieros internacionales, la incertidumbre sobre la evolución de algunos flujos de la balanza de pagos sigue siendo muy alta. Si bien los analistas esperan mayores entradas de capital a la región, no es claro que los flujos de capitales vayan a repuntar de forma sustancial y duradera. Tampoco es claro si este flujo podrá compensar las presiones devaluacionistas provenientes de la caída esperada en las exportaciones no tradicionales.
- La situación fiscal continúa siendo un riesgo en la medida en que se adelanta un estricto programa de ajuste sobre el cual pesan importantes contingencias. Cualquier incumplimiento en el programa tendría efectos negativos sobre los

precios y el crecimiento de mediano y largo plazo, por el incremento de la prima de riesgo-país y por las presiones sobre el tipo de cambio y la inflación.

- Los choques de oferta son otra amenaza. El efecto del IVA ya tuvo lugar, pero aún permanecen los de combustibles y energía, al igual que el de alimentos. Por sí solos, estos choques no ponen en peligro la estabilidad de precios en el largo plazo, pero sí pueden hacerlo en una economía con una larga historia de in-

cia inflacionaria en la medida en que se incorporen a las expectativas.

Finalmente, el incumplimiento de la meta en 2002 puede haber exacerbado las expectativas de inflación en el largo plazo, lesionando la confianza de los mercados en el compromiso de la autoridad monetaria con sus metas. El riesgo en este frente es aún mayor si se tiene en cuenta que la inflación actual supera el rango de la meta para este año y que pasarán algunos meses hasta que esta situación se revierta.

Proyecciones de analistas locales y externos sobre las principales variables macroeconómicas

A continuación, se hace una revisión de las proyecciones más recientes efectuadas por analistas locales y extranjeros sobre las principales variables de la economía colombiana para 2003 y 2004. Debe tenerse en cuenta que a la fecha de recibir las proyecciones de los analistas locales, estos ya conocían la cifra oficial de inflación para el primer trimestre de 2003.

Proyecciones para 2003

En el Cuadro 1 se detallan las proyecciones realizadas para el año 2003. Al igual que en el informe anterior, el cambio más importante en el pronóstico del conjunto de los analistas en el último trimestre corresponde a la inflación. En la actualidad, el pronóstico de inflación de los analistas locales es 6,7%, 0,4 puntos porcentuales más que el presentado en el informe de diciembre, y 1,0 punto porcentual mayor que el registrado en el de hace seis meses. El pronóstico de los analistas externos es 6,2%. Es de destacar que aunque en general los analistas han venido incrementando sistemáticamente sus pronósticos de inflación, estos aún son menores que la inflación anual registrada en el primer trimestre del año (7,6%).

En este trimestre los analistas locales también modificaron su proyección de déficit fiscal y déficit en cuenta corriente. Respecto al informe anterior, la confianza de los analistas locales en el cumplimiento del

Cuadro 1
Proyección de las principales variables macroeconómicas para 2003

	Fecha de la proyección	Crecimiento del PIB real %	Inflación IPC %	Tasa de cambio nominal (Fin de)	DTF nominal % 1/	Déficit (% del PIB)		Tasa de desempleo %
						Fiscal 2/	Cta. Cte.	
Analistas locales								
Revista Dinero	Abr-20-03	2,2	6,8	3.080	9,5	(2,8)	(1,8)	15,2
Suvalor-Corfinansura	Dic-20-02	2,4	6,0	2.950	9,2	(2,3)	n.d.	n.d.
Corfivalle	May-02-03	2,5	6,7	3.125	10,2	(2,5)	(2,1)	15,0
ANIF	Abr-16-03	2,3	6,5	3.094	10,0	(2,5)	(2,2)	n.d.
Fedesarrollo 2/	May-02-03	2,4	7,5	3.114	10,0	(3,0)	(2,0)	15,4
Promedio		2,4	6,7	3.073	9,8	(2,5)	(2,0)	15,2
Analistas externos 3/								
Goldman Sachs	Mar-21-03	1,5	5,5	2.612		(2,4)	(1,6)	
IDEA global	Mar-03-03	2,8	6,5	2.930		(2,7)	(2,8)	
J. P. Morgan	Mar-06-03	1,7	6,3	n.d.		(2,6)	(1,6)	
Deutsche Bank	Mar-06-03	2,2	6,3	3.108		(5,0)	(3,3)	
Promedio		2,1	6,2	2.883		(2,6)	(2,3)	

n.d. No disponible.

1/ Promedio del año.

2/ En el cálculo del promedio del déficit fiscal no se incluye los pronósticos de Fedesarrollo por hacer referencia al déficit del sector público no financiero, ni del Deutsche Bank por hacer referencia al déficit del Gobierno Nacional Central y no al del sector público consolidado.

3/ Informe ¿Cómo nos ven afuera?, SMT, 31 de marzo de 2003.

programa de ajuste de las finanzas del Gobierno parece haber aumentado, pues su pronóstico para el déficit fiscal disminuyó en 0,2 puntos porcentuales. Consecuente con un sector público más ajustado, el pronóstico para el déficit en cuenta corriente disminuyó 0,2 puntos porcentuales.

Respecto al informe anterior, tanto el pronóstico de crecimiento de la economía como el de devaluación se mantuvo. Los analistas locales continúan siendo más optimistas que el Gobierno y esperan un crecimiento del PIB mayor que la proyección de aquél en 0,4 puntos porcentuales. En cuanto a la tasa de cambio, la devaluación nominal esperada para fin de año sigue siendo 7,6%.

Proyecciones para 2004

En el Cuadro 2 se detallan las proyecciones de los analistas locales y extranjeros para el próximo año. Ambos coinciden en esperar un mejor desempeño de la actividad económica y una caída de la inflación. Sin embargo, los analistas extranjeros parecen ser más optimistas que los analistas locales, al proyectar un mayor crecimiento del PIB y una menor inflación. En cuanto a los balances externo y fiscal, tanto los analistas locales como los extranjeros esperan que sean similares a los proyectados para el año 2003.

Cuadro 2
Proyección de las principales variables macroeconómicas para 2004

	Fecha de la proyección	Crecimiento del PIB real %	Inflación IPC %	Tasa de cambio nominal (Fin de)	DTF nominal % 1/	Déficit (% del PIB)		Tasa de desempleo %
						Fiscal 2/	Cta. Cte.	
Analistas locales								
Revista Dinero	Abr-20-03	2,5	6,0	3.295	10,0	(2,5)	(1,9)	14,7
Suvalor-Corfinansura	Dic-20-02	3,2	5,4	3.097	9,5	(2,3)	n.d.	n.d.
Corfivalle	May-02-03	3,0	6,0	3.186	10,3	(2,3)	(2,0)	14,5
Fedesarrollo 2/	May-02-03	2,5	7,5	3.363	9,8	(2,3)	(1,7)	13,7
Promedio		2,8	6,2	3.235	9,9	(2,4)	(1,9)	14,3
Analistas externos 3/								
IDEA global	Mar-03-03	3,5	5,5	3.100		(2,3)	(2,6)	
J. P. Morgan	Mar-06-03	3,3	5,4	n.d.		(2,3)	(1,7)	
Deutsche Bank	Mar-06-03	3,3	5,0	3.264		(2,9)	(2,9)	
Promedio		3,4	5,3	3.182		(2,3)	(2,4)	

n.d. No disponible.

1/ Promedio del año.

2/ En el cálculo del promedio del déficit fiscal no se incluye los pronósticos de Fedesarrollo por hacer referencia al déficit del sector público no financiero, ni del Deutsche Bank por hacer referencia al déficit del Gobierno Nacional Central y no al del sector público consolidado.

3/ Informe ¿Cómo nos ven afuera?, SMT, 31 de marzo de 2003.

Este informe fue preparado
por la Subgerencia de Estudios Económicos
del Banco de la República
Editado por la Sección de Publicaciones
del Departamento de Comunicación Institucional
e impreso por G&M Editores e impresores Ltda.
en mayo de 2003