



INFORME SOBRE INFLACIÓN
Septiembre de 2002

BANCO DE LA REPÚBLICA

PRESENTACIÓN, RESUMEN Y CONCLUSIONES

EVALUACIÓN DE LA SITUACIÓN INFLACIONARIA A SEPTIEMBRE DE 2002

- * La inflación anual al consumidor al finalizar el tercer trimestre de 2002 fue de 6,0%, menor que la observada en junio de este año (6,2%) y en septiembre del año pasado (8,0%). Después de haber repuntado levemente en los meses de junio y julio, la inflación al consumidor se redujo a niveles del 6,0% en los siguientes dos meses, gracias a una mejoría en los precios de los alimentos.
- * En el tercer trimestre, las presiones inflacionarias provinieron principalmente del grupo transporte y gastos varios, a raíz del incremento en el precio de la gasolina y de la devaluación. También hubo presiones como resultado del mayor crecimiento anual experimentado en los precios de los servicios financieros y de los artículos de joyería. Los demás grupos de la canasta desaceleraron su crecimiento anual de precios en este período.
- * Al finalizar el tercer trimestre la inflación de alimentos (8,6%) descendió con respecto al nivel de junio (9,2%). Esta desaceleración se presentó a pesar de la gran presión al alza ejercida por la papa, cuyo crecimiento anual de precios pasó de 8,0% en junio a 51,3% en septiembre. La reducción en la inflación de alimentos en septiembre frente a la de junio es consecuencia de los menores crecimientos registrados en los precios de la carne y sus derivados y en los de hortalizas y legumbres.
- * Por artículos, la mayor contribución a la inflación del tercer trimestre recayó en el precio de la papa. Este producto, por sí solo, explicó más del 33,0% de la inflación acumulada en el trimestre. Se espera que el precio de la papa siga contribuyendo significativamente a acelerar la inflación del consumidor, al menos en octubre y noviembre. De acuerdo con los pronósticos del Banco, el incremento anual en el índice de precios al consumidor (IPC) de la papa a final de año podría acercarse al 100%. Sin embargo, para el próximo año, los altos precios deben estimular la oferta y permitir reducciones en el precio futuro. Este factor, junto con la finalización de la fase de retención ganadera y la entrada de la fase de liquidación, permiten anticipar caídas en los precios reales de los alimentos a partir de la segunda mitad de 2003.
- * Los dos factores anteriores deberían compensar el efecto alcista que generará la presencia de un fenómeno de “El Niño”, de leve intensidad en el segundo semestre de este año y en el primer trimestre de 2003. Adicionalmente, la encuesta de opinión empresarial agropecuaria del Centro de Estudios Ganaderos y Agrícolas (CEGA), muestra que los productores esperan con mayor optimismo el segundo semestre de 2002, en particular, estiman una recuperación en la inversión en general y de la producción diferente a café y sector pecuario. Lo anterior, debería reflejarse en un buen nivel de abastecimiento de alimentos a comienzos de 2003.

- * Las presiones inflacionarias originadas por la demanda han estado controladas, al juzgar por el bajo nivel que registran los indicadores de inflación básica. El promedio de los tres indicadores de inflación básica descendió a lo largo del tercer trimestre y cerró en septiembre en 5,1%, inferior en 0,2 puntos porcentuales al de junio de 2002 y en 1,9 puntos porcentuales al de septiembre del año pasado.
- * La aceleración de la devaluación sólo ha tenido algunos impactos puntuales sobre ciertos segmentos de los precios al consumidor y aún no se percibe la transmisión de ésta a la inflación al consumidor global. De hecho, la inflación de bienes transables pasó de crecer 6,0% en junio a 5,4% en septiembre.
- * A pesar de lo anterior, la mayor devaluación sí ha conducido a un repunte significativo en los precios del productor. La variación anual del índice de precios del productor (IPP), entre junio (2,9%) y septiembre (6,8%), se incrementó significativamente, al igual que lo hicieron, tanto su componente importado (de 1,6% en junio a 10,7% en septiembre), como su componente de consumo final, el más cercano a la canasta del IPC (de 4,6% en junio a 6,3% en septiembre).
- * Durante el segundo trimestre del año se presentó una aceleración en el ritmo de crecimiento del PIB. De acuerdo con el DANE, para este período, el crecimiento anual fue de 2,2%, superior al observado a comienzos de año (0,5%).
- * Sin embargo, en esta oportunidad, la comparación simple de las tasas de crecimiento anual del primero y el segundo trimestres puede ser engañosa, dado que los resultados estuvieron afectados por la presencia atípica de Semana Santa en el primer trimestre. Para evitar este ruido estadístico, resulta más conveniente examinar el desempeño del PIB para el conjunto del primer semestre. El crecimiento anual en este período fue de 1,4%, mayor que el observado en todo el segundo semestre del año anterior (1,0%) y que en el del cuarto trimestre del mismo año (1,1%). A partir de estas cifras resulta claro que la actividad económica sí ha sido más dinámica este año que a finales del año pasado.
- * Con relación a la demanda, son tres los factores que explican la aceleración del crecimiento en el primer semestre. En primer lugar, el mejor desempeño del consumo privado, en segundo lugar, el mayor crecimiento de las exportaciones totales de petróleo y café, y en tercer lugar, un proceso de sustitución de importaciones como se deriva de la reducción de las importaciones en este período en 2,8% frente al primer semestre de 2001. Los otros componentes de la demanda -el gasto público y la inversión privada- se contrajeron o se desaceleraron. En el caso de la inversión privada, tan solo sobresale la efectuada en edificaciones, con un crecimiento anual del 22,0%. Los otros componentes de la inversión privada se contrajeron fuertemente.
- * Para el segundo semestre del año se espera, nuevamente, una ligera aceleración del crecimiento. Con ella sería posible observar un crecimiento del PIB en todo el año, de 1,6%, compatible con las últimas proyecciones efectuadas por el Gobierno. Se estima que el mayor crecimiento durante la segunda mitad del año podría estar sustentado en un mayor dinamismo de la demanda doméstica, en particular de los consumos privado y público. En el caso del consumo privado, estas expectativas se sustentan en el aceptable desempeño que han mostrado recientemente algunos

indicadores sectoriales, como las ventas de automóviles y las financiadas con tarjetas de crédito. En cuanto al consumo público, el mayor crecimiento podría provenir del fortalecimiento del gasto en seguridad y de las adiciones al presupuesto programadas para los próximos meses.

✧ Las otras fuentes de demanda, como las exportaciones y la inversión, no deberían contribuir al crecimiento. Las exportaciones seguirán afectadas por la recesión en Venezuela, y el ATPA sólo podría desempeñar un papel marginal en lo que resta del año. La inversión enfrentará la mayor incertidumbre sobre la estabilidad macroeconómica en el mediano plazo y la disminución de las fuentes de financiamiento externo, por lo cual difícilmente crecerá. Tan solo se espera un crecimiento positivo en el caso de la inversión en edificaciones.

✧ En un horizonte mayor, las perspectivas de crecimiento son más inciertas ahora que en el trimestre anterior. El cierre del mercado externo de capitales y las amplias necesidades de financiamiento interno que requiere el sector público imponen un estrecho límite al monto de gasto privado que puede ser financiado. Este margen, sin embargo, puede ampliarse o contraerse dependiendo de la rapidez con que se reabran los mercados financieros y, especialmente, de la manera como el sector público resuelva sus problemas de financiamiento para 2003 y años siguientes.

✧ En la actualidad, la economía sigue operando por debajo de su nivel potencial, tal y como lo sugieren la amplia capacidad instalada sin utilizar, la elevada tasa de desempleo y las estimaciones de la brecha del producto. Dado el crecimiento proyectado, esta situación no cambiará sustancialmente en los próximos meses, por lo que no se anticipan presiones inflacionarias de demanda que pongan en peligro la meta de inflación de este año.

✧ Gracias a que la inflación fluctuó en torno al 6% y a que la probabilidad de cumplir la meta para fin de año seguía siendo alta, la Junta Directiva decidió mantener las tasas de intervención inalteradas durante el tercer trimestre. A finales de septiembre, las tasas eran las siguientes: lombarda de expansión, 9,0%; subasta de expansión, 5,25%; subasta de contracción, 4,25%, y lombarda de contracción, 3,25%.

✧ A finales de septiembre, la TRM se situó en \$2.828,1 por dólar, alcanzando una devaluación anual de 21,3% y una trimestral de 17,9%. La aceleración en el ritmo de devaluación, durante estos tres meses, activó los mecanismos de intervención para el control de volatilidad del tipo de cambio. La primera subasta de opciones *call* por un cupo de US\$180 millones se efectuó el 29 de julio, ejerciéndose en su totalidad. Ante la persistencia en el ritmo de devaluación, el primero de agosto el Banco de la República convocó nuevamente a una subasta de opciones *call* con un cupo de US\$180 millones, del cual se ejercieron US\$109,5 millones. El 2 de octubre se efectuó una nueva subasta de opciones *call* por US\$180 millones, de los cuales se habían ejercido US\$124,5 millones a la fecha de redacción de este informe. Durante este período no se ejercieron opciones *put* para acumulación de reservas.

✧ La demanda de liquidez siguió creciendo aceleradamente a lo largo de estos últimos tres meses, impulsada, sobre todo, por la demanda de efectivo. El aumento en la demanda de efectivo corresponde a un choque exógeno, como se desprende de la estabilidad de las tasas de interés a lo largo del año.

✧ El Banco ha venido supliendo estas mayores necesidades de liquidez sin generar excesos monetarios que comprometan el logro de las metas de inflación por cuanto se ha acomodado un choque exógeno a la demanda de efectivo. La provisión de liquidez se ha llevado a cabo a través de los cupos de Repos de expansión y de las compras permanentes de TES. En este trimestre, el Banco de la República efectuó compras permanentes de TES por \$829 mil millones, acumulando compras en lo corrido del año por \$1.069 miles de millones. Parte de las compras efectuadas en el último trimestre, \$130 mil millones, se transaron mediante el sistema de subasta y estuvieron dirigidas a los intermediarios financieros que no hacen parte del sistema electrónico de negociación (SEN), incluyendo las sociedades comisionistas de bolsa y las fiduciarias. Además, a estos dos tipos de entidades financieras se les autorizó realizar operaciones de expansión transitoria con el Banco de la República.

✧ La mayor demanda de liquidez, frente a los niveles esperados en la línea de referencia aprobada en marzo, hizo que la Junta Directiva del Banco de la República considerara necesario estimar una nueva línea de referencia para lo que resta del año. Al finalizar el mes de septiembre, se adoptó una nueva línea, la cual supone un crecimiento promedio anual de 28,3% para la base monetaria en el cuarto trimestre del año.

✧ A septiembre, el crecimiento anual de la base monetaria era 26,0%, mayor que el observado en junio (17,6%). En cuanto a M3, su crecimiento en septiembre fue 8,8%, menor que el de junio (9,1%), pero mayor que el de julio y agosto. El crecimiento de M3 sigue estando sustentado por el aumento del efectivo, de las cuentas corrientes y de las cuentas de ahorro. La demanda de CDT sigue contrayéndose. La recomposición observada, en lo corrido del año, en M3 hacia activos más líquidos se explica tanto por decisiones de portafolio del sector privado como por las del sector público.

✧ La cartera siguió creciendo muy lentamente en términos nominales y contrayéndose en términos reales. A septiembre, el ritmo de crecimiento anual de este agregado era de 1,6%, frente a 0,2% tres meses atrás. Por tipo de crédito, el crédito comercial y de consumo en conjunto se aceleró entre junio y agosto, creciendo a una tasa de 6,1% para este último mes. Por su parte, el crédito hipotecario siguió contrayéndose en términos anuales, aunque parte de esta situación se explica por la titularización de cartera del segundo trimestre.

✧ A finales del tercer trimestre, la tasa interbancaria se situó en 5,3%, permaneciendo prácticamente inalterada frente al nivel de junio (5,4%). La tasa pasiva a 90 días (DTF) por su parte, se mantuvo también inalterada, fluctuando ligeramente en torno a 7,9%. Pese a la estabilidad de las tasas pasivas y a la amplia liquidez otorgada por el Banco de la República, las tasas activas tendieron a incrementarse. Los mayores incrementos trimestrales se registraron en la tasa de tarjetas de crédito y de crédito ordinario, las cuales subieron 104 y 36 puntos básicos (pb), respectivamente. Las otras tasas -de consumo, preferencial y de tesorería- disminuyeron en los últimos tres meses. En septiembre, la tasa más alta era la de las tarjetas de crédito con 29,0% y la más baja, la de crédito de tesorería con 9,3%.

✧ El incremento en algunas de las tasas activas coincidió con un fuerte repunte de las tasas de TES negociados en el mercado secundario, a partir de julio. Durante este trimestre, se presentó una importante liquidación de títulos de deuda pública en favor de activos denominados en mone-

da extranjera, lo cual contribuyó a acelerar la devaluación. Este desplazamiento de recursos fue estimulado, principalmente, por la turbulencia registrada en los mercados financieros de América Latina, por la mayor incertidumbre que suscitó la situación fiscal del Gobierno y por las menores expectativas de crecimiento económico regional y local. Siendo la de los TES la principal tasa de referencia en el mercado en este momento, si el aumento observado se prolonga, podrían esperarse mayores tasas de interés activas y pasivas en el mediano plazo.

✧ El repunte de las tasas de los TES a todos los plazos estuvo asociado con un incremento grande en la prima de riesgo país medida a través del *spread* de la deuda soberana a 10 años. A septiembre, este indicador se situó en 1.002 pb en promedio, 469 pb por encima del nivel de junio. Cabe señalar, que varios de los países de la región también experimentaron incrementos importantes en sus primas de riesgo soberano.

✧ Con cifras a septiembre, el pronóstico de inflación del Banco de la República se mantiene alrededor del 6% para finales de 2002. Esta proyección supone una reducción adicional de la inflación básica para el cuarto trimestre, a niveles de 4,8% en promedio. La principal presión inflacionaria en los próximos meses seguiría proviniendo de los precios de los alimentos, cuya inflación se situaría en 9,2%.

✧ Para el año 2003, los pronósticos del modelo de mecanismos de transmisión señalan una inflación total de 5,5%. En el caso de la metodología de combinación de pronósticos, el resultado para la inflación total en el año 2003 es incluso inferior, siendo de 4,6% para septiembre.

✧ En cuanto a la inflación sin alimentos, la senda central del modelo de mecanismos de transmisión predice 6,6% para el promedio del cuarto trimestre de 2003. Comparado con los resultados presentados en junio, este nuevo pronóstico se incrementó en 70 pb, como consecuencia de la aceleración de la devaluación a septiembre y por el mayor crecimiento económico esperado en la segunda mitad de 2002 y comienzos de 2003.

✧ La menor inflación total para el cuarto trimestre de 2003 frente a los resultados de la inflación básica dependen de un buen comportamiento de la inflación de alimentos el próximo año. De acuerdo con los modelos del Banco, los altos precios de los alimentos observados y los esperados para este año deben dar paso a un repunte de la oferta agrícola que podría permitir su destorcida el próximo año.

✧ En esta oportunidad, la incertidumbre que rodea los pronósticos se ha incrementado sustancialmente frente a la experimentada hace un trimestre, pues se prevén choques potencialmente importantes sobre los precios. Los choques probables para el próximo año son la ampliación de la base gravable del IVA, el reajuste de las tarifas reales de energía y la eliminación del subsidio de la gasolina. En el caso de la reforma al IVA, la incertidumbre se ve incrementada por el desconocimiento del alcance final de la misma, el cual depende del texto que decida aprobar el Congreso.

✧ La mayor incertidumbre también obedece al comportamiento de los mercados de deuda externa para las economías de la región. De la duración del cierre de estos mercados y de las

fuentes de financiamiento que obtenga el Gobierno dependerán, en buena parte, las tendencias que exhiban el tipo de cambio y el crecimiento, y por ende, la inflación en los próximos tres meses. Cabe señalar que, en el último mes, el Gobierno ha realizado avances significativos en la consecución de recursos externos, principalmente de la banca multilateral.

* La mayor devaluación, hasta la fecha, salvo en casos puntuales, no se ha traducido en repuntes de los precios al consumidor, como lo sugiere el bajo nivel de la inflación del grupo de bienes transables dentro de la canasta del IPC (5,4%) y su tendencia decreciente a lo largo del año. Hasta el momento, las presiones inflacionarias se han concentrado en la inflación del productor.

* A pesar de lo anterior, durante 2003 se pueden esperar presiones inflacionarias de alguna magnitud originadas en la devaluación ya observada. Ello obedece a que la devaluación acumulada en lo corrido del año (23,4%) ya ha alcanzado una magnitud suficiente como para ejercer un efecto alcista sobre los precios. Adicionalmente, la duración de la fase devaluacionista ha sido lo suficientemente prolongada (más de tres meses) como para incidir en la estructura de costos de las firmas, de tal forma que podría generar ajustes en precios, excepto si en un futuro cercano el tipo de cambio retrocede significativamente con respecto a su nivel actual.

* En la actualidad, la política monetaria enfrenta varios imponderables. Por un lado están los posibles choques que enfrenta la inflación directamente (IVA, energía y gasolina). Por otro lado, está la duración del cierre de los mercados financieros externos, la rapidez con la que se firme un nuevo acuerdo con el FMI, la magnitud del financiamiento del Gobierno y los escenarios fiscales de mediano plazo.

* Debe advertirse, sin embargo, que buena parte de estos factores tendrían efectos transitorios sobre la inflación. Al respecto, la alta indexación que caracteriza a la economía colombiana, y que en situaciones anteriores ha frenado reducciones rápidas de la inflación, puede contribuir a contenerla y a mantener estables las expectativas en las actuales circunstancias.

* En síntesis, el ambiente económico internacional se ha tornado más incierto. Esta situación se refleja en una creciente volatilidad de las tasas de cambio, en mayores costos financieros y en dificultad en el acceso de los mercados internacionales. Adicionalmente, las perspectivas de crecimiento de los socios comerciales se han deteriorado, en particular en los Estados Unidos y Venezuela. Por otro lado, los indicadores más recientes sobre la actividad económica confirman la recuperación lenta del gasto interno. Finalmente, los pronósticos disponibles indican que hay una alta probabilidad de cumplir la meta de inflación del 6%. Teniendo en cuenta lo anterior, la Junta Directiva decidió mantener inalteradas sus tasas de interés de intervención.

INFORME SOBRE INFLACIÓN
SEPTIEMBRE DE 2002

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

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, Jorge Enrique Ramos Forero, Norberto Rodríguez Niño, Martha López Piñeros, y Jesús Antonio Bejarano R.

CONTENIDO

I.	DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN	13
	A. AGREGADOS MONETARIOS Y CREDITICIOS	13
	B. OFERTA Y DEMANDA	25
	C. SALARIOS Y EMPLEO	32
	D. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA Y BRECHA DEL PRODUCTO	34
	E. SITUACIÓN FISCAL	35
II.	CONTEXTO INTERNACIONAL	38
	A. VISIÓN GENERAL	39
	B. AMÉRICA LATINA	43
	C. PRECIOS DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS	45
III.	EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN	49
	A. ASPECTOS GENERALES	49
	B. INFLACIÓN BÁSICA	51
	C. INFLACIÓN TRANSITORIA	53
IV.	PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN	55
	A. LOS CHOQUES EXTERNOS	55
	B. LOS CHOQUES INTERNOS	56
	C. LOS SUPUESTOS DE LOS PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN	57
	D. LAS PROYECCIONES DE INFLACIÓN	61
	E. LOS RIESGOS	63

DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN

A. AGREGADOS MONETARIOS Y CREDITICIOS

1. Lineamientos de política monetaria

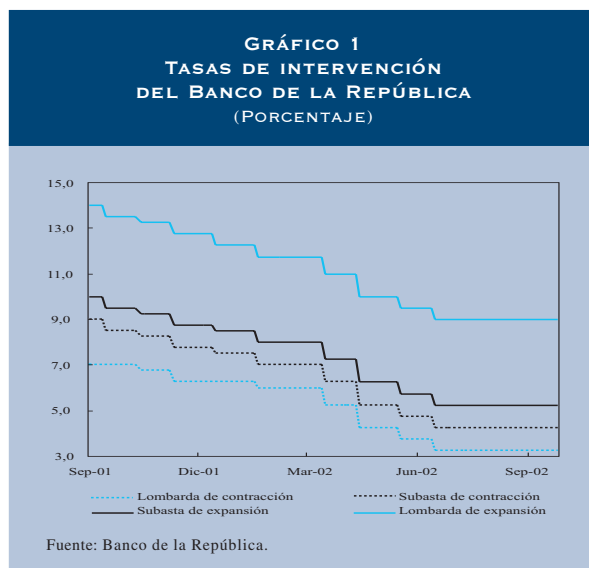
Durante el tercer trimestre del año no se modificaron las tasas de intervención del Banco de la República. Así, al finalizar el mes de septiembre las tasas de interés de intervención vigentes fueron las siguientes: lombarda de expansión: 9,0%, subasta de expansión: 5,25%, subasta de contracción: 4,25% y lombarda de contracción: 3,25% (Gráfico 1).

Debido a la aceleración en el ritmo de devaluación desde finales del mes de mayo, en el tercer trimestre se activó en dos ocasiones la condición para realizar la subasta de opciones *call*¹ para el control de la volatilidad de la tasa de cambio². El 29 de julio se subastaron US\$180 millones (m). Aunque estas opciones fueron ejercidas en su to-

talidad en los dos días siguientes, la tasa de cambio continuó mostrando su tendencia al alza, con lo cual se convocó a una nueva subasta por US\$180 m el día 1 de agosto. De esta subasta, se ejercieron US\$109,5 m en el mes siguiente (Cuadro 1). Debido a la devaluación de la tasa de cambio, en el período julio-septiembre no se habilitó la condición para ejercer las opciones *put*³ de acumulación de reservas internacionales, convocadas mensualmente por el Banco de la República.

La demanda de liquidez fue alta durante todo el tercer trimestre, en especial en los meses de julio y agosto. Reflejo de esto es la alta utilización de los cupos de Repos de expansión a un día fijados por el Banco de la República. En los días 24, 25 y 26 de julio, y el 6 de agosto, por ejemplo, la demanda de recursos fue superior al cupo definido para esos días, originando incrementos temporales en la tasa de subasta de expansión. Del cupo promedio de Repos de expansión definido para julio, agosto y septiembre se demandó el 81,6%, 82,9% y 64,4%, respectivamente. Por su parte, el cupo de Repos de contracción fue subutilizado, pues sólo se solicitó el 24,7%, 30,9% y 63,7%, respectivamente (Cuadro 2).

De otro lado, el Banco de la República continuó otorgando liquidez permanente a la economía a través de las compras definitivas de títulos de deuda pública (TES), reponiendo, así, su *stock* de TES, cuyos



¹ Opciones de venta de reservas internacionales.

² La subasta de opciones *call* para control de volatilidad se habilita cuando la tasa representativa del mercado (TRM) sobrepasa el promedio móvil de orden 20 de ésta más el 4,0%.

³ Opciones de compra de reservas internacionales.

CUADRO 1
SUBASTA DE OPCIONES DE COMPRA Y VENTA
DE RESERVAS INTERNACIONALES

Fecha	Cupo subastado	Monto ejercido en US\$m	TRM	Monto ejercido en \$mm
Ejercicio de opciones put (compra)				
02-Ene		27,5	2.291,2	63,0
15-Ene		22,5	2.297,3	51,7
Total enero	50,0	50,0		114,7
05-Feb		1,5	2.266,6	3,4
Total febrero	50,0	1,5		3,4
08-Mar		50,0	2.289,8	114,5
Total marzo	50,0	50,0		114,5
Total I trimestre	150,0	101,5		232,6
02-Abr		68,0	2.264,6	154,0
05-Abr		32,0	2.269,4	72,6
Total abril	100,0	100,0		226,6
Total mayo	100,0	0,0		0,0
Total junio	100,0	0,0		0,0
Total II trimestre	300,0	100,0		226,6
Total julio	100,0	0,0		0,0
Total agosto	50,0	0,0		0,0
Total septiembre	50,0	0,0		0,0
Total III trimestre	200,0	0,0		0,0
Ejercicio de opciones call para control de volatilidad (venta)				
29-Jul		117,0	2.596,3	303,8
31-Jul		63,0	2.625,1	165,4
Total julio	180,0	180,0		469,1
01-Ago		69,0	2.636,3	181,9
02-Ago		17,0	2.640,4	44,9
06-Ago		23,5	2.663,8	62,6
Total agosto	180,0	109,5		289,5

Nota: Datos hasta el 27 de septiembre de 2002.

Fuente: Banco de la República.

vencimientos en lo corrido del año a septiembre fueron de \$913,7 miles de millones (mm). Entre los meses de julio y septiembre compró \$828,7 mm, de los \$1.069 mm comprados en lo corrido del presente año (Cuadro 3). Las compras las ha realizado a través del sistema electrónico de negociación (SEN), excepto las del 21 de agosto por \$130 mm que se

efectuaron mediante el sistema de subasta. En estas últimas compras participaron intermediarios financieros que no hacen parte del SEN, incluyendo las sociedades comisionistas de bolsa y las fiduciarias. Así mismo, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) autorizó a los comisionistas de bolsa y sociedades fiduciarias para realizar operaciones de expansión transitoria con el Banco de la República.

2. Agregados monetarios

a. Base monetaria

Como se mencionó anteriormente, durante los últimos meses se ha observado una alta demanda de liquidez, la cual se ha visto reflejada en el comportamiento de la base monetaria. Así, desde el pasado mes de mayo la base y, en particular, el efectivo han registrado incrementos sostenidos y mayores que los esperados, por lo que los niveles observados han sido superiores a los implícitos en la línea de referencia presentada a la JDBR en el mes de marzo. Específicamente, en el tercer trimestre, las tasas de crecimiento de la base monetaria⁴ y del efectivo se aceleraron significativamente, pasando de 17,6% y 20,7% en junio, a 26,0% y 30,7% en septiembre, respectivamente (Gráfico 2).

El comportamiento reciente de la base refleja un choque en la demanda de dinero primario, en especial, del efectivo. Como se ha hecho referencia en informes anteriores, este choque está asociado, entre otros factores, a los menores niveles de inflación, a las menores tasas de interés en presencia de costos de transacción relativamente altos, y al efecto del impuesto a las transacciones financieras (tres por mil).

En condiciones de un aumento significativo en la demanda de dinero primario, el Banco de la República ha incrementado su oferta sin generar excesos monetarios que comprometan el logro de las metas de inflación de este año y el siguiente, tal y como se deriva de la evaluación general de la economía presentada en este informe y, en particular, en la sec-

⁴ Al hablar de crecimiento anual se hace referencia al efectuado en el saldo promedio mensual de los agregados.

CUADRO 2
USO DE LOS CUPOS DE REPOS DE EXPANSIÓN Y CONTRACCIÓN A UN DÍA (*)
(MILES DE MILLONES DE PESOS)

	Expansión			Contracción		
	Cupo	Uso	Uso %	Cupo	Uso	Uso %
Enero	565,9	293,7	51,9	1.300,0	271,1	20,9
Febrero	920,0	432,8	47,0	1.050,0	243,0	23,1
Marzo	1.018,8	647,7	63,6	529,4	140,5	26,5
Promedio I trimestre	834,9	458,1	54,9	959,8	218,2	22,7
Abril	727,5	325,3	44,7	1.210,0	781,1	64,6
Mayo	769,6	396,3	51,5	804,3	550,2	68,4
Junio	800,0	575,8	72,0	725,0	307,2	42,4
Promedio II trimestre	765,7	432,5	56,5	913,1	546,2	59,8
Julio	991,7	809,2	81,6	835,4	206,3	24,7
Agosto	1.361,1	1.128,8	82,9	683,3	210,9	30,9
Septiembre	1.030,0	663,5	64,4	892,5	568,5	63,7
Promedio III trimestre	1.127,6	867,2	76,9	803,8	328,6	40,9

Nota: Datos hasta el 27 de septiembre de 2002.

(*) Operaciones por subasta. Las cifras se refieren al promedio del mes monetario.

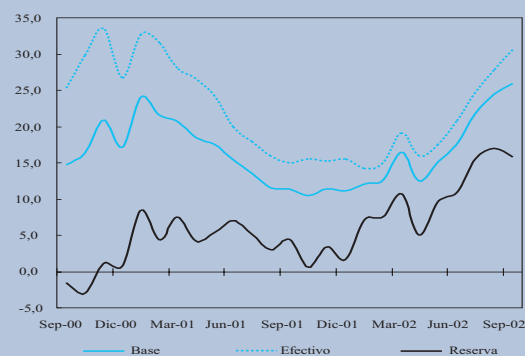
Fuente: Banco de la República.

CUADRO 3
COMPRAS DEFINITIVAS DE TES B
(MILES DE MILLONES DE PESOS)

	SEN	Subasta (*)	Total (SEN + Subastas)
Abril	26,6	0,0	26,6
Mayo	117,0	0,0	117,0
Junio	96,3	0,0	96,3
Julio	148,1	0,0	148,1
Agosto	407,5	130,0	537,5
Septiembre	143,1	0,0	143,1
Total	938,6	130,0	1.068,6

(*) El Banco de la República efectuó una subasta de compra de TES por \$130 mm, el día 21 de agosto, para los intermediarios financieros que no hacen parte del SEN, incluyendo las sociedades comisionistas de bolsa y las fiduciarias.
Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 2
BASE MONETARIA Y SUS FORMAS DE USO
(VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL DEL PROMEDIO MENSUAL)



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

ción de modelos de pronósticos de inflación. Teniendo en cuenta lo anterior, en el mes de octubre la JDBR adoptó una nueva línea de referencia, la cual supone para el cuarto trimestre del año un crecimiento promedio anual de la base monetaria y del efectivo de

28,3% y 29,8%, respectivamente, y un crecimiento a fin de año de 28,4% y 31,9%. En el año completo, se estima que la base y el efectivo crecerán, en promedio, 20,3% y 22,9%, respectivamente.

b. M3

En los meses de julio y agosto, el agregado monetario más amplio, el M3, disminuyó su tasa de crecimiento anual como consecuencia de la contracción sistemática de los certificados de depósito a término (CDT). En septiembre, sin embargo, aceleró su tasa de variación anual, hasta alcanzar, al finalizar dicho mes, un crecimiento de 8,8%, impulsado por las altas tasas de crecimiento del efectivo, las cuentas corrientes y las cuentas de ahorro, compensando así la contracción de los CDT (gráficos 3 y 4). Todo esto muestra un cambio en la composición de M3 dirigida hacia la tenencia de los activos más líquidos.

Analizando M3 por sector, la recomposición del agregado observada en lo corrido del año es el resultado tanto de decisiones de portafolio del sector privado como del sector público. En efecto, el sector privado se ha inclinado a liquidar CDT, aumentando sus inversiones en títulos TES y sus saldos en cuentas corrientes y de ahorro. Por su parte, el sector público ha incrementado sus depósitos en cuentas corrientes y de ahorros. En términos generales, se observa un sesgo hacia un mayor crecimiento de M3 público en detrimento del M3 privado (Gráfico 5).

Como resultado de la recomposición de M3 hacia activos más líquidos y con mayores requerimientos de encaje, en julio y agosto el multiplicador monetario registró un fuerte descenso que no pudo ser compensado en su totalidad con su recuperación en el mes de septiembre. Entre junio y septiembre el multiplicador monetario disminuyó de 6,239 a 6,006, producto de un aumento en el coeficiente de efectivo de 0,126 a 0,134 (Gráfico 6).

La aceleración en el crecimiento de la base y M1 ha estado acompañada de un incremento en la percepción de liquidez por parte del público. La encuesta de expectativas del Banco de la República realizada

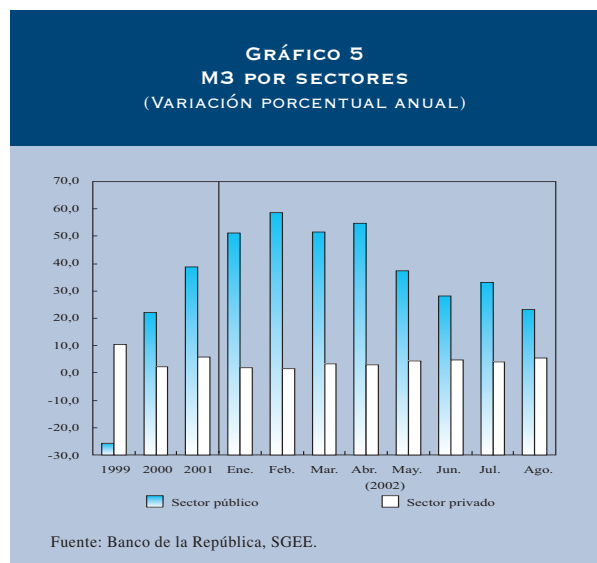
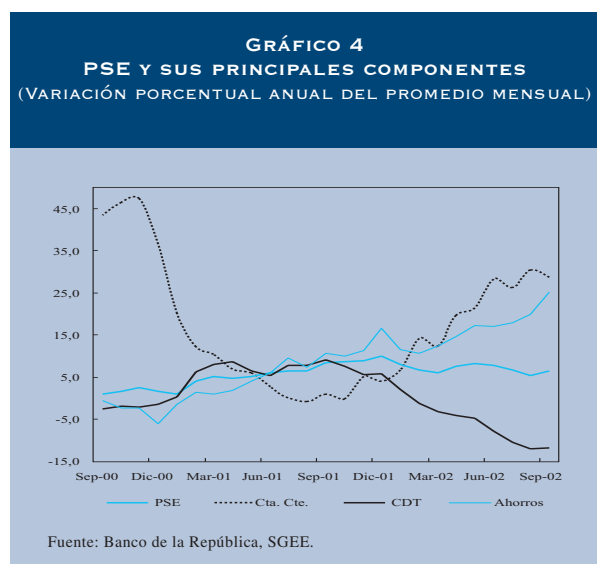
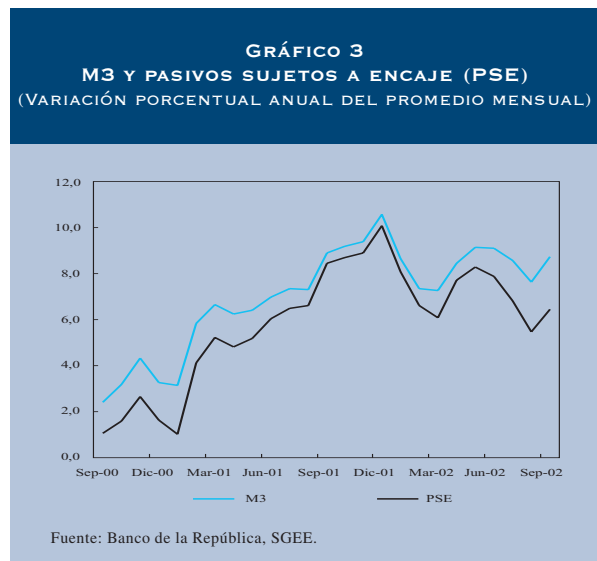
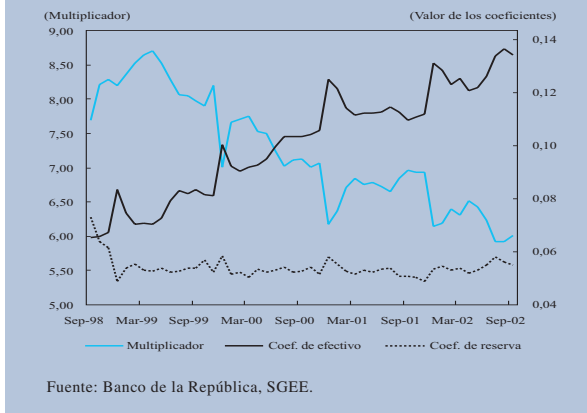


GRÁFICO 6
MULTIPLICADOR DE M3 Y SUS COMPONENTES



el pasado mes de julio indica que la percepción de liquidez de la economía aumentó en relación con la que se tenía tres meses atrás. En esta última encuesta, el 66,3% de los encuestados consideraba la liquidez como alta, siendo este porcentaje 3,3 puntos mayor que el obtenido en la encuesta del mes de abril y convirtiéndose en el mayor para esta pregunta en la historia de la encuesta. De otra parte, el 61,7% respondió que la disponibilidad actual de liquidez de la economía se mantendría en los siguientes seis meses (Gráfico 7).

c. Crédito y cartera

Durante el tercer trimestre, la cartera del sistema financiero en moneda nacional siguió expandiéndose muy lentamente. Aún así, los dos últimos meses el ritmo de crecimiento se aceleró ligeramente, lo que puede estar marcando un quiebre en las tendencias. A septiembre, en particular, el crecimiento anual de este agregado fue 1,6%, mayor que el registrado en junio (0,2%). El mejor comportamiento de la cartera en el último trimestre fue posible gracias al menor ritmo de contracción de la cartera de la banca hipotecaria y al mayor crecimiento de la cartera del resto del sistema financiero (Gráfico 8).

El pobre desempeño de la cartera descrito anteriormente se debe, en parte, al efecto estadístico asociado con los retiros de cartera de los balances de los intermediarios financieros⁵. En agosto, la cartera bruta

GRÁFICO 7
LIQUIDEZ EN LA ECONOMÍA,
ENCUESTA DE JULIO DE 2002
(PORCENTAJE)

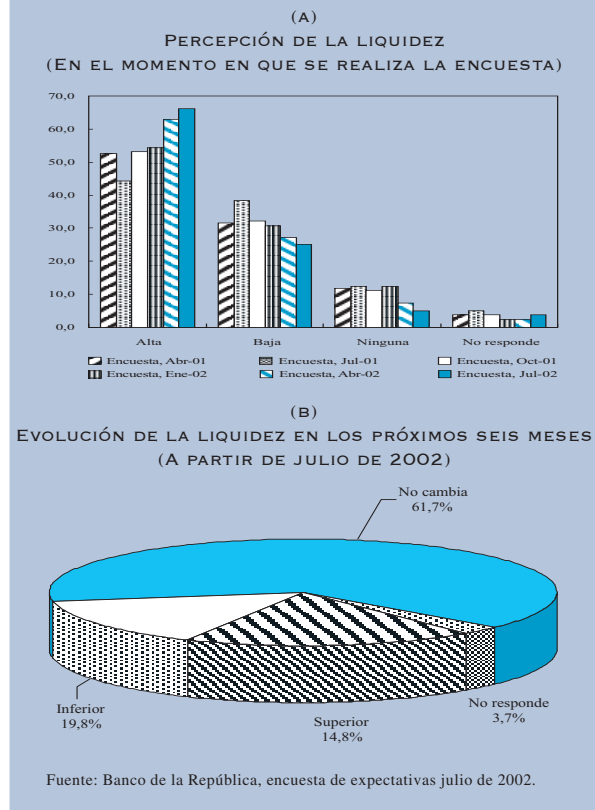
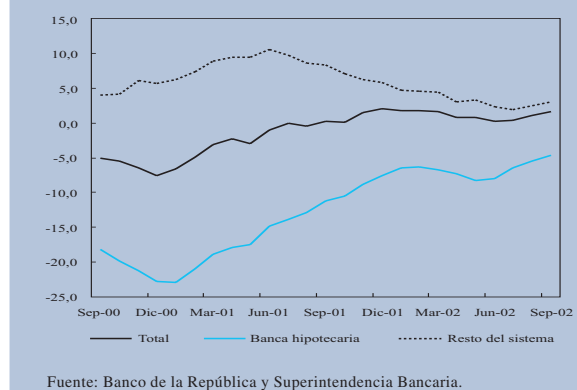


GRÁFICO 8
CARTERA BRUTA NOMINAL EN MONEDA NACIONAL
DEL SISTEMA FINANCIERO SIN FEN
(VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL DEL SALDO PROMEDIO MENSUAL)



⁵ Estos retiros han sido motivados por la liquidación de algunas entidades financieras, el castigo de activos improductivos, las reducciones por bienes recibidos en pago, la titularización y la venta de cartera a entidades por fuera del sistema y las reliquidaciones de la cartera hipotecaria.

nominal en M/N corregida por estos retiros⁶ creció a una tasa anual de 5,2%, siendo este porcentaje mayor que el registrado en junio pasado (4,8%).

Desde el punto de vista económico, el lento ritmo de crecimiento de este agregado en los últimos años se explica tanto por factores de oferta como de demanda. Por el lado de la oferta, se destaca la mayor preferencia del sistema financiero de comprar TES (Gráfico 9). Estos títulos son considerados de bajo riesgo y exhibieron una alta rentabilidad hasta mediados del presente año, ofreciendo una alternativa muy atractiva frente a la expansión del crédito. Así mismo, con la crisis de la banca pública se ha dado una reducción significativa del crédito proveniente de esta fuente. Por el lado de la demanda de crédito, su bajo dinamismo se explica por el lento ritmo de crecimiento de la economía y la inversión.

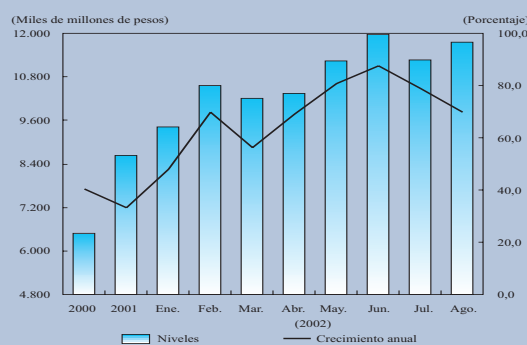
El Gráfico 10 muestra el comportamiento de la cartera por tipo de crédito (comercial, consumo e hipotecario)⁷. Con datos al mes de agosto, se observa que la cartera de consumo presentó un importante incremento entre junio y agosto, pasando de crecer 4,1% a 9,7%, respectivamente. Por su parte, la cartera hipotecaria y la cartera comercial no registraron cambios significativos en agosto con relación a los valores observados en el mes de junio pasado.

En cuanto a las perspectivas de los agentes con relación a la disponibilidad de crédito, la encuesta de expectativas del Banco de la República del pasado mes de julio indica que el 53,8% de los encuestados la considera alta. Este porcentaje es mayor en 21,7 y 1,9 puntos porcentuales que el obtenido un año atrás

⁶ La cartera corregida corresponde a la misma si los retiros señalados no se hubieran producido.

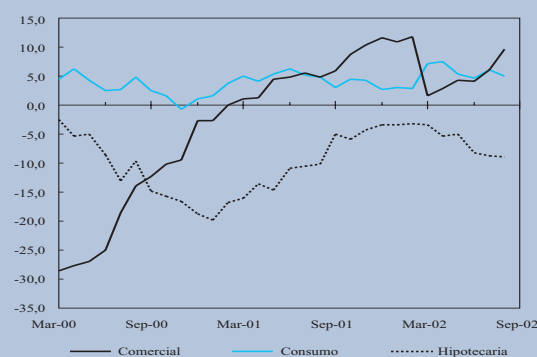
⁷ En el mes de enero la Superintendencia Bancaria modificó el criterio para la estructura de riesgo y la clasificación por destino de crédito, adicionando la categoría de microcréditos. La inclusión de esta nueva categoría implicó la modificación del concepto de crédito de consumo y explica el menor crecimiento de este último en febrero pasado y el aumento en la cartera comercial. Por este motivo, un mejor análisis del comportamiento por tipo de crédito, se puede obtener agregando el crédito de consumo (el cual incluye los microcréditos) y el crédito comercial. En el mes de agosto este agregado creció 6,1%, siendo mayor que el crecimiento observado en junio (4,5%).

GRÁFICO 9
TENDENCIAS DE TES DEL SISTEMA FINANCIERO



Fuente: Banco de la República, SGEE, con base en información del Departamento de Fiduciaria y Valores.

GRÁFICO 10
CARTERA BRUTA NOMINAL EN M/N
POR TIPO DE CRÉDITO
(DATOS A AGOSTO DE 2002)
(VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL)



Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

y en abril pasado. Para los meses siguientes, el 66,3% considera que las condiciones crediticias se mantendrán (Gráfico 11).

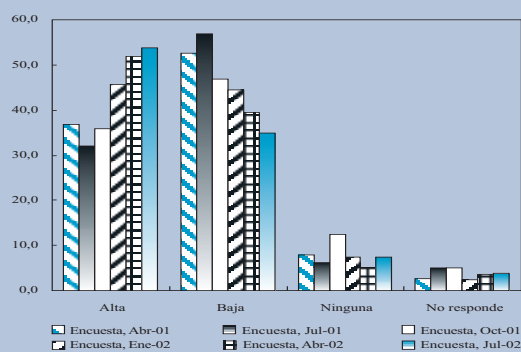
3. Tasas de interés

Durante el tercer trimestre, la tasa interbancaria nominal disminuyó levemente y fluctuó en torno al 5,3%. Este nivel es muy similar al que se había observado a finales del segundo trimestre. (Gráfico 12). La tasa de interés real equivalente, en septiembre fue -0,7%, la menor desde enero de 2000.

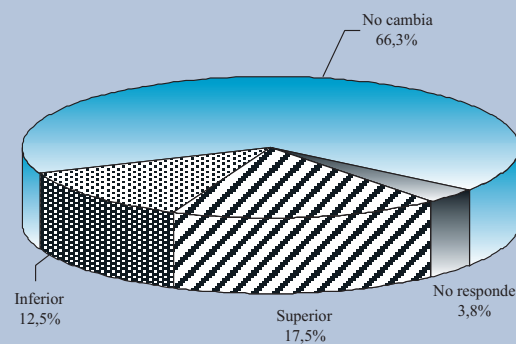
Durante los dos primeros trimestres de 2002, todas las tasas de interés nominales del sistema financiero

GRÁFICO 11

(A)
PERCEPCIÓN DE LA DISPONIBILIDAD DE CRÉDITO,
ENCUESTA DE JULIO DE 2002
(EN EL MOMENTO EN QUE SE REALIZA LA ENCUESTA)



(B)
EVOLUCIÓN DE LA DISPONIBILIDAD DE CRÉDITO
EN LOS PRÓXIMOS SEIS MESES A PARTIR
DE JULIO DE 2002



Fuente: Banco de la República, encuesta de expectativas, julio de 2002.

disminuyeron de manera continua y significativa, con excepción de unos pocos repuntes de corta duración. Durante el tercer trimestre, esta tendencia se mantuvo aunque con menor intensidad. En el caso de la DTF, durante el mes de julio se observó una reducción, pero a partir de agosto no se han advertido cambios en el nivel de la tasa, pese a la menor volatilidad exhibida en la tasa interbancaria y a la mayor disponibilidad de liquidez (Gráfico 13).

Respecto a las tasas activas, en los últimos tres meses se observó una nueva reducción (entre 30 y 40 puntos básicos (pb)) en las tasas de crédito al consumo y de tesorería. Sin embargo, las tasas de crédito ordinario, preferencial y de tarjetas de crédito se incrementaron en 36, 30 y 105 pb, en su orden, quebrando la tendencia decreciente del primer semestre (Gráfico 14).

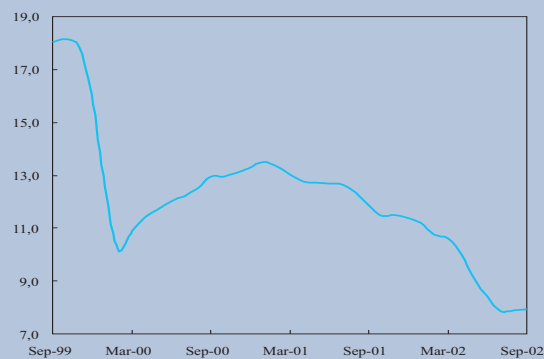
Ante la menor inflación reportada, entre junio y septiembre, el comportamiento registrado por las tasas de interés reales pasivas y activas también fue mixto. Así, mientras la tasa real pasiva se redujo, las activas repuntaron o se mantuvieron constantes. La tasa real de captación pasó de 2,0% durante junio, a 1,9% al cierre de septiembre, mientras que, en igual período, los mayores aumentos por las tasas activas reales correspondieron a las registradas por la tasa de interés de tarjetas de crédito y la de crédito ordinario con 132 y 63 pb, respectivamente.

GRÁFICO 12
TASA DE INTERÉS INTERBANCARIA
(PORCENTAJE)



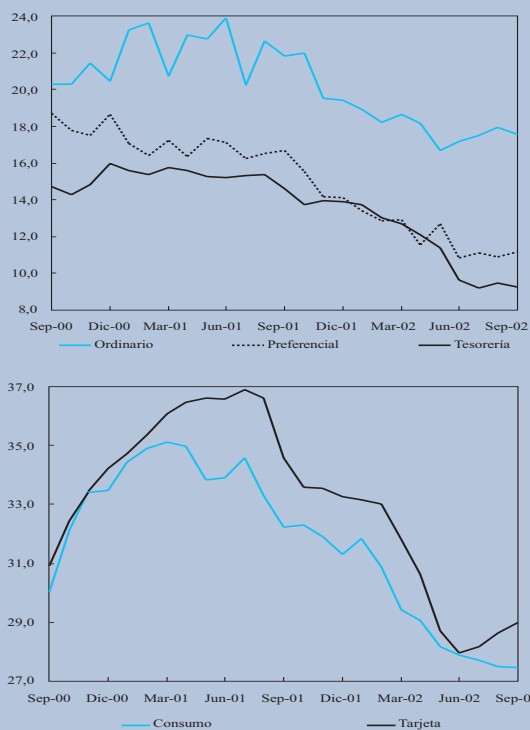
Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 13
DTF A 90 DÍAS
(PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República, SGEE.

GRÁFICO 14
TASAS DE INTERÉS
POR TIPO DE COLOCACIÓN
(PORCENTAJE)

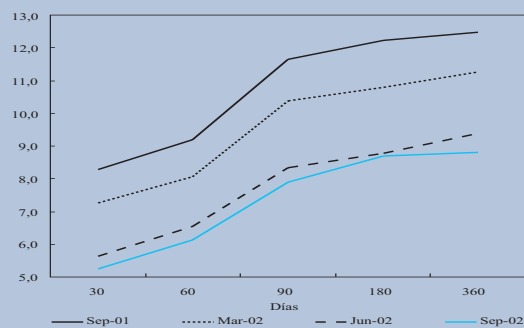


Fuente: Banco de la República.

La tasa de interés nominal de los depósitos a todos los plazos mantuvo una tendencia descendente en los primeros nueve meses del año. El Gráfico 15 muestra la evolución de la curva de rendimientos de la tasa básica de la Superintendencia Bancaria (TBS). La caída de las tasas de interés fue más pronunciada en los plazos más largos (360 días), mientras que, en los plazos cortos, la variación fue menor. En consecuencia, la pendiente de la curva de rendimientos de la TBS, medida como la diferencia entre el rendimiento a 360 días y el de 30 días, se ha venido aplanando hasta situarse en 3,5% en septiembre, 90 pb por debajo del valor presentado al finalizar 2001. Lo anterior sugiere que el mercado no espera descensos adicionales en las tasas de interés de captación para los próximos meses.

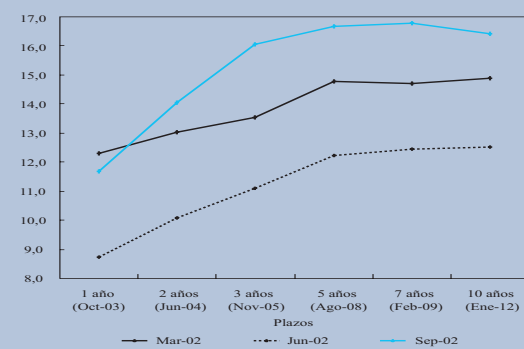
Por su parte, el Gráfico 16 muestra la evolución de la curva de rendimientos de las tasas de interés de los títulos TES transados en el SEN (mercado secunda-

GRÁFICO 15
ESTRUCTURA DE PLAZOS DE LA TBS
(PORCENTAJE)



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

GRÁFICO 16
CURVA DE RENDIMIENTOS DE LOS TES 1/
(PORCENTAJE)



I/ Información según SEN.
Fuente: Banco de la República.

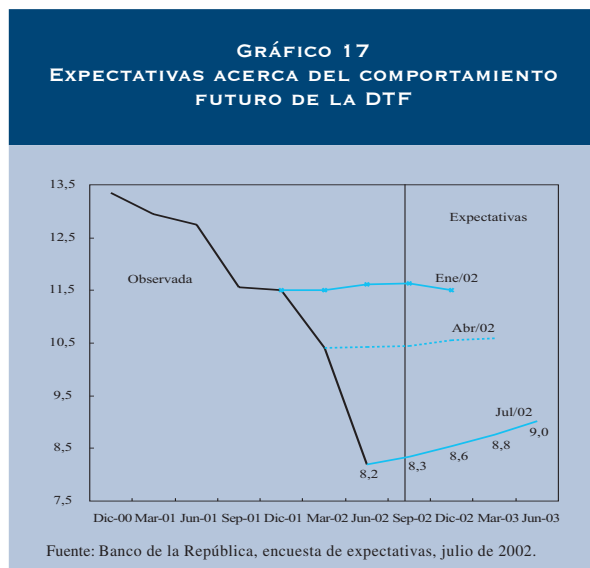
rio). Tras un período de continuos descensos durante los primeros seis meses de 2002, a partir de agosto el rendimiento de la deuda pública interna experimentó un fuerte incremento a todos los plazos permitiendo que las tasas de interés alcanzaran sus niveles históricamente más altos en el SEN.

Así mismo, este mercado evidenció una menor liquidez, consecuencia de los desplazamientos de recursos de la renta fija al mercado de divisas. Este cambio en las preferencias de los inversionistas es fruto de la creciente incertidumbre suscitada por los posibles problemas que enfrentaría el Gobierno para financiarse en 2003, así como también responden a la mayor aversión al riesgo generada en los merca-

dos financieros de América Latina por el cambio de gobierno en Brasil, la aguda crisis política y económica de Venezuela y una valoración menos favorable de las perspectivas de crecimiento económico del país.

Entre junio y septiembre, el rendimiento de los bonos a tres y a 10 años aumentó 463 y 332 pb, respectivamente. De igual forma, en septiembre, el rendimiento de los bonos a un año, fluctuó alrededor del 14,0% traduciéndose en un incremento de 400 pb en igual período. Los desempeños anteriores hicieron que la pendiente de la curva de rendimientos de los TES, medida como la diferencia entre el rendimiento de un bono a 10 años y el de un año, se empinara bruscamente al pasar de 260 pb en marzo, a 470 en septiembre.

Finalmente, la última encuesta trimestral del Banco de la República realizada en julio señala que los agentes del mercado esperan que la tasa de interés de captación, en los próximos trimestres, empiece a aumentar gradualmente. Resultados similares se han obtenido en las dos encuestas anteriores (enero y abril). En particular, la encuesta de julio revela que los agentes del mercado esperaban que la DTF en diciembre se sitúe en 8,6%, es decir, 62 pb por encima del nivel actual. Cabe señalar, sin embargo, que los resultados de las últimas encuestas no lograron anticipar la reducción observada en las tasas de interés en la primera mitad del año, y, por el contrario, siempre anunciaron un incremento (Gráfico 17).



4. Diferencial de rentabilidad

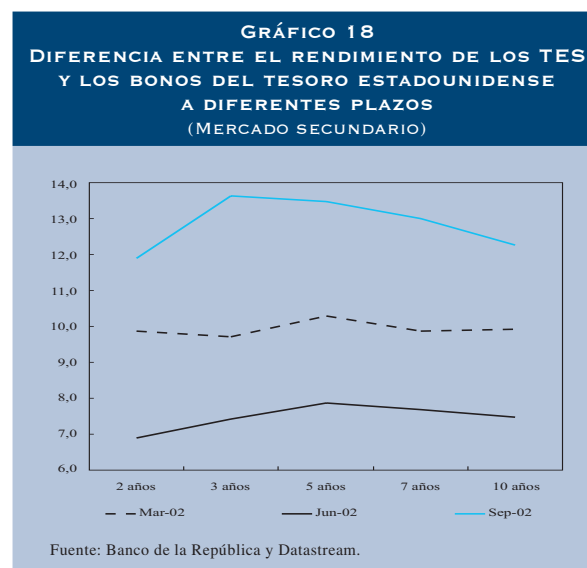
Como se explicó en la sección anterior, a partir de agosto el rendimiento de la deuda pública externa (TES) experimentó un fuerte incremento en todos los plazos. Esto se presentó simultáneamente con una reducción del rendimiento de los bonos del tesoro de los Estados Unidos, también a todos los plazos, como resultado de la mayor apetencia de activos más seguros por parte de los mercados.

Mientras el rendimiento de los bonos colombianos a 10 y dos años se situaba alrededor de 16,4% y 14,0%, respectivamente, el de los bonos estadounidenses equivalentes se ubicaba en torno al 4,0% y el 2,0%, en su orden.

De esta forma, el diferencial de rentabilidad relevante para los inversionistas colombianos se amplió a favor de las inversiones locales, quebrando la tendencia que traía desde finales del año pasado. Dicha situación refleja, en parte, una mayor prima exigida por los inversionistas para mantener inversiones en el país (Gráfico 18).

5. Tipo de cambio nominal

El peso, tras mantenerse relativamente estable durante la primera mitad del año, sufrió una fuerte depreciación frente al dólar en el tercer trimestre. En septiembre la TRM alcanzó un máximo histórico al



cerrar en \$2.828,1 por dólar, 429 pesos por encima de su nivel en junio. Así, la devaluación anual alcanzó el 21,3% mientras que la del año corrido se situó en 23,4% (Gráficos 19 y 20).

Durante los últimos tres meses, la tendencia al alza exhibida por la TRM estuvo asociada con una recomposición del portafolio del público, el cual liquidó papeles de deuda pública interna (TES) y externa (*yankees*) para ingresar al mercado cambiario. Como se observa en el Gráfico 21, esta mayor demanda de divisas que enfrentó el mercado no pudo ser completamente absorbida por la liquidación de posición propia, de contado, por parte del sistema financiero, lo cual, consecuentemente, se tradujo en un mayor nivel en TRM.

Adicionalmente, la evolución de la TRM también se vio afectada por la mayor demanda de divisas por parte del sector real para cumplir con sus giros al exterior y prepagar deuda. Esta situación obedeció al mayor grado de aversión al riesgo de los inversionistas ante el empeoramiento en las condiciones financieras y políticas de Latinoamérica y la incertidumbre acerca del estado actual de las finanzas públicas nacionales.

A partir de julio, la volatilidad registrada por el tipo de cambio permitió el cumplimiento de las condiciones para que el Banco de la República interviniera en dos ocasiones el mercado cambiario. Así, se suabastaron opciones *call* por un cupo de US\$ 360 m, de las cuales se ejercieron US\$ 289,5 m (Véase numeral 1, Lineamientos de política). Sin embargo, a pesar del ejercicio de las opciones, el tipo de cambio no registró correcciones sustanciales y por el contrario, continuó con su tendencia al alza, por lo cual no se ejercieron opciones *put* para acumulación de reservas en el tercer trimestre.

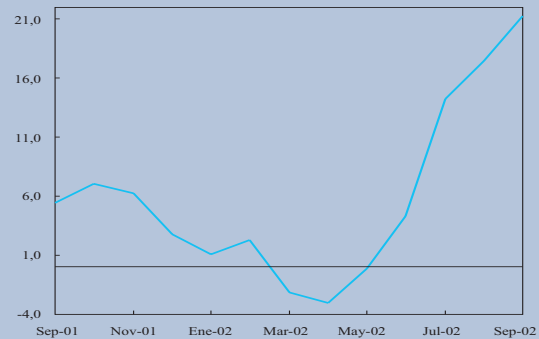
Finalmente, la encuesta de expectativas del Banco de la República de julio revela que los agentes esperaban que en diciembre la tasa de cambio se situara en \$2.568,9 por dólar, lo cual implica que, con respecto a su valor de septiembre, la TRM debería retroceder 259 pesos para así, alcanzar una

GRÁFICO 19
TASA REPRESENTATIVA DE MERCADO
(PESOS POR DÓLAR)



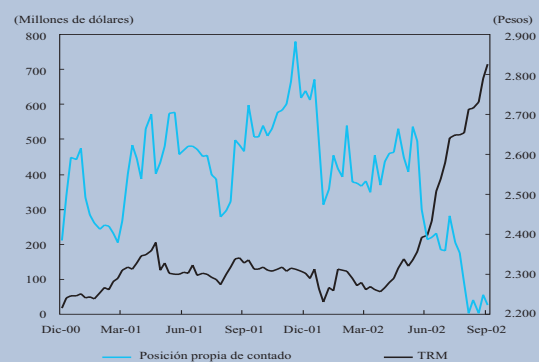
Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 20
DEVALUACIÓN NOMINAL ANUAL
(PORCENTAJE FIN DE MES)



Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 21
POSICIÓN PROPIA DE CONTADO DEL SISTEMA FINANCIERO Y TASA REPRESENTATIVA DEL MERCADO



Fuente: Banco de la República.

devaluación anual de 12,1%. Así mismo, para marzo y junio de 2003, los agentes prevén una devaluación anual de 15,7% y 9,6%, respectivamente (Gráfico 22).

6. Tipo de cambio real

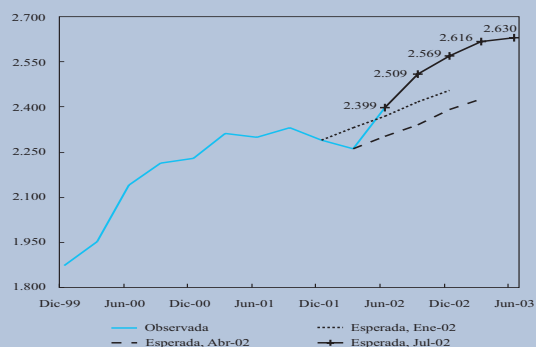
En promedio, la tasa de cambio real medida por el ITCR1 (1994 = 100), la cual emplea el índice de precios al productor del país y de sus 20 socios comerciales, se ubicó durante septiembre en 126,2, su nivel histórico más alto desde 1975. Así, este indicador exhibió una devaluación trimestral de 11,7%, mientras que la devaluación anual real alcanzó el 6,2%. Por su parte, si se emplea el ITCR3 (1994 = 100), que utiliza el índice de precios al consumidor, se obtiene una devaluación real del tercer trimestre de 14,5%, mientras que la devaluación anual fue 5,3% (gráficos 23 y 24).

Las variaciones del ITCR reflejan conjuntamente la evolución de la devaluación nominal del peso colombiano frente a sus principales socios comerciales y la brecha entre la inflación doméstica y la externa. Hasta junio, el ITCR había sufrido una presión hacia la revaluación porque la devaluación externa había sido significativamente mayor que la inflación externa y la devaluación nominal interna era muy baja. Sin embargo, a partir de julio, y especialmente en agosto y septiembre, la aceleración de la devaluación nominal, al no estar acompañada de un repunte de la inflación doméstica, jalonó fuertemente el tipo de cambio real. Así, la tendencia revaluacionista del índice en el primer semestre fue completamente contrarrestada, hasta el punto que el ITCR alcanzó en septiembre su mayor nivel histórico.

7. Precios de activos

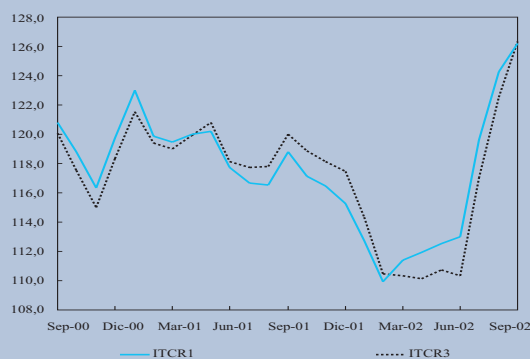
A continuación, se presentan dos variables que describen el comportamiento de los precios de algunos activos en Colombia. La primera de ellas es el índice general de la Bolsa de Valores de Colombia (IGBC), el cual, mide de manera agregada la evolución de los precios de las acciones más representativas del mercado por medio de una canasta de acciones elegidas en función de su rotación y frecuencia.

GRÁFICO 22
EXPECTATIVAS ACERCA DE LA TASA DE CAMBIO NOMINAL (PESOS POR DÓLAR)



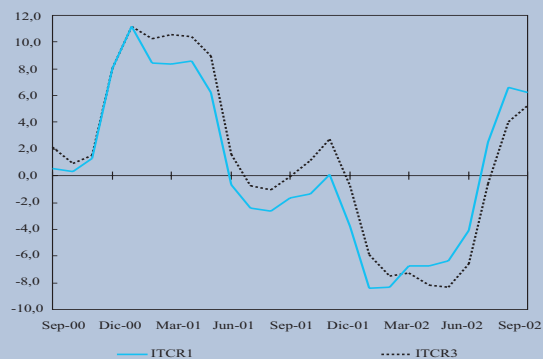
Fuente: Banco de la República, encuesta de expectativas, julio de 2002.

GRÁFICO 23
ÍNDICE DE LA TASA DE CAMBIO REAL ITCR1 E ITCR3, (1994 = 100)



Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 24
DEVALUACIÓN REAL ANUAL ITCR1 E ITCR3, (1994 = 100) (PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República.

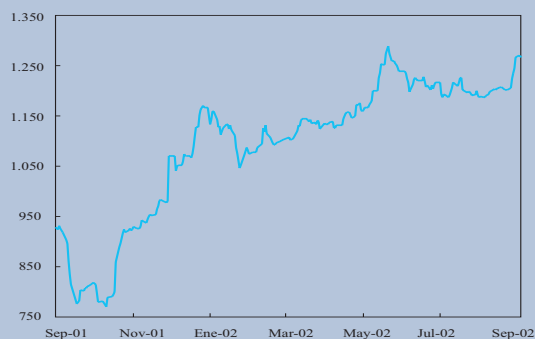
Durante el tercer trimestre de 2002, el IGBC se mantuvo relativamente estable al fluctuar en el rango de los 1.175-1.275 puntos. En este lapso, su rentabilidad trimestral anualizada disminuyó drásticamente al pasar de 59,3% en junio, a 10,9% en septiembre. Aunque dicha rentabilidad continúa siendo superior a la ofrecida por otros activos financieros, la disminución observada es reflejo, principalmente, del agitado panorama de los mercados de deuda pública interna y del dólar, los cuales, han desviado los recursos hacia mercados diferentes al de renta variable, al tiempo que han afectado negativamente su tasa de retorno (Gráfico 25).

Otra variable que brinda información acerca de los precios de los activos en Colombia es el índice de precios de la vivienda. Este indicador es calculado por el Departamento Nacional de Planeación (DNP) para Bogotá desde 1994 con periodicidad mensual. En el Gráfico 26 se presenta la inflación de los precios de vivienda en Bogotá. Al finalizar agosto, último mes para el cual se dispone de información, los precios de la vivienda en Bogotá continuaban creciendo a tasas negativas y muy por debajo de la inflación al consumidor. Sin embargo, en los últimos tres meses, la caída del índice ha cedido. Así, en agosto, el crecimiento anual de los precios de la vivienda en Bogotá fue de -2,5%, mayor en 70 pb que el reportado en junio, pero menor en 846 pb que el crecimiento anual del índice de precios al consumidor (IPC) en igual mes.

8. Indicador de condiciones monetarias

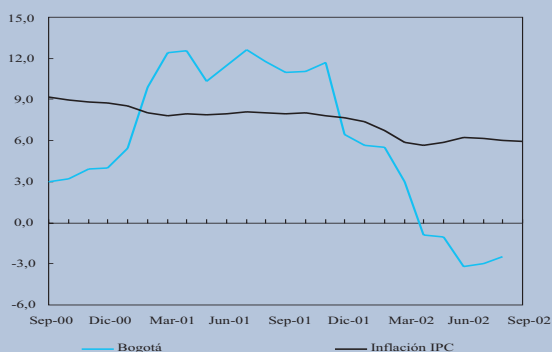
Para el tercer trimestre de 2002, la trayectoria del indicador de condiciones monetarias de la demanda agregada (ICM) continúa situándose por debajo del período base (1998:01), sugiriendo que la conducción de la política monetaria es más holgada que la prevaleciente a principios de 1998. La posición actual del indicador se explica tanto por la reducción de las tasas de interés, como por la devaluación registrada en el tercer trimestre del año (Gráfico 27).

GRÁFICO 25
ÍNDICE GENERAL DE LA BOLSA
DE VALORES DE COLOMBIA



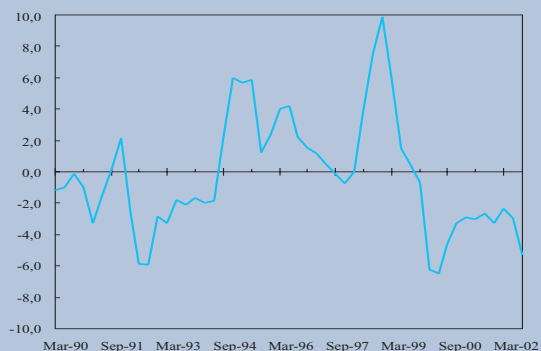
Fuente: Bolsa de valores de Colombia.

GRÁFICO 26
VARIACIÓN ANUAL DEL ÍNDICE DE PRECIOS DE
VIVIENDA EN BOGOTÁ E INFLACIÓN DEL IPC



Fuente: Departamento Nacional de Planeación (DNP).

GRÁFICO 27
INDICADOR DE CONDICIONES MONETARIAS (ICM)
(PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República, SGEE.

B. OFERTA Y DEMANDA

1. Consideraciones generales

El crecimiento anual del segundo trimestre del año (2,2%), fue mejor de lo esperado, aún después de descontar el efecto estacional de la Semana Santa. Al comparar el crecimiento anual de la economía durante el primer semestre del año (1,4%) con el de la segunda mitad de 2001 (0,9%), se observa también un mejor desempeño de la actividad económica en lo corrido del presente año.

El mayor dinamismo durante el segundo trimestre se explica por el mejor desempeño de la producción agropecuaria, la construcción privada y los establecimientos financieros. En relación con la demanda, los componentes más dinámicos fueron el consumo final (tanto de los hogares como del Gobierno) y las exportaciones totales.

Teniendo en cuenta el desempeño de la economía en la primera mitad del año y la evolución de algunos indicadores de consumo y producción, el Gobierno decidió modificar la meta de crecimiento para el presente año a 1,6%. Inicialmente, la meta de crecimiento era de 2,5%, pero después del pobre crecimiento de la economía en el primer trimestre del año (0,5%), el Gobierno la había ajustado a 1,2%.

Para lo que resta del año se espera que la economía crezca a una tasa similar o ligeramente superior a la observada el primer semestre, sobre la base de un mayor dinamismo de la demanda interna (en particular el consumo). La demanda externa seguirá siendo afectada por la caída de las exportaciones hacia Venezuela y por la menor producción de café y petróleo. En cuanto a este último, su producción en el segundo semestre del año en curso se comparará con una base relativamente alta, ya que durante el segundo semestre del año anterior no se produjeron problemas serios de orden público que afectaran dicha actividad⁸.

⁸ Durante el primer semestre de 2001, la producción petrolera prácticamente se paralizó debido a los atentados terroristas contra el oleoducto de Caño Limón-Coveñas.

2. Demanda externa y cuenta corriente

En el primer semestre del año, el déficit en cuenta corriente pasó de US\$-1.024 m a US\$-802 m (Cuadro 4). El menor déficit es el resultado de la contracción de las importaciones (-7,7%), que compensó la caída de las transferencias netas (-6,1%) y de las exportaciones (-3,8%).

El superávit comercial observado durante la primera mitad del año parece no explicarse por una contracción del consumo, sino por su recomposición a favor de los bienes no transables y por la caída en las importaciones asociada a la menor inversión (Gráfico 28).

Según las cifras del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), en los últimos meses el valor de las exportaciones totales se contrajo. Mientras que a febrero las exportaciones acumuladas para 12 meses caían a una tasa anual de 6,4%, a agosto bajaron 7,5%. Lo anterior sucedió como consecuencia de la contracción de las exportaciones tradicionales (-13,6% en el mismo período), y de las no tradicionales (-2,4%), en particular de las no tradicionales industriales (-1,0%) (Gráfico 29). Las cifras, que evidencian el debilitamiento de la demanda externa, fueron particularmente desfavorables en el mes de agosto (las exportaciones totales presentaron una contracción anual de 21,4%).

La menor dinámica de las exportaciones no tradicionales industriales se explica por la caída de las ventas a los Estados Unidos (-17,0% anual en los últimos 12 meses), y a Venezuela (-9,8% en igual período de tiempo), como consecuencia de la menor actividad económica en estos países. Por otra parte, en agosto se registró un descenso de las exportaciones hacia Ecuador, lo cual resulta preocupante puesto que el dinamismo de las ventas hacia ese país venía compensando las menores exportaciones hacia los otros socios principales (Gráfico 30).

Para el resto del año se espera una ampliación del superávit de la balanza comercial. Dicha situación estará explicada por un mayor descenso de las importaciones de bienes de consumo, asociado a la de-

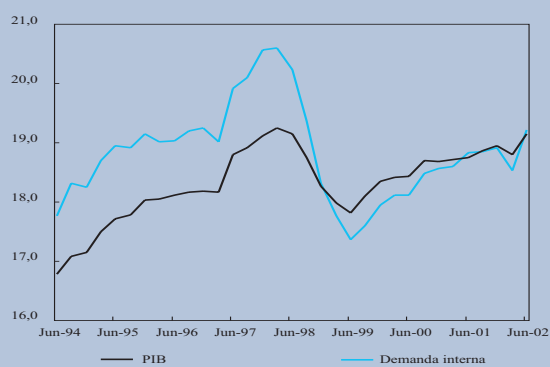
CUADRO 4
CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS
(MILLONES DE DÓLARES)

	Enero-Junio		Variación	
	2001 (p)	2002 (p)	Absoluta	(%)
Cuenta corriente (A + B + C)	(1.024)	(802)	223	
Ingresos	8.931	8.375	(557)	(6,2)
Egresos	9.956	9.176	(779)	(7,8)
A. Bienes y servicios no factoriales	(576)	(388)	187	(32,5)
Ingresos	7.393	6.959	(434)	(5,9)
Egresos	7.968	7.347	(622)	(7,8)
1. Bienes	74	317	243	329,7
Ingresos	6.342	6.100	(242)	(3,8)
Egresos	6.269	5.783	(485)	(7,7)
2. Servicios no factoriales	(649)	(705)	(56)	8,6
Ingresos	1.051	858	(192)	(18,3)
Egresos	1.700	1.564	(136)	(8,0)
B. Renta de los factores	(1.458)	(1.361)	97	(6,6)
Ingresos	405	311	(94)	(23,1)
Egresos	1.862	1.672	(190)	(10,2)
C. Transferencias	1.009	948	(61)	(6,1)
Ingresos	1.134	1.105	(28)	(2,5)
Egresos	125	157	33	26,1

(p) Provisional.

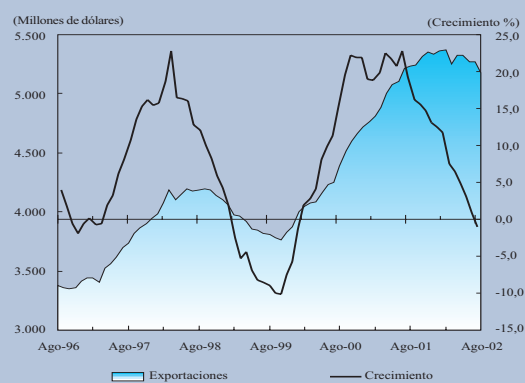
Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 28
PIB VS DEMANDA INTERNA,
SERIES DESESTACIONALIZADAS
(BILLONES DE PESOS DE 1994)



Fuente: DANE.

GRÁFICO 29
EXPORTACIONES NO TRADICIONALES INDUSTRIALES
ÚLTIMOS 12 MESES



Fuente: DANE.

valuación que se presentó durante el tercer trimestre, y por una mayor desaceleración de las importaciones de bienes de capital, en especial, de equipo y material de transporte y de maquinaria y equipo. Por

otra parte, no se espera que las exportaciones recuperen su dinámica de crecimiento, pues la crisis económica en Venezuela se ha acentuado (las exportaciones no tradicionales industriales dirigidas a ese país se

contrajeron 54,1% en el mes de agosto), y las ventas hacia Ecuador se van a afectar por un efecto de “saturación”, y por posibles medidas de protección. Así mismo, se espera menor producción de café y petróleo. Entre los factores positivos está la aprobación del ATPA, la cual debe favorecer el crecimiento de las exportaciones dirigidas hacia los Estados Unidos, pero probablemente no alcanzarán a compensar, en lo que resta del año, los factores negativos mencionados anteriormente.

La balanza de rentas de los factores podría ser menos deficitaria por los menores egresos por concepto

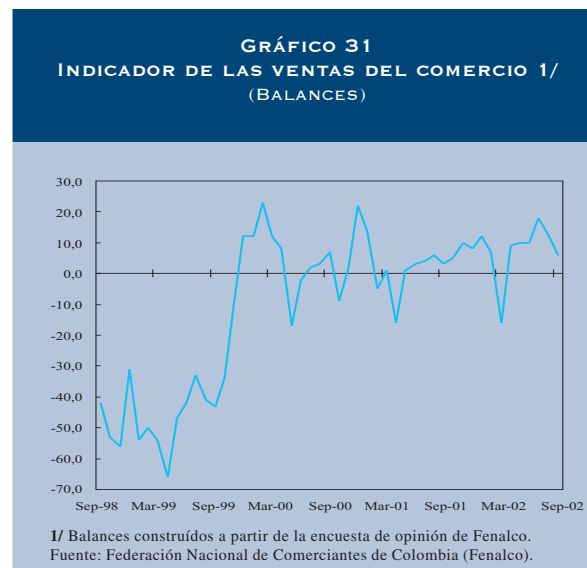
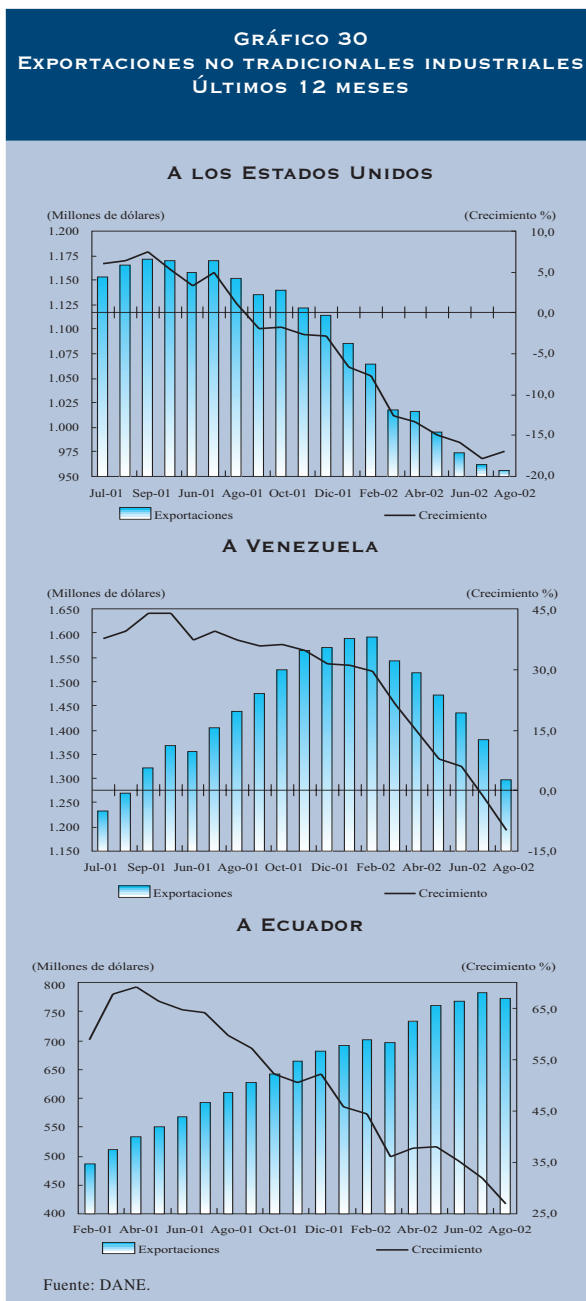
de intereses que podrían resultar del prepago de la deuda privada que se han presentado hasta en el tercer trimestre de este año. En cuanto a las transferencias netas, se espera que sigan contrayéndose como consecuencia del menor dinamismo que presentarán las remesas de los trabajadores a raíz de las menores perspectivas de crecimiento mundial, y a que “el grueso” de las donaciones por concepto del Plan Colombia ya tuvo lugar.

3. Consumo

Durante el segundo trimestre del año, el consumo siguió siendo el componente que más aportó al crecimiento del PIB (Cuadro 5) y se espera que lo siga siendo en lo que resta de 2002.

a. Hogares

El consumo de los hogares se desaceleró durante el segundo trimestre, principalmente por la contracción del consumo de bienes semidurables como prendas de vestir y calzado. Sin embargo, para el tercer trimestre del año, los indicadores disponibles sugieren un mejor desempeño. La evolución de las ventas del comercio en este trimestre, según Fenalco, tuvieron su mejor comportamiento en lo corrido del año (Gráfico 31). Así mismo, las ventas reales con tarjetas de crédito crecieron 16,8% en el tercer trimestre respecto a igual período de 2001, y las ventas de vehículos nuevos en el territorio nacional lo hicieron en 52,1% entre julio y septiembre en comparación con el mismo período del año anterior.



CUADRO 5
PIB DESDE EL PUNTO DE VISTA DE LA DEMANDA
(VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL)

	2000 (p)	2001 (p)					2002 (p)	
	Anual	I	II	III	IV	Anual	I	II
Producto interno bruto	2,74	1,98	1,79	0,79	1,05	1,40	0,52	2,21
Importaciones totales	8,63	11,27	19,62	10,32	4,33	11,23	(5,81)	0,19
Total oferta final	3,57	3,36	4,36	2,21	1,55	2,86	(0,49)	1,88
Consumo final	2,49	1,31	1,14	0,97	1,83	1,31	1,84	1,89
Hogares 1/	3,65	1,64	1,28	0,53	1,72	1,29	2,32	1,52
Consumo final interno hogares 2/	4,00	2,30	1,44	0,52	1,78	1,51	1,03	2,02
No durables 2/	3,82	0,82	(0,13)	(1,83)	0,53	(0,16)	0,35	0,54
Semidurables 2/	15,28	4,97	4,67	1,78	1,05	3,06	2,86	(2,22)
Servicios 2/	1,60	2,27	2,17	2,54	2,93	2,48	2,31	2,02
Durables 2/	5,90	4,76	4,15	3,92	8,17	5,27	9,16	15,42
Gobierno	(0,74)	0,36	0,73	2,25	2,14	1,37	0,46	2,97
Formación bruta de capital	11,79	17,42	27,78	10,43	0,46	13,52	(12,60)	(0,32)
Variación de existencias 3/	(540,29)	67,26	167,84	(22,23)	(71,98)	6,66	(62,24)	(16,61)
Formación bruta de capital fijo	(0,84)	6,85	13,41	12,77	12,14	11,30	0,44	2,65
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	3,10	4,15	(1,41)	11,47	7,57	5,26	7,89	7,47
Maquinaria y equipo	4,22	17,69	35,94	18,98	10,08	20,13	1,85	(6,05)
Equipo de transporte	8,65	33,59	33,38	46,23	36,81	37,39	(17,14)	6,35
Edificaciones	(11,10)	6,98	10,06	8,46	17,90	10,92	23,63	21,25
Obras civiles	0,22	(11,58)	(9,28)	1,26	4,52	(3,97)	(17,37)	(3,98)
Subtotal: demanda final interna	3,70	3,55	4,65	2,32	1,63	3,02	(0,43)	1,54
Exportaciones totales	2,92	2,41	2,81	1,60	1,14	1,98	(0,79)	3,73
Total demanda final	3,57	3,36	4,36	2,21	1,55	2,86	(0,49)	1,88

(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.

3/ Cálculos realizados por el Banco de la República, SGEE.

Fuente: DANE.

Otros indicadores como las importaciones de bienes de consumo, a julio, se han desacelerado levemente. Se espera que esta tendencia se acentúe dada la devaluación registrada a partir de junio, la cual podría inducir una recomposición de la demanda a favor de los bienes producidos en el país.

En términos generales, se espera que en la segunda mitad del año el consumo de los hogares siga creciendo a una tasa similar, si no mayor que la observada durante el primer semestre. Adicionalmente, se espera que el nuevo impuesto al patrimonio no tenga efectos negativos importantes sobre el consumo de los hogares para lo que resta del año.

b. Gobierno

Durante el segundo trimestre del año, el consumo del Gobierno tuvo un significativo repunte (Cuadro 5), frente al crecimiento observado en el primer trimestre. Esto obedeció a que se efectuaron pagos que se represaron durante el primer trimestre del año y a cambios en el calendario de giros.

En efecto, de acuerdo con el balance preliminar del Gobierno Nacional Central (GNC), para el primer semestre de 2002⁹ los gastos de funcionamiento se

⁹ Gobierno Nacional Central, primer semestre de 2002 (balance preliminar). Documento Asesores Confis, No. 9, octubre 3 de 2002.

incrementaron en 7,6%, frente al mismo período del año anterior. Puesto que el crecimiento anual registrado en el primer trimestre del año¹⁰ fue -14,0%, el segundo trimestre fue un período de expansión del gasto público. Este cambio en la tendencia de crecimiento se explica, en parte, por la modificación en el calendario de giros por concepto de transferencias que implicó la entrada en vigencia de la Ley 715 de 2001. De acuerdo con información del Ministerio de Hacienda, para el total del año se espera un crecimiento del consumo público de 2,1%, lo que implica un crecimiento de 2,5% en el segundo semestre.

4. Inversión

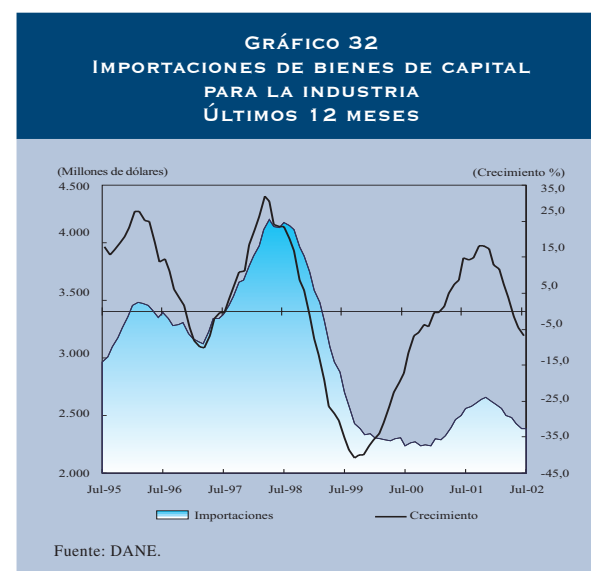
En el segundo trimestre del año, la inversión total, medida como la formación bruta de capital (FBK), se contrajo 0,3% respecto al mismo trimestre del año anterior (Cuadro 5). Sin embargo, al descontar la variación de existencias, se observa un crecimiento anual de 2,7% de la inversión, medida como la formación bruta de capital fijo (FBKF). Este crecimiento es mayor que el del primer trimestre del año.

A partir de las cifras entregadas por el DANE se estimó que la variación de existencias para el período entre abril y junio fue -16,6%, con lo cual las existencias descendieron 47,9% en el primer semestre. La caída de las existencias que se observó durante el primer semestre del año se explica principalmente por los menores inventarios de café, aunque no se descarta que las empresas hayan reducido sus inventarios, como lo sugieren los resultados de la encuesta de opinión empresarial (EOE) de Fedesarrollo y la encuesta de opinión industrial conjunta (EOIC) de la ANDI.

El mejor desempeño de la FBKF, respecto al primer trimestre del año, se explica por la dinámica de la construcción de edificaciones y de la inversión en equipo de transporte. Así mismo, en este trimestre la contracción de la inversión en obras civiles fue sensiblemente menor que la observada en el período entre

enero y marzo del presente año, lo que obedece a razones similares a las señaladas en el apartado de consumo del Gobierno. Mientras que los pagos por concepto de inversión pública se habían contraído 31,0% en el primer trimestre del año, para el período entre enero y junio crecieron 26,2% al compararlos con el primer semestre de 2001.

Para el tercer trimestre del año no se prevé un crecimiento de la FBKF mayor que el observado en el segundo trimestre del mismo. Las importaciones de bienes de capital industrial, en julio, se contrajeron 7,0% en los últimos 12 meses (Gráfico 32). El menor dinamismo de la inversión en este tipo de bienes está asociado al estancamiento de la producción industrial (véase el numeral 5 de este capítulo), y a las expectativas que han generado los anuncios de alivios tributarios (eliminación de aranceles y descuento de IVA), a la compra e importación de bienes de capital. Esto último puede llevar a que algunos empresarios aplacen sus proyectos de inversión mientras que se tiene mayor claridad y se aprueban las medidas. En el caso de la inversión en equipo de transporte, dado que para el resto del año no se esperan importaciones para el sistema de transporte masivo de Bogotá, y que el grueso de la ayuda en equipo militar del Plan Colombia se efectuó el año anterior, no es probable que muestre tasas de crecimiento superiores a la observada en el segundo trimestre.



¹⁰ Según el documento Gobierno Nacional Central, primer trimestre de 2002 (balance preliminar). Documento Asesores Confis, No. 5, junio 21 de 2002.

La construcción de edificaciones seguirá siendo el componente más dinámico de la inversión. De acuerdo con el DANE, las licencias de construcción a agosto han crecido 23,7% en los últimos 12 meses (Gráfico 33), mientras que los préstamos reales desembolsados a los constructores de vivienda, de acuerdo con la información del Instituto Colombiano de Ahorro y Vivienda (ICAV) a agosto, han aumentado 92,1% en este período. La política de vivienda del actual Gobierno busca mantener los incentivos que permitieron el buen desempeño del sector en los últimos seis trimestres. Dichos incentivos consisten en la movilización de recursos de financiación a través de los subsidios para la vivienda de interés social y mediante cuentas de ahorro especiales (como las de ahorro programado o las de fomento de la construcción), y en la creación de un seguro contra la inflación¹¹.

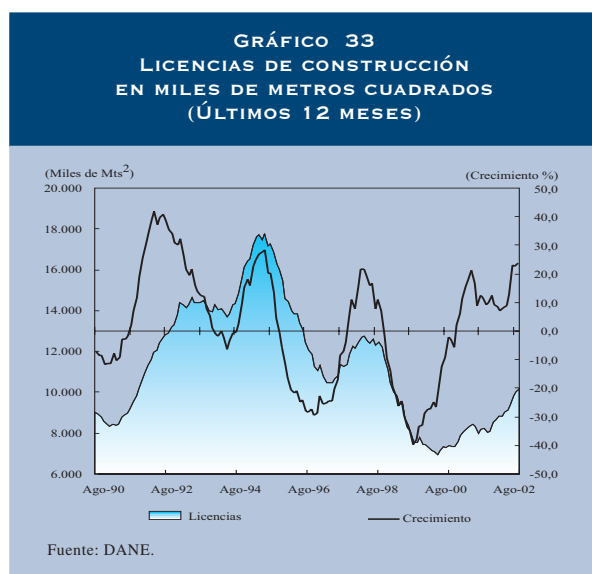
En el caso de la inversión en obras civiles se espera que en el segundo semestre del año sea un poco más dinámica que en la primera mitad, pero sin llegar a ser un factor “impulsador” de la inversión total. Finalmente, se prevé que las existencias seguirán cayendo por los menores inventarios de café, dado el menor crecimiento previsto de la producción para el año cafetero

que comienza en octubre, y por la estrategia adoptada de destruir las existencias de café de mala calidad, en coordinación con otros países productores.

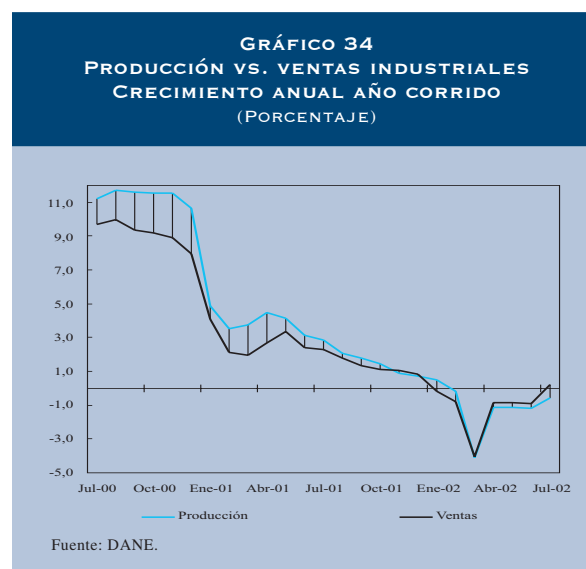
5. Producción industrial

Durante el segundo trimestre del año la producción industrial sin trilla de café repuntó frente a lo observado en los tres trimestres anteriores, y registró una tasa de crecimiento anual de 1,7% según los datos de la nueva muestra mensual manufacturera (NMMM) del DANE correspondientes al mes de julio. Sin embargo, parte de este repunte puede deberse al efecto estadístico asociado a la Semana Santa.

En cuanto a la evolución del sector industrial para lo que resta del año, los datos de la NMMM reportaron que la producción industrial tuvo un crecimiento anual de 2,7% en el mes de julio, lo cual corresponde a un crecimiento anual en lo corrido del año (la producción acumulada entre enero y julio) de -0,6%. El repunte de la producción industrial coincidió con un extraordinario crecimiento anual de las ventas reales industriales de 6,8% para el mismo mes. De esta manera, en lo corrido del año (enero a julio de 2002 vs. enero a julio de 2001), las ventas industriales han crecido 0,2% (Gráfico 34). Teniendo en cuenta el bajo desempeño de las exportaciones no tradicionales industriales a agosto y el buen desempeño que señalan los indicadores de comercio, el mayor dinamismo de las ventas y de la producción industrial se debe haber explicado por la demanda interna.



¹¹ Documento Conpes 3200. Bases de la política de vivienda 2002-2006: Ajustes al programa de subsidio familiar de vivienda e incentivos de oferta y demanda para créditos de vivienda en UVR.



Sobre el nivel de existencias que manejan las empresas, los indicadores disponibles sugieren que estos no están creciendo. Por un lado, a julio, las ventas industriales han tenido una mejor dinámica que la producción. Por otro, los datos a agosto de la EOE¹² muestran un menor nivel de existencias de las empresas tanto exportadoras como no exportadoras (Gráfico 35). Así mismo, de acuerdo con la EOIC de agosto, las industrias reportan un nivel de inventarios menor que a principios de año.

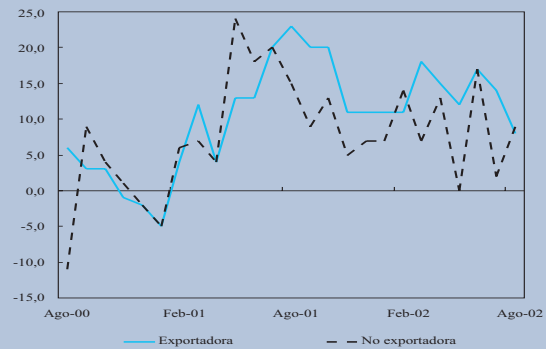
Otra variable de interés es la evolución favorable que tuvieron los pedidos a las empresas en agosto (según la EOE y la EOIC), y en particular los de las empresas exportadoras (Gráfico 36). Esto último que contrasta con la contracción de las exportaciones no tradicionales industriales y las perspectivas negativas que hay sobre la evolución de la economía venezolana, puede anticipar un mayor crecimiento de la producción de bienes transables, entre otras razones, por la mayor devaluación.

Para el tercer trimestre del año, la demanda de energía presentó un crecimiento anual de 2,7% (Gráfico 37), que aunque es inferior al del primer semestre del año (3,3%), constituye un buen indicador sobre el desempeño de la actividad industrial.

Teniendo en cuenta el mayor dinamismo de las ventas internas (de acuerdo con los indicadores de comercio) y los reportes positivos de las empresas exportadoras (según las encuestas de Fedesarrollo y la ANDI), el desempeño del sector industrial durante el tercer trimestre debió ser positivo. Aparentemente, la reducción en la demanda externa ha podido ser compensada por un mercado interno más dinámico que el observado en los últimos seis trimestres. Por otra parte, la aprobación del ATPA y la extensión de los beneficios a nuevos productos tendrá efectos favorables en lo que resta del año sobre ciertas ramas del sector, como la producción de textiles y calzado. Sin embargo, el pobre desempeño de la economía venezolana golpeará otras ramas, como la industria

¹² La EOE reporta el "balance", que es la diferencia entre las respuestas positivas y negativas.

GRÁFICO 35
INDICADOR DEL NIVEL ACTUAL DE EXISTENCIAS 1/ (BALANES)



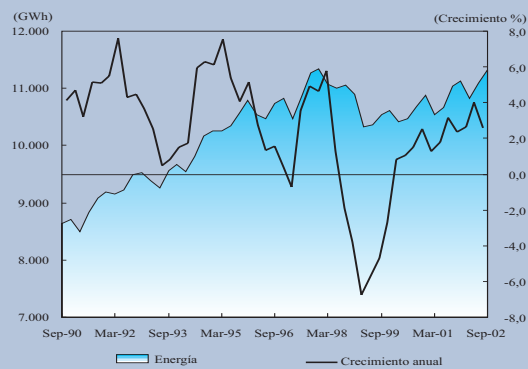
1/ Balances contruados a partir de la EOE.
Fuente: Fedesarrollo, EOE.

GRÁFICO 36
INDICADOR DEL VOLUMEN ACTUAL DE PEDIDOS 1/ (BALANES)



1/ Balances contruados a partir de la EOE.
Fuente: Fedesarrollo, EOE.

GRÁFICO 37
DEMANDA TRIMESTRAL DE ENERGÍA



Fuente: ISA.

automotriz, que se habían beneficiado del intercambio comercial con este país.

C. SALARIOS Y EMPLEO

1. Salarios industriales

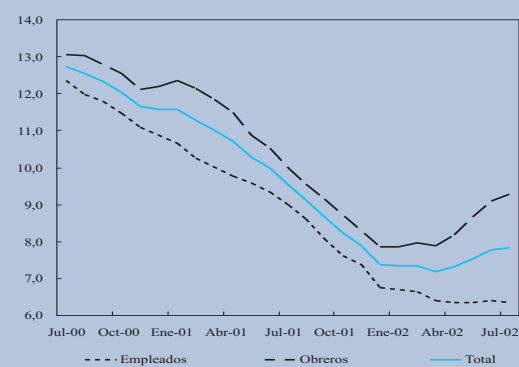
A julio de 2002, el ritmo de ajuste de los salarios nominales del sector industrial repuntó levemente frente al observado en diciembre de 2001. Para este mes, la variación anual de los últimos 12 meses de los salarios nominales de los trabajadores industriales fue 8,5%, superior en 0,4 puntos porcentuales al observado en diciembre del año anterior. Este leve incremento contrasta con la reducción que presentó la inflación para el mismo período (1,7 puntos porcentuales), lo que implicó un aumento de los salarios reales.

Las prestaciones pagadas a los trabajadores del sector exhibieron un comportamiento similar al de los salarios nominales. Al mes de julio de 2002, el crecimiento anual de los últimos 12 meses de las prestaciones pagadas al total de los trabajadores (obreros y empleados), fue 6,9%, incrementándose en 0,5 puntos porcentuales frente a lo observado en diciembre de 2001.

Como resultado del repunte en los ajustes de los salarios y las prestaciones pagadas, la variación de la remuneración de los trabajadores del sector industrial en los últimos 12 meses fue 7,8%, 0,4 puntos porcentuales superior a la observada en diciembre de 2001. Al desagregar la evolución de la remuneración entre los empleados y obreros del sector se encuentran dinámicas diferentes (Gráfico 38). Mientras que la remuneración de los empleados se ha ajustado de acuerdo con la evolución de la inflación, la remuneración de los obreros lo ha hecho a un mayor ritmo, ajustándose 3,1 puntos porcentuales por encima de la inflación observada a julio de 2002.

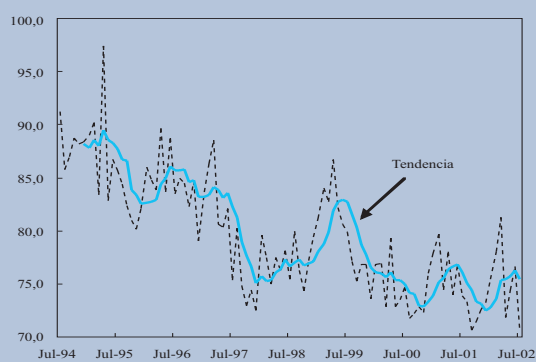
A pesar del aumento de los salarios reales de los obreros a lo largo del año (a julio la variación anual de los últimos 12 meses fue 1,6%), el costo laboral unitario real (CLUR) no se incrementó, manteniendo la

GRÁFICO 38
CRECIMIENTO ANUAL DE LA REMUNERACIÓN NOMINAL INDUSTRIAL ÚLTIMOS 12 MESES



Fuente: DANE.

GRÁFICO 39
COSTO LABORAL UNITARIO REAL PARA OBREROS DEL SECTOR INDUSTRIAL



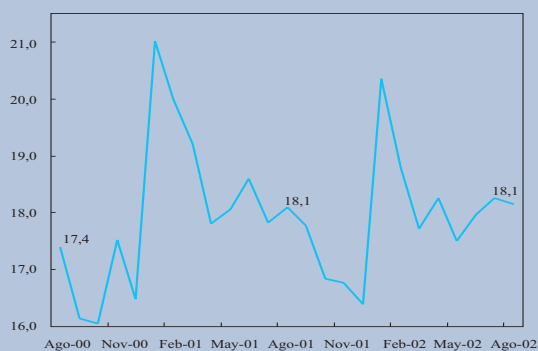
Fuente: DANE.

tendencia observada en los últimos tres años. Esto sucedió porque la productividad industrial tuvo un repunte equivalente al aumento de los salarios reales (Gráfico 39). La estabilidad del CLUR en los últimos trimestres no sugiere presiones inflacionarias en el corto plazo.

2. Empleo

Para el mes de agosto, la tasa de desempleo en las 13 principales áreas urbanas fue 18,1%, similar a la registrada el mismo mes del año anterior (Gráfico 40). En el total nacional, la tasa de desempleo fue 1,3 puntos porcentuales mayor que la observada un año atrás, y se situó en 16,0%.

GRÁFICO 40
TASA DE DESEMPLEO PARA 13 CIUDADES
(PORCENTAJE)



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

A pesar de que la generación de empleo ha sido más dinámica este año (la tasa de ocupación fue 0,5 puntos porcentuales más alta que en agosto de 2001), sólo ha sido suficiente para absorber la mayor participación de la población en el mercado laboral, manteniendo inalterada la tasa de desempleo respecto a la del año anterior.

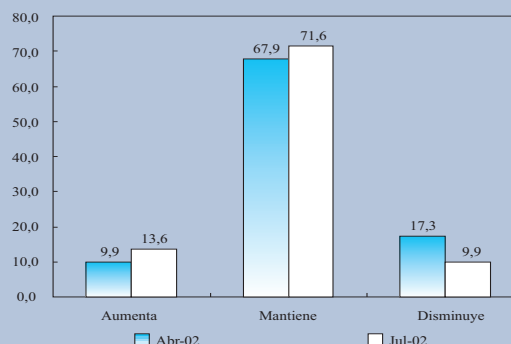
El mayor dinamismo de la generación de empleo está asociado al buen comportamiento que han tenido las actividades intensivas en mano de obra, como el comercio y la construcción, a lo largo del año. En el caso de la actividad comercial, según la muestra mensual de comercio al por menor (MMCP), en lo corrido del año, a julio, los comerciantes habían incrementado en 2,6% su planta de personal.

En el sector industrial la situación es diferente. La NMMM del DANE, correspondiente a julio de 2002 indica que el deterioro en el empleo industrial continúa. La variación anual en lo corrido del año para el empleo total (empleados y obreros) es -5,3%. Al desagregar por tipo de empleo, se observa que la reducción del empleo industrial es más drástica en los de tipo permanente (-7,0%), que en los de tipo temporal (-2,0%). Para los próximos meses, se espera que con la entrada en vigencia del ATPA podría ayudar a revertir esta tendencia.

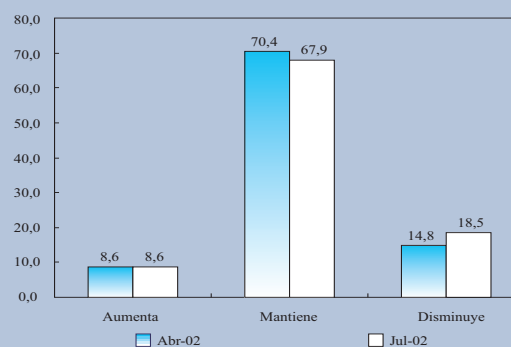
En cuanto al empleo, para el resto del año, los resultados de la encuesta de expectativas del Banco de

GRÁFICO 41
EVOLUCIÓN DE LA PLANTA DE PERSONAL
DE LAS EMPRESAS
(PORCENTAJE)

EN LOS PRÓXIMOS TRES MESES



EN LOS PRÓXIMOS SEIS MESES



Fuente: Banco de la República, encuesta de expectativas, julio de 2002.

la República de julio son mixtos. Sobre la evolución de la planta de personal en los próximos tres meses, el porcentaje de encuestados que afirmó estar dispuesto a aumentarla fue 13,6%, 3,7 puntos porcentuales más que las respuestas afirmativas en el mes de abril. En el caso de la evolución de la planta de personal a seis meses, el resultado fue negativo, pues las respuestas de empresarios con planes de reducir su planta de personal se incrementó en 3,7 puntos porcentuales (Gráfico 41).

3. Pactos de incremento salarial

El Cuadro 6 presenta el porcentaje de trabajadores beneficiados por rangos de incremento salarial pactados a uno y dos años en las convenciones colectivas reportadas al Ministerio de Trabajo y Seguridad Social.

La primera parte del Cuadro 6 muestra el porcentaje de trabajadores beneficiados, en empresas de los sectores públicos y privados, por las negociaciones de incremento salarial a un año realizadas durante los primeros nueve meses del año. El mayor porcentaje de beneficiados, 46,4%, se ubicó en el rango comprendido entre el 8,0% y el 10,0%. Esta proporción es sustancialmente inferior a la observada en septiembre pasado (68,6%). Adicionalmente, otra importante proporción de trabajadores beneficiados, 22,7%, logró pactar incrementos salariales en el rango [10,0-12,0], siendo este porcentaje similar al reportado un año atrás (23,7). Con respecto a lo observado en igual período de 2001, el mayor reordenamiento lo sufrió el rango [6,5-8,0] al pasar del 5,0% de beneficiarios a 20,9%, en la actualidad. Lo anterior puede reflejar las menores expectativas de inflación de los agentes, así como de una mayor credibilidad del Banco de la República.

En la segunda parte del Cuadro 6, se muestra el porcentaje de trabajadores beneficiados por rango de incremento salarial a dos años, de nuevo, pactados entre enero y septiembre de 2002. Como puede apreciarse, el mayor porcentaje de beneficiarios se concentra en los rangos comprendidos entre IPC e IPC + 0,5 y el IPC + 2,5, al albergar cerca del 84,0% de los trabajadores beneficiados. Este porcentaje es ligeramente mayor que el de septiembre (78,5%). Así mismo, el porcentaje de trabajadores que pactó incrementos por

debajo de 6,5% a dos años, es ahora mayor (7,9%) que el observado hace tres meses (2,7%).

D. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA Y BRECHA DEL PRODUCTO

El análisis respecto a la utilización de capacidad instalada y la brecha del producto no ha variado frente al presentado en el informe anterior. Los indicadores de utilización de capacidad instalada en este informe coinciden en registrar un menor nivel que el promedio histórico para el mes de agosto.

Según la última EOE de Fedesarrollo la utilización de la capacidad instalada para el período entre junio y agosto de 2002, fue 3,1 puntos porcentuales menor que el promedio observado en esos mismos meses en los últimos 11 años. Por otra parte, el indicador de la ANDI fue inferior en 1,4 puntos porcentuales al promedio registrado para el mes de agosto en los últimos ocho años (Gráfico 42).

La brecha del producto estimada con base en la disponibilidad de factores productivos (enfoque de la producción), confirma la existencia de una amplia capacidad instalada sin utilizar para la economía en su conjunto. Al segundo trimestre de 2002, la brecha equivalía a un 2,7% del PIB y se espera que se

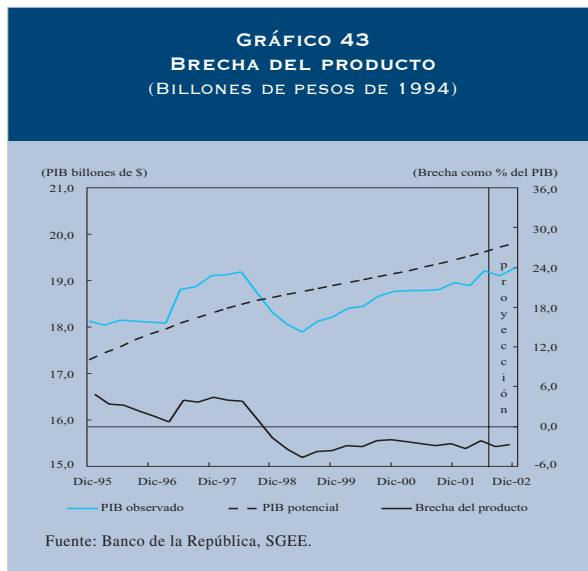
CUADRO 6
PORCENTAJE DE BENEFICIADOS POR NIVEL DE INCREMENTO SALARIAL PACTADO (ENERO-SEPTIEMBRE DE 2002)

Negociaciones a un año					
<6,5	[6,5-8,0]	[8,0-10,0]	[10,0-12,0]		
10,1	20,9	46,4	22,7		
Negociaciones a dos años					
<6,5	[6,6-11,0]	IPC	[IPC + 0,5-IPC + 2,5]	SML	Otros
7,9	7,0	42,9	40,9	0,5	0,7

SML = Salario mínimo legal.
Fuente: Ministerio de Trabajo y Seguridad Social.



mantenga en ese nivel durante el resto del año (Gráfico 43). Lo anterior implica que para el resto de 2002 no se deberían presentar presiones inflacionarias en relación con la demanda.



E. SITUACIÓN FISCAL

En este informe se presentan los resultados fiscales del sector público consolidado en el primer semestre del año y las operaciones de caja del Gobierno Nacional Central hasta el mes de septiembre.

1. Sector público consolidado

Al cierre del primer semestre del año, el sector público consolidado registró un déficit de \$2.845 mm que equivale al 1,4% del PIB anual. Como se observa en el Cuadro 7, este resultado proviene de la agregación de un déficit del sector público no financiero, por 1,6% del PIB, unos costos de reestructuración financiera, de 0,4% del PIB y un superávit de caja del Banco de la República y el Fogafin, de 0,3% y 0,1% del PIB, respectivamente. Es importante anotar que el déficit acumulado a junio supera en más de

**CUADRO 7
DÉFICIT DE OPERACIONES EFECTIVAS 1/
DEL SECTOR PÚBLICO CONSOLIDADO, PRIMER SEMESTRE**

Concepto	Miles de millones de pesos		Porcentaje del PIB	
	2001	2002 (pr)	2001	2002 (pr)
Eléctrico	259,0	76,0	0,1	0,0
FAEP	325,0	(424,0)	0,2	(0,2)
Ecopetrol	890,0	1.414,0	0,5	0,7
Telecom	185,0	31,0	0,1	0,0
Resto de entidades 2/	410,0	613,0	0,2	0,3
Seguridad social	406,0	587,0	0,2	0,3
Regional y local	(24,0)	936,0	(0,0)	0,5
Fondo Nacional del Café	34,0	(85,0)	0,0	(0,0)
1. Subtotal sector descentralizado	2.485,0	3.148,0	1,3	1,5
2. Gobierno Nacional	(4.383,0)	(6.321,0)	(2,3)	(3,1)
A. Total sector público no financiero (SPNF) (1 + 2)	(1.898,0)	(3.173,0)	(1,0)	(1,6)
B. Pérdidas y ganancias de caja del Banco de la República	709,0	563,0	0,4	0,3
C. Pérdidas y ganancias de caja de Fogafin	64,0	270,0	0,0	0,1
D. Costo de la reestructuración financiera	(813,0)	(753,0)	(0,4)	(0,4)
E. Ajustes	(343,0)	248,0	(0,2)	0,1
F. Total sector público consolidado (A + B + C + D + E)	(2.281,0)	(2.845,0)	(1,2)	(1,4)

(pr) Preliminar.

1/ Déficit (-) o superávit (+).

2/ Incluye EPM y Emcali.

Fuente: Confis.

CUADRO 8
GOBIERNO NACIONAL CENTRAL
OPERACIONES EFECTIVAS DE CAJA, ENERO-SEPTIEMBRE (PR)
(MILES DE MILLONES DE PESOS)

	2001	2002	Crecimiento anual 2002/2001
I. Ingresos totales (A + B)	23.179,0	23.679,0	2,2
A. Tributarios	19.285,0	19.575,0	1,5
Renta	8.117,0	8.188,0	0,9
IVA interno	5.365,0	5.798,0	8,1
IVA externo	2.280,0	2.283,0	0,1
Gravamen	1.588,0	1.517,0	(4,5)
Gasolina	864,0	719,0	(16,8)
Transacciones financieras	1.044,0	1.038,0	(0,6)
Otros	27,0	32,0	18,5
B. Otros ingresos	3.894,0	4.104,0	5,4
II. Gastos totales (A + B + C)	28.233,0	30.776,0	9,0
A. Intereses	6.679,0	7.391,0	10,7
Externos	2.375,0	2.824,0	18,9
Internos	4.304,0	4.567,0	6,1
B. Funcionamiento	17.959,0	19.980,0	11,3
Servicios personales	4.392,0	4.697,0	6,9
Gastos generales	1.137,0	1.198,0	5,4
Transferencias	12.430,0	14.085,0	13,3
C. Inversión	3.595,0	3.405,0	(5,3)
III. Déficit (-) o superávit (+) de caja (I - II)	(5.054,0)	(7.097,0)	40,4
IV. Financiamiento (A + B + C + D)	5.054,0	7.097,0	40,4
A. Crédito externo neto	5.802,0	(474,0)	(108,2)
Desembolsos	9.024,0	2.468,0	(72,7)
Amortizaciones	3.222,0	2.942,0	(8,7)
B. Crédito interno neto	3.651,0	4.605,0	26,1
Desembolsos	10.666,0	11.483,0	7,7
Amortizaciones	7.015,0	6.878,0	(2,0)
C. Venta de activos	181,0	0,0	(100,0)
D. Otros	(4.580,0)	2.966,0	(164,8)
V. Déficit como porcentaje del PIB	(2,7)	(3,5)	

(pr) Preliminar.

Fuente: Dirección del Tesoro Nacional.

\$700 mm la meta establecida por el Gobierno en el acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI).

A nivel sectorial, las cifras revelan un déficit de 3,1% del PIB en las finanzas del Gobierno Nacional Central y un superávit de 1,5% del PIB en el sector descentralizado. Frente al primer semestre de 2001, la situación fiscal del Gobierno se deterioró en 0,8 puntos del PIB, reflejo del poco crecimiento de los recaudos tributarios como consecuencia del bajo nivel de actividad económica. Frente a la proyección

semestral de ingresos tributarios elaborada por el Confis, se observa una reducción en los recaudos superior a \$700 mm, que se concentra en renta, IVA externo y aduanas.

Sobre el comportamiento fiscal del sector descentralizado, se puede destacar el aumento en el superávit de Ecopetrol, que en el período considerado ascendió de 0,5% a 0,7% del PIB, y la utilización de \$424 mm de los recursos del Fondo de Ahorro y Estabilización Petrolera (FAEP) por parte de Ecopetrol

y las regiones. Así mismo, se puede destacar el balance fiscal del conjunto de entidades regionales y locales que en los primeros seis meses del año registra un superávit equivalente al 0,5% del PIB.

2. Las operaciones de caja del Gobierno

Al terminar el mes de septiembre, las operaciones de caja del Gobierno Nacional Central contabilizan un déficit por valor de \$7.097 mm, el cual representa el 3,5% del PIB. Este resultado proviene de comparar ingresos por \$23.679 mm frente a pagos de operaciones efectivas por \$30.776 mm (Cuadro 8).

Respecto al período enero-septiembre de 2001, los ingresos y gastos registraron un aumento de 2,2% y de 9,0%, respectivamente. A pesar de la caída en el recaudo de algunos impuestos, los ingresos tributarios totales registran un incremento de 1,5% gracias al repunte en el IVA interno cuyo recaudo se expandió 8,1% en términos nominales. Los gravámenes arancelarios y los impuestos a la gasolina y a las transacciones financieras son los rubros que presentan el peor desempeño durante el período con reducciones de 4,5%, 16,8% y 0,6%, en su orden. El comportamiento en el recaudo de los gravámenes estuvo asociado a la caída de las importaciones y a

la eliminación de la “tasa especial de servicios aduaneros”. La reducción de los ingresos provenientes del impuesto a la gasolina refleja principalmente la disminución de la tarifa por galón, la cual, en promedio, pasó de \$564,95 en el período enero-septiembre de 2001 a \$527,12 en el mismo período de 2002.

Con referencia a los pagos, se observa una caída de 5,3% en inversión y un crecimiento de 11,3% y 10,7% en funcionamiento e intereses de la deuda, respectivamente. Dentro de los pagos de funcionamiento, los servicios personales aumentan 6,9%, los gastos generales 5,4% y las transferencias 13,3%.

El financiamiento del déficit de caja recayó sobre el crédito interno y la utilización del portafolio de la Tesorería General. Por fuentes de recursos, el crédito externo neto fue negativo en \$474 mm con desembolsos por \$2.468 mm y amortizaciones de \$2.942 mm. Por su parte, el crédito interno neto ascendió a \$4.605 mm producto de desembolsos por \$11.483 mm frente a amortizaciones de \$6.878 mm. Las colocaciones de TES B ascendieron a \$10.799 mm, de los cuales \$5.158 mm corresponden a subastas y \$5.641 mm a inversiones convenidas y forzosas.

II

CONTEXTO INTERNACIONAL

En los últimos meses, la economía mundial ha continuado sometida a una crisis de confianza. Hasta septiembre, esta crisis se había manifestado en una caída de los índices accionarios a nivel global y en una menor demanda de deuda de emisores que no gozan de grado de inversión, como es el caso de entes corporativos y de gobiernos de naciones emergentes. Para varios países de Latinoamérica, en especial para aquellos que enfrentan transiciones en sus gobiernos, el nerviosismo de los mercados ha implicado un cierre en las fuentes de financiamiento externo.

La mayor aversión y la menor disposición a financiar gasto por parte de los mercados, ha incrementado las dudas sobre la solidez de la recuperación mun-

dial. La incertidumbre ha venido en aumento a medida que se conocen nuevas cifras sobre el desempeño económico de los Estados Unidos, que sugieren un ritmo de crecimiento mucho menos vigoroso del que se anticipaba hace unos meses y que muestran crecientes desbalances externos e internos, cuyo ajuste aún no se vislumbra con claridad. Esta menor posibilidad de crecimiento en los Estados Unidos ha obligado a reducir las perspectivas de crecimiento de los otros países industrializados y de la economía mundial, dado el arrastre que sobre él ejerce el desempeño de la economía norteamericana (Cuadro 9).

En el caso de los Estados Unidos, aunque durante el segundo y tercer trimestres del año la economía conti-

CUADRO 9
TASA DE CRECIMIENTO ANUAL Y PRONÓSTICOS PARA LAS PRINCIPALES
ECONOMÍAS SOCIAS COMERCIALES DE COLOMBIA

	2001	2002		2003	
		Actual	Anterior	Actual	Anterior
Mundo					
Estados Unidos	0,3	2,4	2,7	3,1	3,6
Zona del euro	1,5	1,3	1,4	2,9	2,3
Japón	(0,3)	(0,8)	(0,5)	1,0	1,1
América Latina					
Argentina	(4,4)	(14,7)	(13,4)	1,1	0,5
Brasil	1,5	1,2	2,1	2,6	3,6
Chile	2,8	2,0	2,9	3,6	4,7
Ecuador	5,6	2,4	3,8	3,3	4,0
México	(0,3)	1,6	1,6	4,0	4,4
Perú	0,2	3,4	3,3	3,2	3,7
Venezuela	2,8	(5,7)	(3,8)	0,3	0,7

Nota: Actual y anterior se refieren a septiembre de 2002 frente a abril de 2002.

Fuente: Datastream con base en los pronósticos de *Consensus Economics*, (septiembre de 2002).

nuó expandiéndose, su ritmo ha sido bastante bajo comparado con las expectativas iniciales. Las proyecciones de crecimiento para el cuarto trimestre son igualmente modestas, debido a que se espera una disminución en el crecimiento del gasto privado en consumo e inversión.

Son varias las razones que explican las menores posibilidades de crecimiento de la mayor economía mundial. En primer lugar, el comportamiento reciente de los mercados accionarios y los efectos de las irregularidades contables han desembocado en un efecto riqueza negativo, deteriorando la confianza de los consumidores y frenando el repunte de la inversión privada. En segundo lugar, el vigor del gasto del consumidor está comprometido debido al alto nivel de endeudamiento de los hogares, lo cual podría generar problemas de estabilidad económica hacia el futuro si los hogares no reciben un flujo adecuado y creciente de ingresos como consecuencia de una economía debilitada. Finalmente, la inestabilidad en el Medio Oriente y la posible confrontación con Irak, es otro factor de posibles impactos negativos sobre la confianza del consumidor y su nivel de gasto.

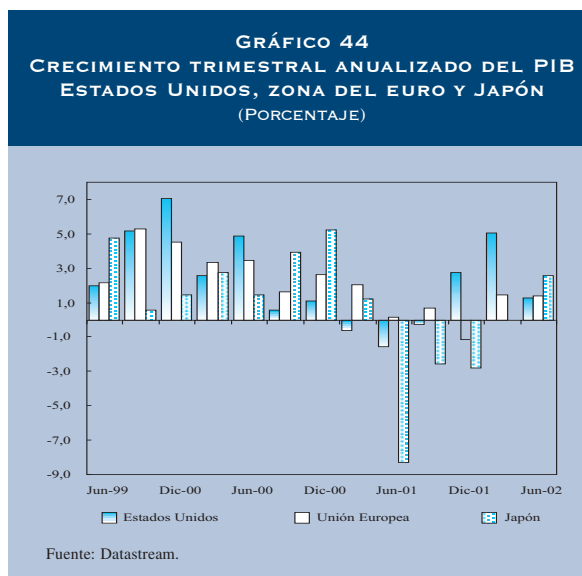
Por su parte, las economías de la zona del euro y la del Japón continuaron su proceso de recuperación. Sin embargo, las perspectivas de crecimiento de estos países son limitadas debido al estancamiento de su demanda interna y las menores exportaciones esperadas como consecuencia de las débiles perspectivas de crecimiento en los Estados Unidos y la reciente revaluación del euro y el yen.

América Latina también sufrió un deterioro drástico en sus perspectivas económicas. Durante el tercer trimestre, la región enfrentó una fuerte agitación en los mercados de capitales, en gran parte, por un efecto contagio de la coyuntura política brasileña, por la incertidumbre acerca de la recuperación en los Estados Unidos, y por la mayor aversión al riesgo de los inversionistas locales e internacionales asociada al alto nivel de endeudamiento público de varios países. Estos factores estuvieron acompañados de una gran volatilidad cambiaria y de un incremento de las primas de riesgo.

A. VISIÓN GENERAL

El principal problema que enfrenta la recuperación de la economía global es la debilidad que exhibe el crecimiento de los Estados Unidos. Esto se hizo evidente con el bajo crecimiento reportado durante el segundo trimestre y con la revisión en las cifras históricas de crecimiento. En efecto, el Departamento de Comercio revisó a la baja las cifras de crecimiento económico desde 1999, dejando en claro que el auge experimentado a finales de la década pasada fue menos espectacular que el inicialmente anunciado y además, que la recesión económica de 2001 fue más profunda y prolongada que la inicialmente reportada. Esta revisión en las cifras se tradujo en unos menores estimativos de crecimiento de la productividad, cuestionando la contraparte real de los índices accionarios y la sostenibilidad de los niveles de endeudamiento privados.

Durante el segundo trimestre del año, el PIB real de los Estados Unidos alcanzó una tasa de crecimiento anualizada de 1,3%, frente al 5,0% registrado durante el primer trimestre¹³ (Gráfico 44). Si bien a nivel general, todos los componentes de la demanda agre-



¹³ La cifra de crecimiento revisada para el primer trimestre del año, es menor en 1,1 puntos porcentuales que la inicialmente anunciada.

gada registraron tasas de crecimiento positivas, la fuerte desaceleración observada fue consecuencia de los menores niveles de inversión privada residencial, de la desaceleración en los consumos privado y público, y de las mayores importaciones.

Para el tercer trimestre, se siguieron observando signos de debilitamiento. En su reporte del 11 de septiembre, el Fed¹⁴ señaló que, durante julio y agosto, ocho de los 12 distritos económicos en los que esta entidad divide a la Nación registraron una disminución en la actividad manufacturera y un crecimiento débil en las órdenes de pedidos. En este sentido, la producción industrial se contrajo en septiembre, por primera vez en ocho meses, al tiempo que el índice NAPM¹⁵ bajó a 49,5 permitiendo inferir un decrecimiento en la producción, mientras que el sentimiento de los consumidores se ubicó en su menor nivel desde noviembre de 2001. Finalmente, la tasa de desempleo se situó en 5,7% a finales de agosto, 0,8 puntos porcentuales por encima de la tasa registrada en igual período de 2001, mientras que los reclamos al seguro de desempleo continuaron aumentando, evidenciando así, la debilidad del mercado laboral.

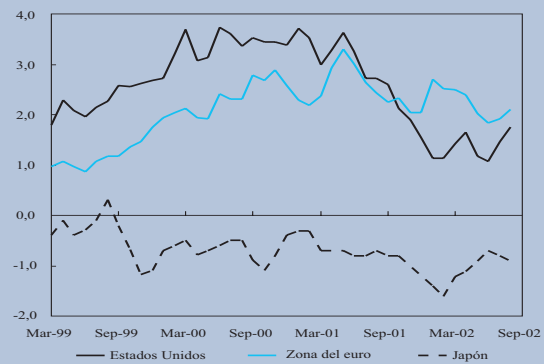
En materia de precios, durante julio y agosto, la tasa de inflación anual se situó en 1,5% y 1,8%, respectivamente (Gráfico 45). Por su parte, la inflación básica en estos dos meses se estabilizó alrededor del 2,5%. En un ambiente de estabilidad de precios, ante las menores perspectivas de crecimiento económico y gracias a la baja utilización de capacidad instalada, la cual en agosto se situó en el menor nivel observado desde 1983, no se prevén brotes inflacionarios significativos en relación con los costos o de la demanda durante todo 2002.

A raíz de la fragilidad en el proceso de recuperación económica y gracias a los buenos resultados de infla-

¹⁴ Información obtenida del "Beige Book" del Fed.

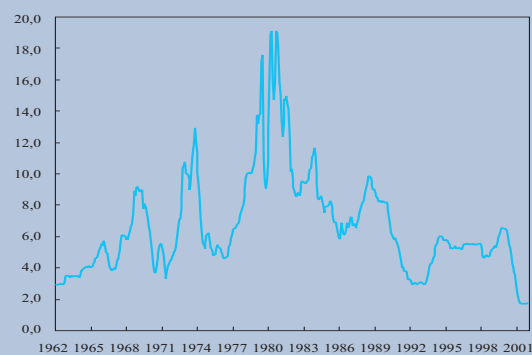
¹⁵ El índice NAPM mide el nivel de actividad manufacturera. Cuando éste se sitúa por debajo de los 50 puntos es interpretado como una contracción de toda la economía.

GRÁFICO 45
TASAS DE INFLACIÓN PARA ECONOMÍAS INDUSTRIALIZADAS
1999:03-2000:08
(PORCENTAJE)



Fuente: Datastream.

GRÁFICO 46
TASA DE INTERVENCIÓN DEL FED
(PORCENTAJE)



Fuente: Datastream.

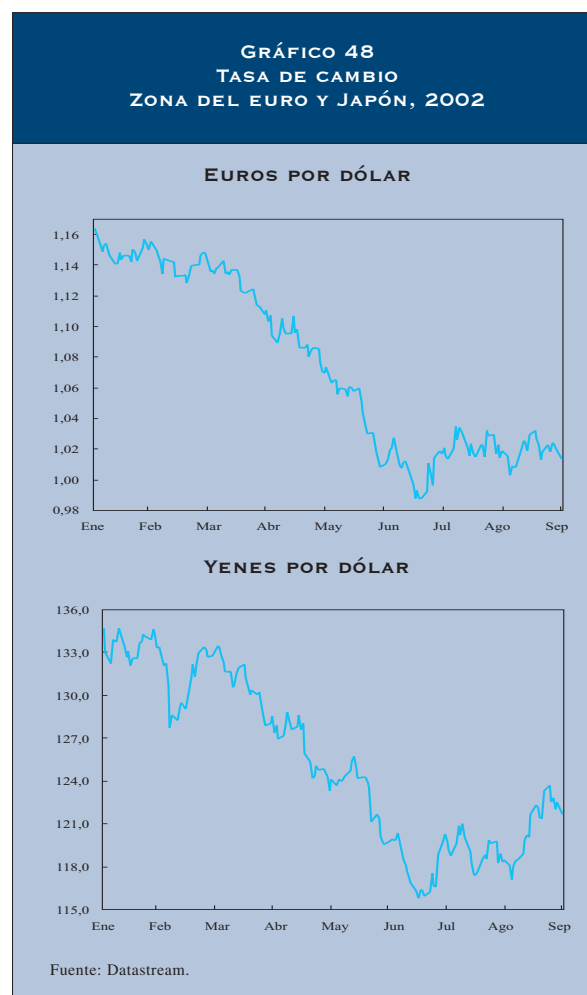
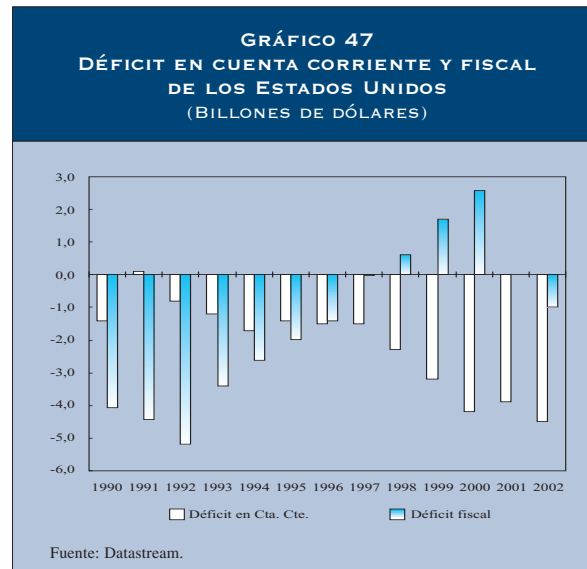
ción, el Fed ha mantenido constante su tasa de intervención en 1,75% (Gráfico 46). Este nivel nominal es equivalente a una tasa de interés real negativa, algo que no se había observado en toda la década anterior. Para el corto plazo, diversos analistas internacionales no prevén cambios en la tasa de intervención y solo advierten incrementos durante 2003. Ello, incluso, a pesar de que se esperan mayores presiones inflacionarias por los precios de los combustibles.

A la fecha, las perspectivas de crecimiento futuro para los Estados Unidos enfrentan importantes amenazas debido al creciente déficit externo, al mayor déficit fiscal proyectado y al crecimiento del nivel

de endeudamiento privado (Gráfico 47). Ello, en parte, como respuesta a estos desbalances el dólar se ha devaluado fuertemente respecto al euro y al yen desde mayo. Hacia finales del tercer trimestre, la devaluación se moderó, indicando que la moneda estadounidense puede haber alcanzado un nuevo piso en el corto plazo (Gráficos 48). En principio, el debilitamiento del dólar debería ayudar a la corrección del desbalance externo. Sin embargo, al ser también consecuencia de la menor propensión de los mercados a financiar el consumo y la inversión norteamericana podría estar sugiriendo la necesidad de un ajuste en la demanda privada, el cual, de llevarse a cabo, repercutiría negativamente sobre el crecimiento en el mediano plazo.

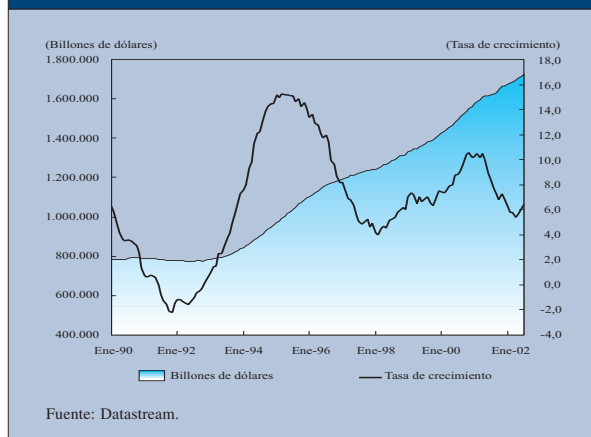
En las dos últimas décadas la deuda del sector privado, y especialmente la de los hogares, se ha incrementado rápidamente alcanzando niveles históricamente altos (Gráfico 49). Detrás de esta tendencia se encuentran las tasas de interés nominales relativamente bajas imperantes durante casi toda la década de los años 90, el aumento de la riqueza de los hogares, en parte, por el incremento en el precio de la finca raíz, y el fuerte crecimiento del ingreso real. Sin embargo, en el mediano plazo, ninguno de estos factores parecería estar en capacidad de sostener incrementos adicionales en el nivel de endeudamiento. En opinión de analistas internacionales esto se traducirá en un menor consumo de los hogares, el cual, en el último año, ha sido el principal motor de crecimiento de la economía estadounidense.

La capacidad para que las autoridades económicas adelanten una política anticíclica es ahora limitada, dados los compromisos que el actual Gobierno adquirió para reducir los impuestos y el hecho que el superávit fiscal se haya desvanecido. Para este año se proyecta un déficit fiscal de -1,0% del PIB, por primera vez desde 1996. A lo anterior se suma el poco espacio con que cuenta la política monetaria para fomentar el crecimiento vía reducciones adicionales en la tasa de interés, que ya se encuentra en los niveles más bajos de los últimos 50 años (Gráfico 46). El espacio es incluso menor si se tiene en cuenta tanto las posibles presiones inflacionarias provenientes de



un incremento en los precios del petróleo, como también que los crecientes déficit fiscal y en cuenta corriente pueden exigir incrementos en las tasas de interés hacia el futuro para hacerlos financiables.

GRÁFICO 49
CRÉDITO AL CONSUMO
EN LOS ESTADOS UNIDOS



El resultado de la interacción de estos factores hace difícil prever que en el futuro cercano la economía podría alcanzar tasas de crecimiento similares a las de los años 90, comprometiendo, por lo tanto, la capacidad de los Estados Unidos para jalonar la recuperación de las demás economías. El consenso de los analistas internacionales estima que la economía estadounidense finalizará 2002 con una tasa de crecimiento cercana al 2,4% y en 2003 alcanzará una tasa de crecimiento de 3,1%. Estas previsiones son menores que las ya presentadas en este informe en 0,3 y 0,5 puntos porcentuales, respectivamente (Cuadro 9).

Al igual que en los Estados Unidos, los países de la zona del euro durante el segundo trimestre crecieron a media marcha. En este período, el crecimiento trimestral anualizado fue de 1,4% cifra similar a la reportada en el primer trimestre. La expansión económica fue jalonada por un repunte en las exportaciones, una fuerte contracción de las importaciones y una ligera recuperación en el consumo privado (Gráfico 44).

Hacia finales del tercer trimestre del año, no se percibían cambios importantes en esta tendencia. Las encuestas disponibles no indicaban ningún aumento significativo en la producción mientras que las ventas al por menor se redujeron, el crecimiento del empleo permaneció lento y la confianza de los consumidores cayó en septiembre. Así, los indicadores disponibles a la fecha junto con la reciente evolu-

ción negativa de los mercados financieros, los mayores precios del petróleo y la revaluación del euro, la cual podría reducir el potencial exportador de la región sugieren que el crecimiento económico en lo que resta del año no se recuperará. El consenso de analistas internacionales redujo su proyección de crecimiento para 2002 en 0,1 puntos porcentuales con respecto a lo previsto hace tres meses, al situarla en 1,3%. Para 2003 se espera una ligera aceleración, de tal manera que el crecimiento podría estar cercano al 2,9% (Cuadro 9).

Por su parte, los datos recientes de inflación para la zona del euro confirman la estabilización de la misma alrededor del 2,0%. En agosto, ésta se situó en 2,1%, mientras que la inflación básica ha permanecido constante en 2,4% desde junio pasado (Gráfico 45). Adicionalmente, los pactos de incremento salarial se han ubicado en torno al 2,5% durante el segundo trimestre confirmando las menores expectativas de inflación y la confianza de los empresarios en cuanto al cumplimiento de la meta de inflación del Banco Central Europeo (BCE). Por otro lado, se espera que el débil crecimiento económico junto con la revaluación del euro ayude a consolidar la estabilización de la inflación (Gráfico 48). De concretarse estas previsiones, se estaría despejando el camino para una política monetaria menos restrictiva por parte del BCE, razón por la cual no se descarta un recorte en las tasas de intervención antes de finalizar el año.

En cuanto a la economía japonesa, durante el segundo trimestre su tasa de crecimiento anualizada fue de 2,6% frente a un crecimiento prácticamente nulo durante el primer trimestre (Gráfico 44). Una vez más, el crecimiento exhibido respondió, principalmente, a las mayores exportaciones, aunque el consumo privado y el público también presentaron tasas de crecimiento positivas. Por el contrario, la inversión privada continuó reduciéndose, si bien a un ritmo menor que el registrado en los últimos seis trimestres.

En la actualidad, la economía japonesa parece haber iniciado un proceso de recuperación gradual, si bien este es relativamente frágil. Indicadores líderes como

la confianza de los inversionistas y las órdenes de maquinaria han crecido, la utilización de la capacidad instalada continuó repuntando, mientras que la producción industrial alcanzó una tasa de crecimiento de 6,5% en julio, la más alta desde noviembre pasado.

De todas maneras, a la fecha, las perspectivas de crecimiento en el corto plazo dependen significativamente del desarrollo en el sector exportador. En este escenario, una demanda externa posiblemente más débil que la anteriormente prevista y los mayores precios del petróleo junto con la revaluación del yen pueden haber reducido las posibilidades de una recuperación rápida y profunda, por lo que las perspectivas de crecimiento económico para 2002 y 2003 son menores que las previstas en el *Informe sobre Inflación* pasado (Gráfico 48 y Cuadro 9).

La leve mejoría en el crecimiento económico de Japón, en los últimos trimestres, permitió corregir parte de las tendencias deflacionarias que se observaban desde finales de 1998. Esta situación ha hecho posible que el Banco Central del Japón mantenga su meta monetaria en el rango de 10 a 15 billones de yenes y su disposición de proporcionar amplia liquidez para ayudar a recuperar la estabilidad en los mercados financieros. En razón de la menor demanda externa prevista, especialmente por parte de los Estados Unidos, analistas internacionales redujeron marginalmente sus proyecciones de crecimiento para esta economía en el corto plazo. Así, se espera que Japón presente una tasa de crecimiento de -0,8% y 1,0% en 2002 y 2003, respectivamente (Cuadro 9).

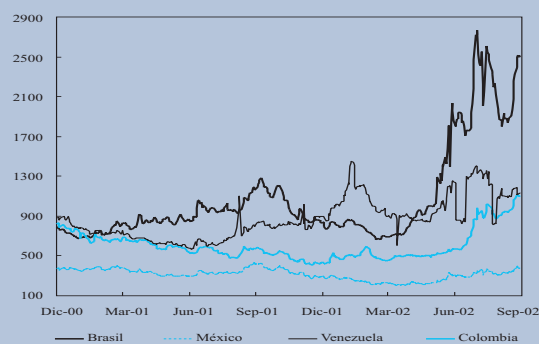
B. AMÉRICA LATINA

Durante el tercer trimestre, las perspectivas de crecimiento económico para la mayoría de los países latinoamericanos han sufrido un deterioro significativo. En el frente externo, el débil crecimiento reportado por los Estados Unidos y el resto de las economías industrializadas, así como las menores perspectivas para el próximo año, ensombrecen el panorama económico de la región debido a las menores exportaciones y a la reducción en los precios de los productos básicos de

exportación. La percepción de riesgo de los inversionistas se vio, además, fuertemente afectada por diversos acontecimientos políticos, principalmente por la incertidumbre electoral en Brasil, y por señales que sugieren que varios países, encabezados por Uruguay, podrían enfrentar problemas para honrar sus obligaciones externas en los próximos meses. Todos estos factores condujeron a una gran turbulencia en los mercados financieros y al virtual cierre del financiamiento externo para la región. La conjugación de los factores ya enumerados ha dejado al descubierto debilidades estructurales, principalmente relacionadas con el tamaño y la sostenibilidad de sus deudas públicas, lo que a su vez, ha reforzado la percepción de riesgo hacia la región, provocando un incremento importante en el *spread* de la deuda soberana en la mayoría de los países y una aceleración de la devaluación de las diferentes monedas (Gráfico 50 y Cuadro 10).

Para lo que resta del año, el sentimiento de los mercados dependerá, en gran medida, del desenlace de los acontecimientos políticos en Brasil. La primera vuelta de las elecciones presidenciales arrojó como ganador al candidato del Partido de los Trabajadores, Luiz Inacio Lula da Silva, y todo parece indicar que en la segunda vuelta ganará por una cómoda mayoría. Un triunfo de Lula no necesariamente implica mayores problemas siempre y cuando su administración continúe comprometida con políticas macroeconómicas sanas. Sin embargo, analistas internacionales consi-

GRÁFICO 50
SPREADS DE LA DEUDA SOBERANA A 10 AÑOS
PAÍSES LATINOAMERICANOS (*)
(PUNTOS BÁSICOS)



(*) Datos hasta el 29 de septiembre de 2002.
Fuente: Datastream.

CUADRO 10
DEVALUACIÓN DE LAS MONEDAS LATINOAMERICANAS
FRENTE AL DÓLAR ESTADOUNIDENSE

	Trimestral (*)	Anual	Año corrido
Argentina	(2,0)	274,4	274,8
Brasil	33,5	41,6	62,7
Chile	9,2	8,1	13,3
México	2,5	7,3	11,5
Perú	3,5	4,4	5,7
Venezuela	9,0	98,4	92,2
Uruguay	46,8	100,9	86,3

(*) Corresponde a la devaluación de septiembre vs. junio (fin de período).
Fuente: Datastream.

deran que los mercados seguirán nerviosos por un buen tiempo y posiblemente, ante un triunfo de Lula, continuarán castigando el financiamiento externo de Brasil.

De igual manera, incluso si los acontecimientos en Brasil se resuelven de una forma positiva, no se descartan problemas serios en otros países. Los más críticos tendrían lugar en Venezuela y Ecuador y lograrían opacar las tendencias favorables que se derivan de los mayores precios de petróleo para estas economías.

La situación política en Venezuela continuó siendo el problema más delicado para su desempeño macroeconómico. La inestabilidad política tras los incidentes registrados en abril se ha acentuado, y a raíz de la aprobación de leyes poco ortodoxas en contra de la propiedad privada, de los escándalos por malversación de los recursos del Fondo de Inversión para la Estabilidad Macroeconómica, del deterioro observado en las finanzas públicas y de los rumores de un nuevo golpe de Estado. En este escenario, la habilidad del Gobierno para conseguir financiamiento interno ha disminuido drásticamente, al tiempo que el flujo de capitales extranjeros al país se ha contraído, desembocando en una fuerte devaluación del bolívar, una mayor tasa de inflación, un empeoramiento del *spread* de la deuda soberana y finalmente, una aguda parálisis de la inversión y el consumo. Esta misma situa-

ción ha hecho que los mercados estén anticipando posibles problemas de liquidez en los próximos meses por parte del Gobierno, que podrían complicar el cumplimiento de sus obligaciones externas, pese a que el nivel de deuda no es alto y a los altos precios del petróleo.

En la actualidad, Venezuela enfrenta su segunda recesión de los últimos tres años, y no se vislumbra una pronta recuperación. Durante el segundo trimestre del año, el PIB real se contrajo a una tasa anual de -9,9% mientras que diversos indicadores económicos señalan que, a septiembre, la economía continuó contrayéndose. En el futuro cercano, no se vislumbra un mejoramiento en la situación política, lo cual claramente constituye la mayor fuente de inestabilidad económica. Ante este hecho y ante la negativa percepción de los mercados financieros internacionales hacia el país, el consenso de analistas internacionales ha recortado drásticamente la previsión de crecimiento para los dos próximos años. Actualmente, se espera que la economía se contraiga en 2002 a una tasa cercana al 5,7% menor en 1,9 puntos porcentuales que la prevista hace tres meses, mientras que en 2003, la economía podría estar creciendo a una tasa de sólo 0,3% (Cuadro 9).

Respecto al Ecuador, si bien continuó exhibiendo un crecimiento positivo durante el segundo trimestre del año (3,2%), el país parece haber entrado en una fase de crecimiento más lento en los últimos meses. En la actualidad, la economía ecuatoriana enfrenta tres obstáculos. En primer lugar, la mayor percepción de riesgo de los mercados financieros internacionales ha reducido fuertemente la entrada de capitales al país. Esta situación se ha complicado debido a las menores probabilidades de alcanzar un nuevo acuerdo con el Fondo Monetario Internacional, a la incapacidad del Gobierno saliente para realizar gran parte de las reformas institucionales necesarias para sustentar el crecimiento económico y a la fragilidad de las relaciones con los Estados Unidos. En segundo lugar, la persistente y alta inflación, la más alta del mundo medida en dólares, ha generado una pérdida de

competitividad cambiaria, conduciendo a un deterioro de la balanza comercial del país pese a los buenos precios del petróleo. Finalmente, el alto nivel de deuda del sector público¹⁶, cuyo servicio supera el 8,0% del PIB anual, unido a la falta de medidas para cerrar la brecha fiscal, incluso a pesar de los mayores ingresos petroleros. En conjunto, estos tres factores han ensombrecido las perspectivas de crecimiento de la economía ecuatoriana, al punto que el consenso de los analistas internacionales ha disminuido en 1,4 y 0,7 puntos porcentuales los pronósticos de crecimiento para 2002 y 2003, respectivamente (Cuadro 9).

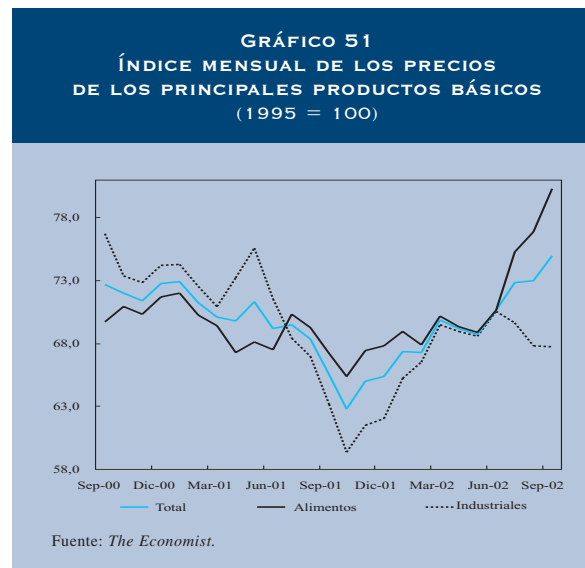
Finalmente, teniendo en cuenta las proyecciones de crecimiento económico para los principales socios comerciales de Colombia, el crecimiento global ponderado por volumen de comercio exterior colombiano en el año 2002 es de 1,0%, menor que el previsto el trimestre anterior (1,4%).

C. PRECIOS DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS

La tendencia ascendente del índice de precios de los principales productos básicos de *The Economist* observada a partir de octubre de 2001, con una corta interrupción en los meses de abril y mayo pasados, se mantuvo en el tercer trimestre del presente año. Entre junio y septiembre el índice aumentó 6,2%, 14,4% por encima del nivel observado en el mismo mes del año anterior (Gráfico 51).

El incremento en el índice de precios de productos básicos observado en el tercer trimestre se debió, principalmente, al comportamiento del grupo de alimentos. En el trimestre, el subíndice de precios promedio de los alimentos aumentó 13,7%, y en el mes de septiembre, 19,4%. Así mismo, la variación anual del subíndice de precios de los bienes industriales

¹⁶ En la actualidad, se estima que el monto total de la deuda externa bordea el 76% del PIB mientras que la deuda interna es del orden de 14% del PIB.



en septiembre fue de 7,3%, a pesar del descenso de este índice durante el trimestre (-4,0%).

El incremento en el subíndice de precios de los alimentos en los últimos meses es reflejo, en buena parte, de la reducción de inventarios motivada por factores climáticos¹⁷. Sin embargo, dado que los inventarios siguen siendo altos a pesar de las reducciones observadas, y que dichos factores son de carácter transitorio, algunos analistas esperan que en los próximos meses se frene esta tendencia. Por otra parte, se espera que el subíndice de precios industriales mantenga la tendencia descendente como consecuencia de las moderadas proyecciones de crecimiento global. Así, en los próximos meses no se prevén incrementos en los precios internacionales de los productos básicos, a excepción del petróleo, del cual se hablará más adelante.

Los recientes aumentos en los precios de los alimentos no se han visto reflejados en las inflaciones de países como los Estados Unidos y aquellos que son miembros de la zona del euro. Estas han descendido en los últimos meses y no se espera incrementos en el corto plazo. Tampoco las alzas en los precios de los alimentos se han reflejado en los de los bienes importados por Colombia, como lo sugiere la estabi-

¹⁷ Las condiciones climáticas adversas en los Estados Unidos, Canadá y Australia han reducido la oferta de granos, disminuyendo los inventarios y provocando alzas en los precios.

lidad en niveles bajos que, en los últimos meses, ha registrado el índice de precios implícitos que calcula el Banco de la República (Gráfico 52)¹⁸.

1. Petróleo

El precio internacional del petróleo aumentó durante el tercer trimestre del año, y en la última semana de septiembre superó los niveles definidos por la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) en su banda de referencia¹⁹. En el trimestre, el precio promedio del petróleo West Texas Intermediate (WTI) fue US\$29,0 por barril. Este nivel es superior en 7,8% al valor observado en el segundo trimestre de este año, y 5,9% más alto que el valor registrado en el tercer trimestre del año 2001 (Gráfico 53).

Como se ha venido señalando en informes anteriores, son dos los factores que han incidido en el comportamiento del precio del crudo en lo corrido del año y, especialmente, en el tercer trimestre. En primer lugar, los efectos de las reducciones en las cuotas de producción realizadas por la OPEP y algunos países productores de petróleo no miembros de la organización desde enero del año 2001²⁰. Estas reducciones han empezado a reflejarse en los inventarios de crudo, los cuales se han reducido de manera importante en lo corrido del año, especialmente en los Estados Unidos²¹. En segundo lugar, la incertidumbre

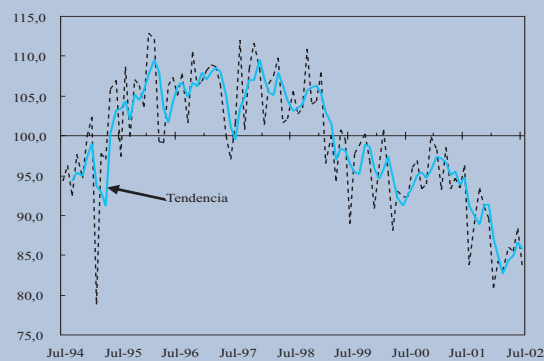
¹⁸ El índice de precios implícitos es de tipo Fischer y se estima a partir de la clasificación Cuode a dos dígitos. Los precios implícitos se derivan de la división entre el valor y el volumen de las importaciones. Se debe tener en cuenta que el comportamiento del índice es función del peso relativo de cada grupo dentro de las importaciones totales.

¹⁹ Los límites de la banda de referencia son de US\$22 y US\$28 por barril para la canasta de crudos de la OPEP. Estos precios en el indicador estadounidense WTI son equivalentes, aproximadamente, a US\$25 y US\$30 por barril.

²⁰ Los recortes realizados por la OPEP equivalen, aproximadamente, a cinco millones de barriles por día. El recorte de los países productores no miembros de la OPEP es, alrededor de 462.000 barriles por día.

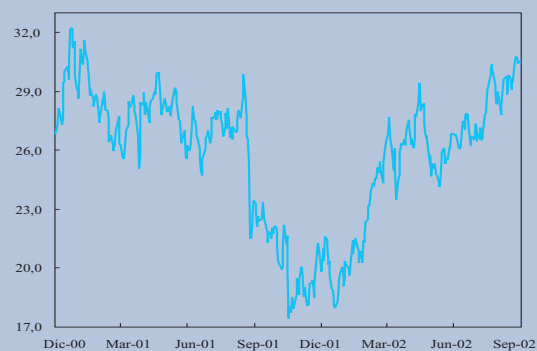
²¹ Según el informe de la Agencia Internacional de Energía en octubre, los inventarios de crudo en los Estados Unidos se redujeron 52 millones de barriles en siete meses, cifra que solo es superada por las caídas de inventarios de diciembre de 1990-enero de 1991 luego de la invasión de Iraq a Kuwait, y en diciembre de 1999.

GRÁFICO 52
ÍNDICE DE FISCHER DEL PRECIO DE LAS IMPORTACIONES SIN EQUIPO RODANTE DE TRANSPORTE



Fuente: Banco de la República, SGEE.

GRÁFICO 53
PRECIO DEL PETRÓLEO WTI
BOLSA DE NUEVA YORK
(DÓLARES POR BARRIL)



Fuente: Datastream.

generada por el conflicto en el Medio Oriente; incertidumbre que ha aumentado en el último mes debido a la posibilidad de una acción militar por parte de los Estados Unidos contra Iraq.

A pesar de los anteriores factores, en el tercer trimestre la OPEP mantuvo inalteradas las cuotas de producción basando su decisión en las proyecciones sobre crecimiento global moderado a final de año. Así mismo, la OPEP ha argumentado que el incremento en los precios se origina, en su mayor parte, en una "prima de guerra" y que los niveles de precios observados no han superado de manera sostenida el nivel superior de la banda de referencia.

Dado lo anterior, el comportamiento del precio del petróleo en lo que resta del año depende de los niveles de los inventarios de crudo y el camino que tome el conflicto entre los Estados Unidos e Iraq. En los últimos tres meses del año, los inventarios podrían continuar su descenso, lo cual unido a la incertidumbre generada por los posibles ataques de los Estados Unidos a Iraq, podría mantener los precios internacionales en niveles altos. Así, se estima que en los próximos meses los precios del petróleo fluctúen alrededor de US\$29 por barril, lo que significaría un precio promedio de US\$26 por barril en el año.

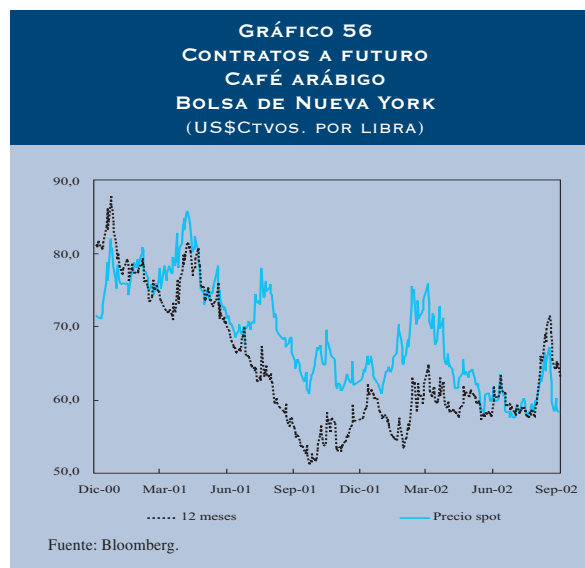
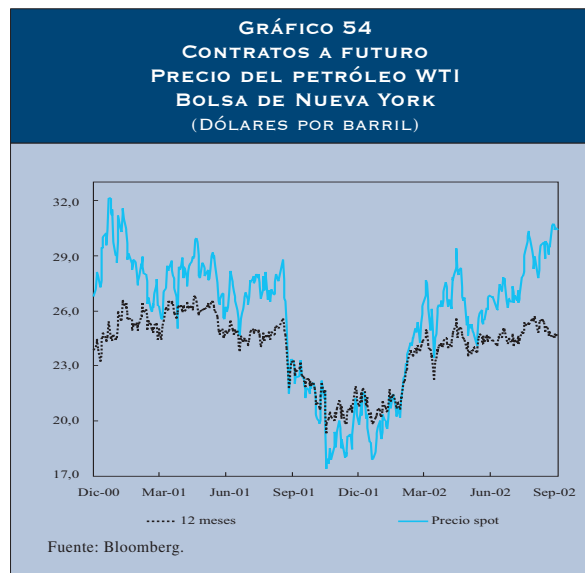
A pesar del incremento del precio del petróleo en el trimestre, los precios de los contratos a un año en la Bolsa de Nueva York permanecieron relativamente estables en este período. En efecto, para fin de septiembre la cotización de los contratos a futuro a un año se ubicaba en US\$24,8 por barril, nivel muy similar al observado al finalizar el mes de junio (US\$24,7 por barril) (Gráfico 54).

2. Café

Durante el tercer trimestre del año, el mercado del café siguió registrando excesos de oferta, por lo cual el precio del grano mantuvo la tendencia descendente registrada desde 1999, a pesar del leve repunte observado en la primera mitad del mes de septiembre. Así, entre junio y septiembre el precio del grano²² fue, en promedio, US\$60,3 centavos/libra, siendo inferior en 15,0% al registrado en igual trimestre de 2001 y 7,2% menor que el precio promedio observado en el segundo trimestre de este año (Gráfico 55).

Siguiendo el comportamiento del precio del café, el de los contratos a futuro en la Bolsa de Nueva York registró un incremento transitorio a principios del mes de septiembre. Este incremento se revirtió posteriormente, aunque no en su totalidad, por lo cual la cotización de los contratos a un año al finalizar el mes (US\$63,3 centavos/libra) fue superior en 5,6 centavos a la observada tres meses atrás (Gráfico 56).

²² El precio al que se hace referencia en esta sección es el del café arábigo-Colombia, cotizado en la Bolsa de Nueva York.



Actualmente no se observan condiciones que permitan pronosticar una recuperación del precio del café, excepto por cambios climáticos bruscos en algunos de los principales productores mundiales (principalmente en Brasil). Por otra parte, la mayor competitividad de Brasil, consecuencia de la devaluación reciente del real

y de los bajos costos de producción, es un elemento que en los últimos meses ha reducido las posibilidades de una caída de los inventarios de café en el corto plazo. Para todo el año, en ausencia de cambios climáticos bruscos en el futuro cercano, el precio promedio del café se espera sea de US\$65 centavos/libra.

III

EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN

A. ASPECTOS GENERALES

Al finalizar el tercer trimestre de 2002 la inflación anual al consumidor cerró en 6,0%, situándose en el mismo nivel de la meta de inflación establecida para este año. Después del incremento observado en el segundo trimestre, la inflación anual descendió en los meses de julio y agosto, para estabilizarse en septiembre en un nivel que resultó inferior a la inflación anual de junio pasado (6,2%) y de septiembre de 2001 (8,0%) (Gráfico 57 y Cuadro 11).

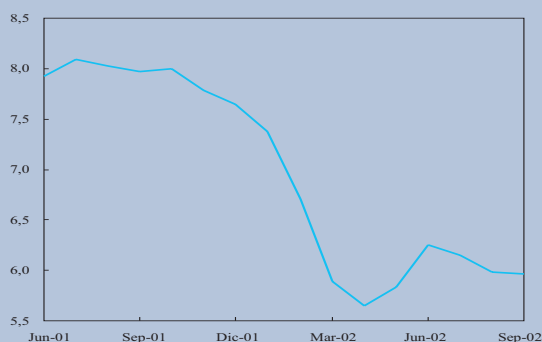
La inflación anual promedio para el tercer trimestre del año 2002 fue de 6,0%, siendo este nivel inferior en 0,2 puntos porcentuales a las estimaciones realizadas por el Banco de la República en el informe de junio²³. Por su parte, el promedio de la inflación sin alimentos en el tercer trimestre fue

5,0%, igual al pronóstico presentado en el informe pasado. En el caso de la inflación de los alimentos, la estimación realizada tres meses atrás (9,1%) se situó 0,5 puntos por encima del promedio observado en el tercer trimestre (8,6%). La sobrestimación de la inflación de alimentos se explica, especialmente, por la menor presión que ejerció el precio de la carne frente a las previsiones contenidas en el informe de junio.

La percepción de los agentes privados en torno al nivel que alcanzaría la inflación anual en septiembre, de acuerdo con la última encuesta de expectativas del Banco de la República del mes de julio, era pesimista. Mientras el índice de precios al consumidor (IPC) cerró el tercer trimestre con un crecimiento anual de 6,0%, los agentes esperaban en un nivel de inflación en septiembre cercano a 6,4%. Adicionalmente, los agentes mantuvieron estable las expectativas de inflación a un horizonte de tres, seis, nueve y 12 meses, con respecto a la anterior encuesta de expectativas. De otra parte, en dicha encuesta los agentes deterioraron su credibilidad en la inflación objetivo. Con respecto a la encuesta de abril (69,2%) un porcentaje menor de encuestados (53,8%) en julio creía en el cumplimiento de la meta.

Las presiones inflacionarias registradas en el tercer trimestre provinieron principalmente de algunos alimentos, en particular de la papa, de los ajustes ob-

GRÁFICO 57
INFLACIÓN ANUAL AL CONSUMIDOR
(PORCENTAJE)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

²³ Los pronósticos de inflación expuestos en este informe para cada trimestre se presentan en términos de promedios geométricos. Así, cuando se hace referencia al promedio trimestral, este corresponde al promedio geométrico de los valores mensuales.

CUADRO 11
INDICADORES DE INFLACIÓN
(VARIACIONES PORCENTUALES ANUALES)

	Dic-01	Mar-02	Jun-02	Sep-02
I. IPC	7,6	5,9	6,2	6,0
Alimentos	10,5	7,2	9,2	8,6
Vivienda	4,3	3,8	4,2	3,8
Vestuario	2,6	2,2	1,1	0,9
Salud	10,9	9,3	9,7	8,9
Educación	10,2	9,3	6,7	6,4
Cultura y esparcimiento	7,1	7,0	5,9	4,7
Transporte	8,9	5,8	5,0	5,1
Gastos varios	7,6	6,7	6,8	7,7
II. Inflación básica 1/	6,7	5,6	5,3	5,1
IPC sin alimentos	6,5	5,3	5,0	4,9
Núcleo 2/	7,4	6,0	5,8	5,6
IPC sin alimentos primarios, combustibles y servicios públicos	6,1	5,4	5,1	5,0
III. IPP	6,9	3,6	2,9	6,8
Según uso o destino económico				
Consumo intermedio	5,8	2,9	1,2	6,2
Consumo final	8,5	4,3	4,6	6,3
Bienes de capital	5,7	2,4	2,8	10,8
Materiales de construcción	7,4	5,0	5,0	6,4
Según procedencia				
Producidos y consumidos	7,7	4,4	3,4	5,5
Importados	4,6	0,8	1,6	10,7
Exportados 3/	(7,9)	(7,1)	(2,4)	15,5
Según origen industrial (CIU)				
Agríc., Silvíc. y pesca	7,6	2,4	2,1	6,8
Minería	(1,3)	1,7	2,1	22,4
Industria manufacturera	7,0	3,9	3,2	6,3

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 ítems 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.

servados en el transcurso del trimestre en los precios de la gasolina, de la fuerte devaluación de la tasa de cambio y de la recuperación de los márgenes de ganancia (*mark-up*) en las ramas de las medicinas y los servicios bancarios. Por el contrario, los factores de demanda continuaron contribuyendo a reducir la inflación, tal como se desprende del buen comportamiento del IPC, del grupo de arriendos, vestuario, diversión, cultura y esparcimiento, educación y servicios de la salud. A septiembre, estos grupos exhibieron un crecimiento anual de sus precios cercano o inferior a la meta de inflación del 6%.

Durante los próximos dos meses, es posible que la inflación supere transitoriamente la meta de inflación, como consecuencia de la presión que pueden generar los precios de los alimentos, en especial de la papa, y por los incrementos anunciados en el precio de la energía y los combustibles. A finales de año, sin embargo, se espera que la inflación anual de nuevo comience a moderarse gracias a menores incrementos en el precio de la papa y por la continuación de los leves ajustes en la inflación de demanda. De todas maneras, no se descarta algunas presiones como consecuencia de la fuerte devaluación observada desde mediados de año.

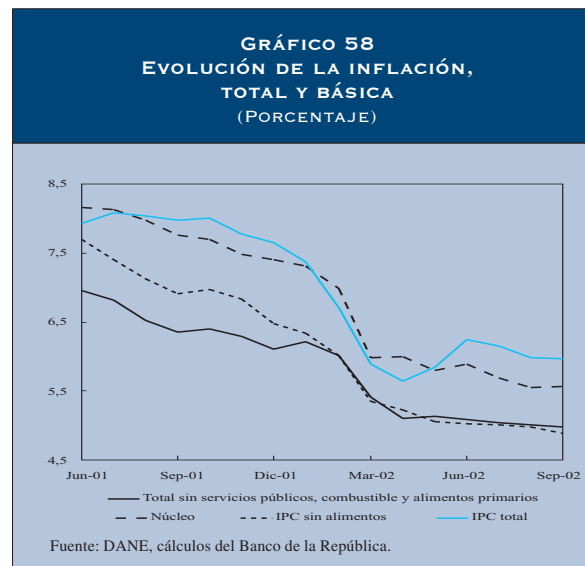
B. INFLACIÓN BÁSICA

En septiembre, la inflación básica, medida como el promedio del IPC sin alimentos, el núcleo inflacionario, y el IPC sin alimentos primarios, combustibles y servicios públicos, fue de 5,1%, inferior en 0,2 puntos porcentuales a la de junio de 2002 y en 1,9 puntos porcentuales a la observada en septiembre de 2001. Con respecto al mes de junio, todos los indicadores de inflación básica desaceleraron su crecimiento. El núcleo inflacionario fue el indicador que más bajó al pasar de 5,8% en junio a 5,6% en septiembre, mientras que el crecimiento del IPC sin alimentos y del IPC sin alimentos primarios, combustibles y servicios públicos, disminuyeron 0,1 puntos porcentuales (Cuadro 11 y Gráfico 58). De esta manera, en lo corrido del año no se observaron importantes presiones de demanda y se prevé que para el cuarto trimestre se mantenga esta tendencia, con lo cual se espera que al final de 2002 la inflación básica esté por debajo de la meta de inflación en cerca de un punto porcentual.

1. Lo positivo

El buen comportamiento de la inflación básica (inflación sin alimentos), en el tercer trimestre, es el reflejo de la desaceleración de la variación anual de los grupos de vivienda, vestuario, salud, educación y diversión (Cuadro 11 y Gráfico 59). A su vez, estos menores crecimientos de los componentes de la inflación básica están asociados con la debilidad de la demanda, cuyas principales manifestaciones en estos meses siguen siendo el bajo nivel de capacidad instalada al cual está operando la industria colombiana y la brecha negativa del PIB con respecto al producto potencial (capítulo I).

Otro factor que contribuyó a la desaceleración de la inflación básica fue el continuo descenso de los márgenes de comercialización. En el Gráfico 60 se presenta una aproximación a estos márgenes, medidos como la razón entre IPC sin servicios y el IPP consumo final. Su reducción desde el segundo trimestre de este año explica, en parte, que la



aceleración de la inflación del productor en los últimos tres meses no se ha transferido aún a la inflación al consumidor.

Un tercer factor favorable ha sido la baja inflación externa. En el corto plazo es factible que esta situación se mantenga, a raíz del bajo crecimiento esperado en los Estados Unidos, Europa y Asia. En consecuencia, se espera una menor presión sobre los precios de los principales productos básicos, lo cual compensaría, en parte, el impacto de la devaluación de la tasa de cambio sobre los precios del productor y al consumidor.

Adicionalmente, para lo que resta del año y el próximo no se prevén incrementos significativos en el costo de la mano de obra. Tanto la información de pactos salariales del Ministerio de Trabajo, como la última encuesta de expectativas del Banco de la República, muestran que las presiones inflacionarias provenientes de incrementos salariales se han reducido o se han mantenido estables para este año y para 2003 (capítulo I). Las expectativas de costos laborales a la baja son aún más alentadoras para el próximo año si tenemos presente que, de acuerdo con el programa de ajuste fiscal del Gobierno, los salarios del sector público se congelarían por dos años consecutivos (capítulo I). En la medida en que los salarios públicos son un precio de referencia en el mercado laboral, su congelamiento podría conducir a bajos ajustes en los salarios del sector privado.

GRÁFICO 59
INFLACIÓN ANUAL DEL IPC POR GRUPOS
 (PORCENTAJE)

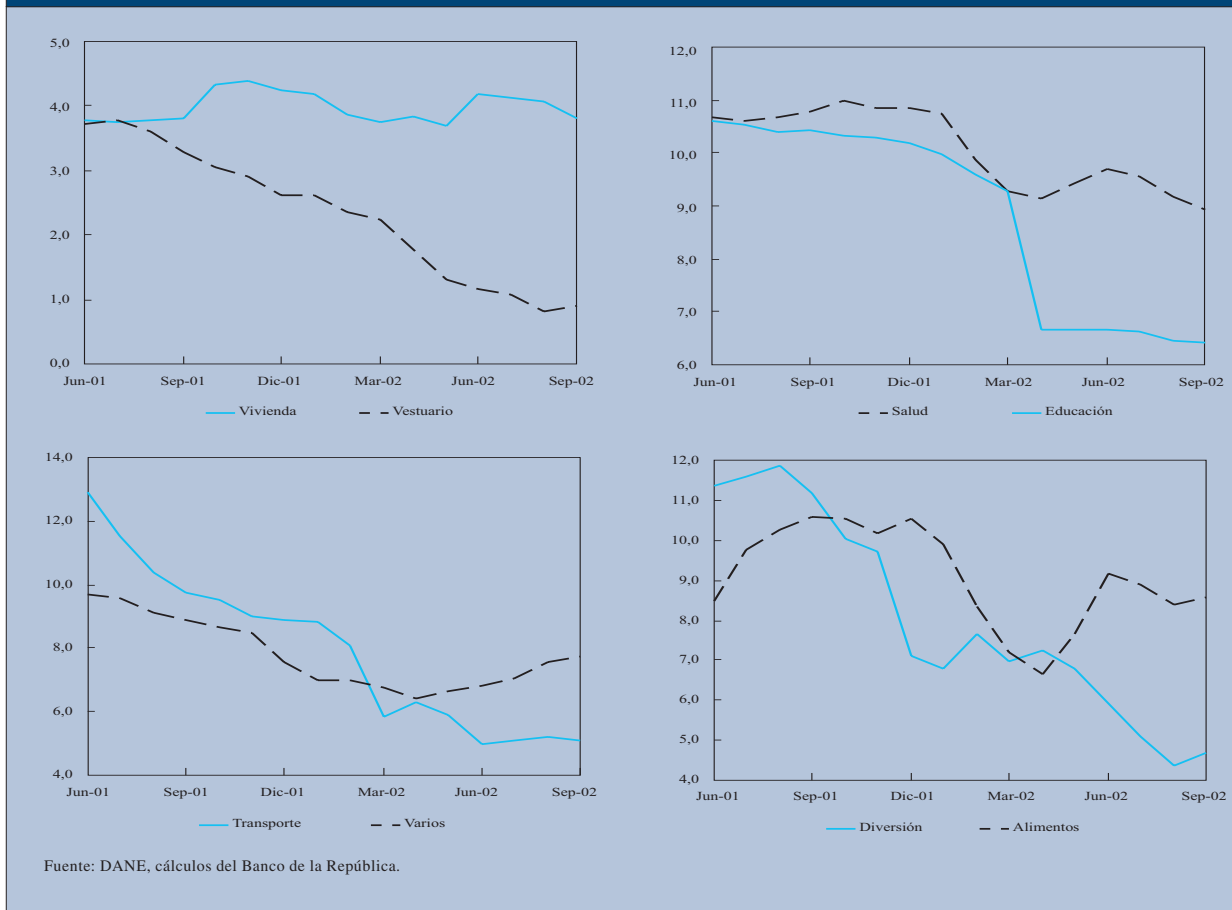
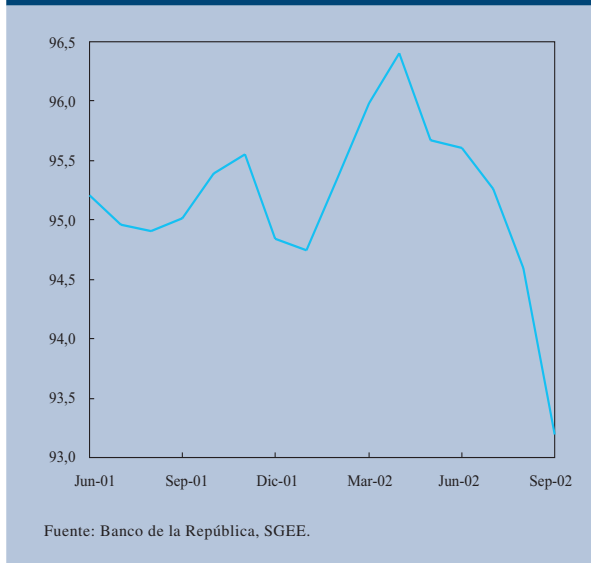


GRÁFICO 60
PRECIOS RELATIVOS
IPC SIN SERVICIOS / IPP CONSUMO FINAL
 (DICIEMBRE DE 1998 = 100)



Por último, y como se mencionó en el informe de junio pasado, el buen desempeño de la inflación básica es reflejo, también, de la política monetaria adoptada por la Junta Directiva del Banco de la República, cuya postura ha sido coherente con las metas de inflación y con el objetivo de la estabilización de precios en el largo plazo. Gracias a ello, la política ha ganado credibilidad y ha contribuido a moderar las expectativas de inflación de los agentes económicos.

2. Lo negativo

En contraste con el anterior panorama, en el tercer trimestre del año los grupos que contribuyeron a jalar hacia arriba la inflación básica fueron el transporte y los gastos varios.

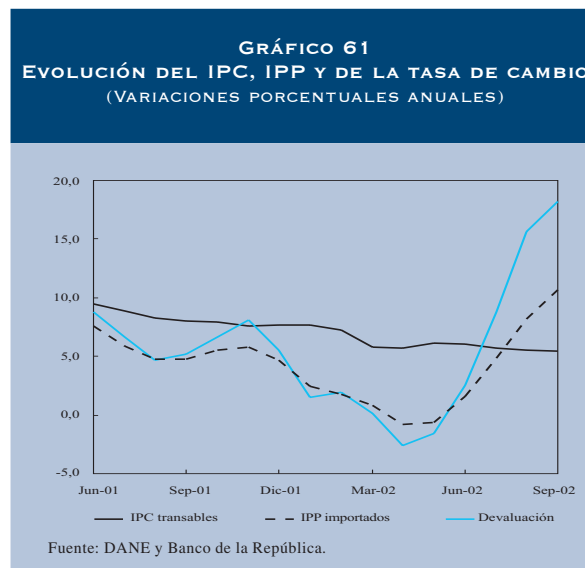
En el caso del grupo transporte, el repunte marginal de su inflación anual de 5,0% a 5,1% se explica en

gran medida por los incrementos programados en el precio de la gasolina. El Ministerio de Minas y Energía venía congelando el precio de la gasolina en determinados meses. Sin embargo, el nuevo Gobierno contempla la posibilidad de regresar al esquema de fijar las cotizaciones internas de la gasolina de acuerdo con el precio internacional del crudo, medido en pesos. Como el precio del crudo se ha mantenido en niveles altos y la tasa de cambio se ha devaluado significativamente, se espera que los combustibles sigan contribuyendo a acelerar la inflación en lo que resta del presente año y en 2003. Se estima que ajustes en el precio interno de la gasolina equivalentes a 10,0% se traducen en incrementos adicionales de la inflación de 1,0%.

Respecto al subgrupo de otros gastos en transporte (insumos del transporte), sus precios pasaron de crecer 5,3% en junio a 5,1% en septiembre. Aunque este subgrupo desaceleró su crecimiento, se espera que para el resto del presente año y 2003 siga con cierto rezago la dinámica de los combustibles y acelere su crecimiento de precios, como ya se percibe en la canasta del índice de precios del productor (IPP).

Por su parte, la inflación anual del grupo gastos varios se aceleró entre junio (6,8%) y septiembre (7,7%), al comenzar a transmitirse la mayor devaluación de la tasa de cambio a varios productos que lo componen (licores, artículos de aseo y relojes). Es probable que esta tendencia de mayor inflación se mantenga hasta final de año por el alto componente importado de este grupo. Adicionalmente, el rubro de servicios bancarios contribuyó a un mayor ajuste anual en el IPC de gastos varios entre junio y septiembre de este año.

Dentro de los factores impulsores de la inflación básica, en el tercer trimestre, se destaca los costos no laborales capturados por la inflación del IPP de importados. A la par con el despegue del precio del dólar en mayo pasado, se disparó el crecimiento del IPP de importados, sin que este incremento se haya transferido todavía a la inflación al consumidor (Gráfico 61).



Al analizar con más detalle el IPP es muy factible que las presiones inflacionarias de costos estén represadas. Efectivamente, la variación anual del IPP entre junio (2,9%) y septiembre (6,8%) se incrementó significativamente, pero más aún el componente importado del IPP, el cual pasó de crecer 1,6% en junio a 10,7% en septiembre. Por su parte, el componente de consumo final, aquella parte del IPP más cercana a la canasta del consumidor, experimentó una menor aceleración (Cuadro 11).

C. INFLACIÓN TRANSITORIA

Luego de una notable aceleración en todo el segundo trimestre, la inflación de alimentos presentó una corrección en su tendencia en el tercer trimestre del año. La inflación de alimentos de septiembre (8,6%) fue inferior en 0,6 puntos porcentuales a la registrada en junio pasado (9,2%). A diferencia del segundo trimestre, los alimentos contribuyeron, en promedio, a desacelerar la inflación anual total entre junio y septiembre.

Esta menor inflación de los alimentos, al cierre del tercer trimestre, es consecuencia directa de la desaceleración del crecimiento en los precios de la carne y de las hortalizas, cuyas dinámicas compensaron el fuerte incremento en el precio de la papa (de 8,0%

en junio a 51,3% en septiembre). La desaceleración del ritmo de crecimiento del IPC de la carne está asociado a la moderación de la fase de retención ganadera. De acuerdo con el criterio de Fedegan, es factible que en el segundo semestre del año 2003 la ganadería colombiana entre en una fase de liquidación, caracterizada por un alto sacrificio y precios reales a la baja

Pese a lo anterior, se espera que la inflación de alimentos en el último trimestre del año registre un incremento adicional, jalonada por el precio de la papa. Para el año 2003 se prevé que la inflación de alimentos se sitúe por debajo de la inflación promedio. Esta caída en los precios relativos de los alimentos se originaría por el menor incremento en el precio de la carne, por la corrección a la baja en el precio de la papa, por los mayores montos de créditos que se han aprobado, en los últimos ocho meses, para incrementar la producción, al menos en los primeros ocho meses del año, y por las mejores expectativas que tienen los inversionistas agrícolas de acuerdo con la última encuesta de opinión empresarial agropecuaria del Centro de Estudios Ganaderos y Agrícolas (CEGA).

En el informe de junio aún se mantenía la incertidumbre en torno a la presencia del fenómeno de “El Niño” en el segundo semestre de este año. De acuerdo con la Agencia Atmosférica y Oceanográfica de los Estados Unidos (NOAA), dicho fenómeno se inició a comienzos del segundo semestre de este año.

Por lo pronto, la incertidumbre se centra en torno a la duración e intensidad del fenómeno. Las previsiones de la NOAA sugieren que el actual fenómeno de “El Niño” se extendería hasta comienzos de 2003 y su intensidad sería entre moderada y baja. Como se señaló en junio, el fenómeno de “El Niño” generará efectos negativos sobre la productividad agrícola (estimada en una caída del 5%), con una leve incidencia al alza en los precios de los alimentos.

En este informe aún se mantiene la posible fuente de presión inflacionaria, asociada al incremento del precio internacional del petróleo. De acuerdo con los pronósticos de la Agencia Internacional de Energía esta presión inflacionaria debe mantenerse para lo que resta del año, al repuntar el precio internacional del crudo de US\$28,4 promedio para el tercer trimestre a US\$30,4 promedio para el cuarto trimestre. Este escenario de precios altos en el crudo se debe mantener en 2003 según las apreciaciones de dicha agencia y de la OPEP y podría acentuarse ante un eventual conflicto bélico en Oriente Medio (capítulo II).

Por último, otra fuente de presión inflacionaria se origina en la reforma tributaria anunciada por el nuevo Gobierno. Como se mencionó en el informe pasado, una reforma al IVA puede generar un choque hacia arriba en la inflación. Este choque sería transitorio y como tal no tiene por qué provocar ajustes en la postura de la política monetaria.

IV

PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN

En los últimos tres meses, la economía colombiana ha estado expuesta a varios choques externos e internos que han hecho particularmente incierta la evaluación de las perspectivas económicas en el mediano plazo y, en particular, los pronósticos sobre inflación y crecimiento para el próximo año. En el frente externo, sobresalen los obstáculos que enfrenta la reactivación de la economía americana y el virtual cierre de los mercados de capitales para América Latina. A nivel interno, y en parte como consecuencia de los acontecimientos externos, se destacan los problemas relacionados con la sostenibilidad de la deuda pública en el largo plazo y las dificultades que podría enfrentar el Gobierno para financiar el déficit fiscal durante los próximos años.

Debe señalarse, sin embargo, que el avance en las negociaciones con el FMI, y la mayor certeza acerca del financiamiento de 2003 han inducido una corrección en los *spreads* de la deuda soberana y en la tasa de cambio, en momentos en que se escribía este informe. Esta situación podría mantenerse en los próximos meses, dependiendo del avance de la agenda legislativa y de la evolución del entorno internacional.

A. LOS CHOQUES EXTERNOS

Algunos de los choques externos ya estaban presentes desde finales del segundo trimestre y fueron señalados en el *Informe sobre Inflación* de junio. Tal es el caso de los problemas de confianza que han venido afectando a la economía de los Estados Unidos a raíz de los escándalos corporativos de comienzos de año, y que condujeron a una caída de los índices accionarios.

Los problemas de confianza se han agudizado por el muy regular desempeño económico desde julio. Las cifras más recientes para la economía estadounidense no solo muestran un retroceso de la inversión, sino un preocupante desánimo de los consumidores, grupo que en el último año y medio ha sido la principal fuente del crecimiento de la demanda. A lo anterior se suman las perturbaciones originadas por la situación en Iraq, y su efecto potencialmente desestabilizador sobre el precio del petróleo.

En los últimos meses, se observó un incremento importante de la aversión al riesgo por parte de los inversionistas de ese país, lo que acentuó la caída en los índices accionarios. La mayor aversión al riesgo en el mercado financiero de los Estados Unidos, también se tradujo en una menor apetencia de los inversionistas por bonos corporativos que no gozan de grado de inversión y por bonos de deuda emitidos por los países emergentes, en particular por los países latinoamericanos.

La corrida hacia activos más seguros también se manifestó en una menor demanda de activos denominados en dólares y en favor de activos denominados en euros y en yenes, lo cual condujo a una devaluación del dólar frente a estas dos monedas. De esta forma, en los últimos meses se ha venido produciendo un cambio en la dirección de los flujos de capital, los cuales habían fluído desde Europa y Japón hacia los Estados Unidos, desde mediados de los años 90, permitiendo financiar el crecimiento de los niveles de endeudamiento en dicho país y un creciente déficit en cuenta corriente.

La menor disponibilidad de capital externo en los Estados Unidos se presenta en momentos en que el

sector privado mantiene un nivel de deuda considerablemente mayor que el observado a mediados de la década del noventa (capítulo II) y cuando el país exhibe su mayor déficit en cuenta corriente desde 1992 (4,6% proyectado para 2002).

Adicionalmente, las políticas de reducción de impuestos por parte de la administración Bush y la reducción de los ingresos del Gobierno como consecuencia de la contracción económica del año pasado han conducido, por primera vez en seis años, al surgimiento de un déficit fiscal que se proyecta en 1% para 2002, y que de acuerdo con diversos analistas será difícil de cerrar en los próximos años.

Así, el ahorro neto que generó el sector público en años anteriores y que facilitó el endeudamiento del sector privado sin presionar las tasas de interés, muy probablemente se reducirá este año y los siguientes. Lo anterior hace prever que la política de bajas tasas de interés, adelantada por el Fed, enfrentará dificultades en el mediano plazo.

Si se confirman las mayores presiones sobre las tasas de interés, las empresas y los consumidores enfrentarían un encarecimiento en sus estrategias de financiamiento. Esto se daría en momentos en que existe alta incertidumbre sobre las ganancias e ingresos futuros, por el desplome de los índices bursátiles y por el cuestionamiento de las ganancias en productividad de los últimos cinco años. El efecto sobre los consumidores se vería en una disminución de su ingreso disponible después de deducir el pago de los costos financieros, lo cual podría resentir su capacidad de gasto.

Hasta la fecha, el consumo privado en los Estados Unidos se ha mantenido relativamente dinámico. Ello ha sido posible gracias a las bajas tasas de interés y a que la finca raíz, que representa buena parte de la riqueza de los hogares, ha mantenido precios favorables, compensando la caída de los precios de las acciones. Gracias a estas circunstancias, la riqueza de los consumidores norteamericanos se ha mantenido relativamente estable.

En el caso de América Latina, la mayor preferencia por activos de bajo riesgo que se observa en los mercados financieros ha significado una interrupción de los flujos de capital hacia varios países. Esta situación ha sido agravada por los problemas de estabilidad política e incertidumbre económica que enfrentan países de gran peso en la región como Brasil y Venezuela.

Adicionalmente, el cierre de los mercados de capitales para América Latina se presenta en momentos en que países como Uruguay, Brasil, Ecuador y Colombia, entre otros, registran altos niveles de deuda pública y muestran déficit fiscales significativos. Ello ha alimentado temores sobre posible insolvencia de varios de los gobiernos, generando especulación sobre los tipos de cambio. La turbulencia se ha extendido por la región y ha empezado a contagiar incluso a países que presentan situaciones económicas más sólidas como Chile y, en menor medida, México.

Como se precisa más adelante, la complicada coyuntura externa puede tener repercusiones sobre el crecimiento y la inflación en Colombia a través de varios canales. Entre ellos, sobresale el real, a través del efecto sobre las exportaciones, y el financiero, a través del efecto en los flujos de capital, el tipo de cambio y, la tasa de interés.

B. LOS CHOQUES INTERNOS

Las cifras del sector público al segundo trimestre del año arrojaron un déficit fiscal mayor que el acordado en el programa financiero con el FMI y dejaron en claro que el déficit del sector público para el año completo va a ser superior a la meta acordada con dicha entidad. Los mercados han recibido con reserva estos resultados, pues siembran dudas sobre la capacidad del sector público para reducir sus necesidades de financiamiento neto en momentos en que la deuda pública se ha incrementado a niveles preocupantes del 49,6% del PIB²⁴.

²⁴ Esta cifra hace referencia a la deuda neta interna y externa del sector público no financiero proyectada para finales de 2002.

El deterioro de la situación fiscal ha sido el resultado de unos recaudos del Gobierno Central para 2002, menores que los esperados. Una de las causas del bajo nivel de recaudo es la reducción en el ritmo de crecimiento económico desde finales del año pasado. Sin embargo, el deterioro fiscal también obedece al mayor servicio de la deuda en pesos que ha generado la aceleración de la devaluación desde mediados del segundo trimestre del presente año.

La mayor incertidumbre en torno al tema fiscal y la alta aversión al riesgo por parte de los mercados externos provocó, a partir de agosto, una reducción importante en la demanda de títulos de deuda del Gobierno, tanto de los TES como de los negociados en el mercado externo, con la consiguiente caída en sus precios y el incremento en las tasas de interés. Entre julio y agosto, las tasas de los TES negociados en el mercado secundario se incrementaron cerca de 300 pb en promedio para los títulos con vencimiento entre uno y 10 años. Así mismo, la prima de riesgo soberano para la deuda colombiana emitida a 10 años se incrementó más de 400 pb, situándose alrededor de 1.000 pb, a finales de septiembre.

Las medidas propuestas por el nuevo Gobierno para hacer frente al deterioro fiscal y a las mayores necesidades de gasto militar incluyen un impuesto transitorio al patrimonio de 1,2%, cuyo recaudo se está efectuando desde septiembre y se extenderá hasta el próximo año. El Gobierno también planea extender el IVA, incrementar transitoriamente la tarifa del impuesto a la renta, y congelar los gastos del Gobierno Central entre otros. Las reformas al gasto serían presentadas al constituyente primario para su aprobación a través de un referendo. El paquete de medidas también incluye la eliminación del subsidio al consumo de gasolina y la estabilización financiera de las empresas de energía eléctrica vía la actualización de sus tarifas reales. Finalmente, el Gobierno contempla un proceso de reestructuración del Estado que genere ahorros fiscales significativos en el mediano plazo (capítulo II).

Todas estas reformas propuestas o en aplicación representan choques importantes sobre el sector real

que son difíciles de cuantificar. Adicionalmente, a través de su impacto sobre la demanda o directamente por su impacto en precios, representan choques sobre la inflación de los próximos años que no se habían tenido en cuenta en informes anteriores.

Conviene señalar que los anuncios del Gobierno acerca de la obtención de recursos para el financiamiento de 2003, el respaldo de las entidades multilaterales al programa económico del Gobierno, y el acercamiento a un nuevo acuerdo con el FMI, han generado un cambio en el comportamiento de los mercados que se ha reflejado recientemente, en una reducción importante en la tasa de cambio, en las tasas de los TES, y en los *spreads* de la deuda soberana. Dependiendo del avance de las reformas que se están discutiendo en el Congreso y de la evolución del entorno internacional, esta mejoría en las expectativas podría sostenerse para los próximos meses.

Por otro lado, si bien los recursos externos son suficientes para servir la deuda, el cabal cumplimiento del cronograma de desembolsos es crucial para evitar problemas de liquidez de corto plazo. Adicionalmente, parte del financiamiento interno del Gobierno podría efectuarse el próximo año a mayores tasas y menores plazos que los observados en el presente. Lo anterior unido a las dificultades en el frente externo incrementan la incertidumbre de los pronósticos de inflación y de otras variables macroeconómicas como el tipo de cambio.

C. LOS SUPUESTOS DE LOS PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN

El mayor nerviosismo y la desconfianza de los mercados financieros internacionales han forzado a los analistas a reducir las proyecciones de crecimiento para las economías industrializadas y para buena parte de las economías emergentes. Para este informe de precios, recogemos el pronóstico de *Consensus Forecast* sobre crecimiento de la economía de los Estados Unidos para 2002 y 2003, de 2,4% y 3,1%, respectivamente. Estos pronósticos son inferiores a

los utilizados en el informe de precios de junio (2,7% y 3,6%), cuando ya se había efectuado una corrección a la baja frente a lo presentado en el informe del primer trimestre.

Como se explica en detalle en el capítulo II de este informe, la nueva reducción de las perspectivas de crecimiento de la economía norteamericana en el corto y mediano plazos obliga a reducir los pronósticos de crecimiento para el resto de economías industrializadas y emergentes, dado el liderazgo que este país ejerce sobre el desempeño económico global. No se considera factible que Japón o la Unión Europea puedan impulsar crecimiento mundial, por lo menos en el corto plazo. En el caso del Japón, por los problemas crónicos que enfrenta su sistema financiero y en el caso de la economía europea, por la serie de rigideces estructurales que la aquejan, especialmente con su mercado laboral.

En lo referente a las economías latinoamericanas, el efecto del menor crecimiento de la economía de los Estados Unidos tiene lugar a través de la menor demanda externa y de la reducción de sus términos de intercambio. En esta oportunidad, hay que agregar además, el efecto del cierre del mercado de capitales para la región, que implicará menor capacidad para financiar inversión y consumo en lo que resta del año, y durante el próximo, en caso de que esta situación se prolongue.

Ambos choques conllevan a una reducción sustancial de las perspectivas de crecimiento de América Latina (capítulo II). Para el caso de nuestros dos principales socios comerciales en la subregión, Venezuela y Ecuador, la situación luce aún más complicada dados los problemas de orden político por que atraviesan.

En Venezuela, durante el primer semestre el producto se contrajo y la devaluación del bolívar se aceleró, afectando la demanda de productos colombianos, tal y como habíamos anticipado en los informes anteriores. Para el resto del año se espera que esta situación se mantenga y para el próximo no se anticipa una mejoría sustancial.

En cuanto a Ecuador, el crecimiento del primer semestre fue aceptable, lo que le permitió a Colombia mantener un buen ritmo exportador hacia ese país. Sin embargo, en lo que resta del año se vislumbran dificultades que podrían frenar el crecimiento en el mediano plazo.

Finalmente, tanto en Venezuela como en Ecuador, los mayores precios del petróleo en lo corrido del año, y las expectativas de que se mantengan altos en caso de que se concrete una acción militar en Irak, no han logrado despejar las dudas sobre las debilidades estructurales de sus economías y recuperar sus perspectivas de crecimiento.

Para Colombia, el complicado escenario externo, tanto en las economías industrializadas encabezadas por los Estados Unidos, como en las economías de la subregión, tiene repercusiones sobre la inflación y el crecimiento por canales muy diversos, algunos de los cuales ya fueron identificados en informes anteriores.

El efecto principal sobre el crecimiento se presenta a través de las menores posibilidades de expansión que enfrentan nuestras exportaciones, por la debilidad de la demanda externa. Esta situación ya se hizo evidente con la desaceleración del valor de las exportaciones no tradicionales, por la contracción que se produjo en las dirigidas a Venezuela y a los Estados Unidos principalmente. Para la segunda mitad del año se esperan problemas adicionales en este frente por una desaceleración de las ventas dirigidas a Ecuador. Este mercado puede encontrarse cerca del punto de saturación para los productos colombianos, a lo cual se suman constantes anuncios sobre medidas proteccionistas que podrían entrar en vigencia a finales del año²⁵.

Los únicos factores de expansión que tienen nuestras exportaciones no tradicionales en la actualidad se derivan de la aceleración de la devaluación en los últimos

²⁵ Invocando los instrumentos de protección del Pacto Andino, Ecuador podría imponer aranceles adicionales a los productos colombianos equivalentes a la devaluación registrada por el peso colombiano en los últimos meses.

tres meses y de la aprobación del ATPA extendido. Sin embargo, la mayor devaluación no necesariamente permite abrir nuevos mercados en circunstancias como las actuales, cuando varios de nuestros principales competidores en el mercado externo, como Brasil, Argentina, Venezuela, Chile y México, han registrado también importantes devaluaciones en sus monedas. En cuanto al ATPA, probablemente se traducirá en mayores posibilidades de exportaciones hacia los Estados Unidos para productos como textiles y confecciones, pero su efecto no será inmediato y en el corto plazo, probablemente, no va a ser suficiente para compensar la caída de las exportaciones hacia otros destinos²⁶.

Ante la debilidad de la demanda externa, la fuente principal de crecimiento para los próximos meses será la demanda interna. Las cifras de crecimiento de la primera mitad del año revelaron que el consumo y la inversión privada, principalmente en construcción, fueron los elementos de la demanda más dinámicos.

Los indicadores sectoriales del tercer trimestre muestran que el consumo privado ha seguido expandiéndose a una tasa superior a la del promedio de la economía. Algo similar puede decirse con respecto a la inversión privada, básicamente por el efecto de la recuperación de la construcción de vivienda. Así mismo, teniendo en cuenta las adiciones presupuestales que el Gobierno ha efectuado, se espera un incremento en el gasto público dirigido a seguridad que puede tener alguna incidencia favorable sobre el consumo doméstico en el corto plazo.

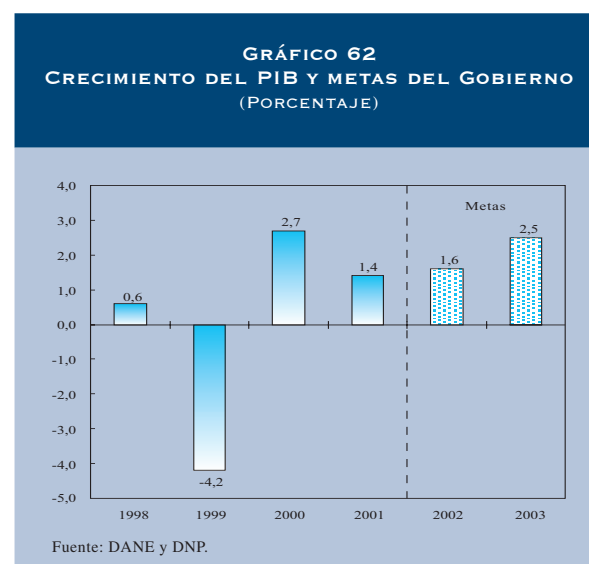
Teniendo en cuenta lo anterior, para este informe se considera que el crecimiento para todo 2002 puede ser ligeramente mayor que el previsto hace tres meses, en línea con los pronósticos del Gobierno. Recientemente el Gobierno incrementó las proyecciones de crecimiento a 1,6% para el año 2002, 0,4 puntos porcentuales mayores que las previstas hace tres me-

²⁶ Según estimaciones de la ANDI, el ATPA podría representar exportaciones adicionales por US\$350 m en 2003 y 2004 y para el año 2006 se estima que estas alcanzarían US\$1.000 m.

ses. Esto supondría que durante el segundo semestre del año el PIB crecería a una tasa de 1,8%, algo mayor que lo observado en el primer semestre, con lo cual se mantiene la leve aceleración del crecimiento registrado en el segundo trimestre. El crecimiento durante el segundo semestre estaría respaldado por un mayor aumento del consumo interno, tanto público como privado, y por una mayor inversión en construcción. Se espera que el resto de la inversión privada y las exportaciones disminuyan su tasa de crecimiento (Gráfico 62).

El crecimiento previsto para el resto del año y para el próximo no debe generar presiones inflacionarias de demanda. La economía continúa operando por debajo de su potencial como lo señalan los bajos niveles de utilización de capacidad instalada de la industria (capítulo I). Igualmente, el mercado laboral sigue mostrando un importante exceso de oferta de trabajo al juzgar por la elevada tasa de desempleo y por la creciente Tasa Global de Participación. Finalmente, las estimaciones sobre la brecha del producto efectuadas por el Banco de la República muestran que el PIB observado en lo corrido de 2002 ha estado por debajo del PIB potencial en 2,6%, y que suponiendo un crecimiento de 2,5% para 2003, tal y como lo hace el Gobierno, la brecha se mantendrá en terreno negativo.

No obstante lo anterior, conviene recordar que las estimaciones sobre el nivel y ritmo de crecimiento



del PIB potencial suelen estar rodeadas de una alta incertidumbre. Una contracción o estancamiento de la inversión, como ha sucedido en Colombia en los últimos cinco años, tiende a reducir el potencial de crecimiento del país en el largo plazo, lo cual es difícil de incorporar en las estimaciones de la brecha del producto. Algo similar sucede con la emigración de fuerza de trabajo calificada a gran escala, como puede estar sucediendo en Colombia en la actualidad.

Fuera del efecto sobre el crecimiento, la turbulencia internacional puede tener efectos sobre la inflación a través del canal del tipo de cambio. De mantenerse la incertidumbre en la solidez de la recuperación de la economía de los Estados Unidos y si no se resuelve satisfactoriamente la transición política en varios países de Latinoamérica, es muy probable que los mercados financieros sigan manteniendo su alta aversión al riesgo, y continúen reacios a financiar deuda de emisores corporativos o de países de la región. Esta menor disponibilidad de capital externo tenderá a mantener las presiones sobre las monedas de los países de la región, existiendo el riesgo de que se presenten presiones inflacionarias.

Si bien Colombia no está completamente libre de un contagio, en las últimas semanas el Gobierno ha realizado gestiones en los frentes externo e interno que buscan proteger la economía de eventuales sobresaltos externos. En el frente externo, el Gobierno se ha centrado en la obtención de recursos externos de la banca multilateral por US\$1.842 millones²⁷, los cuales son suficientes para atender el servicio de la deuda externa durante el año 2003. En el frente interno, el Gobierno adelanta gestiones para la aprobación de las ya mencionadas reforma tributaria y de congelamiento del gasto del Gobierno Central por dos años. Con estas dos últimas medidas se espera reducir el déficit del sector público el próximo año a 2,5% del PIB, un nivel más compatible con la solvencia financiera del país en el largo plazo.

²⁷ Estos US\$1.842 millones no incluyen la ventanilla de emergencia del BID. De este total, US\$1.554 millones estarían dirigidos al Gobierno y US\$288 millones al resto del sector público.

Para el presente informe se supone que la estrategia del Gobierno tendrá un efecto favorable sobre la estabilidad cambiaria. Este supuesto no descarta un retroceso del tipo de cambio nominal en caso de que los eventos externos que han producido el cierre de los mercados financieros de capital desaparezcan o se moderen.

Pese a la mayor estabilidad cambiaria prevista, en el presente informe se estima algún impacto de la devaluación observada sobre la inflación. El traspaso de la devaluación depende de cuatro factores. En primer lugar, de la magnitud de la devaluación, en segundo lugar, de la duración del episodio de devaluación, en tercer lugar, de la fase del ciclo económico en que se encuentre la economía y por último, de la tendencia que exhiban los precios externos. Aunque el lento crecimiento económico proyectado para el país y las perspectivas de una moderada inflación externa (capítulo II) contribuyen a disminuir el impacto de la devaluación sobre la inflación, su nivel acumulado hasta septiembre (23,4% fin de período año corrido) y su duración (desde mayo) ya han sido suficientes para generar algunas presiones inflacionarias puntuales en los próximos trimestres.

Además del crecimiento y la devaluación, otro factor que puede determinar el comportamiento de la inflación, especialmente durante el próximo año, es el de los costos laborales. Los altos niveles de desempleo permiten anticipar pocas presiones inflacionarias en este frente. Adicionalmente, los anuncios sobre un posible congelamiento de buena parte de los salarios del sector público pueden estimular bajos reajustes salariales en el sector privado.

Finalmente, los indicadores sobre expectativas de inflación siguen mostrando que los agentes confían en niveles de inflación cercanos al 6% para finales de 2002 y para el primer semestre de 2003. De acuerdo con la última encuesta de expectativas realizada por el Banco de la República en el mes de julio, el promedio de los encuestados esperaba una inflación de 6,4% para diciembre de este año y de 6,3% para junio del próximo. Las expectativas no variaron de manera importante frente a las medidas en abril, a

pesar de que la encuesta de julio coincidió con un repunte transitorio de la inflación total (Gráfico 63).

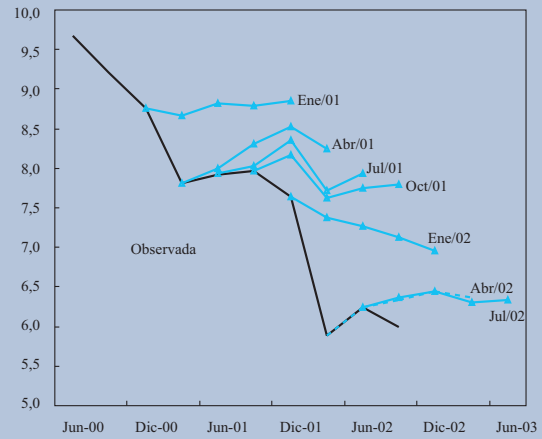
D. LAS PROYECCIONES DE INFLACIÓN

La inflación total al consumidor proyectada para el promedio del cuarto trimestre es 6,1%, algo mayor que la presentada hace tres meses (5,8%), pero consistente con la meta de 6% establecida para el mes de diciembre por la Junta Directiva del Banco hace un año (Gráfico 64).

El ligero repunte del pronóstico de inflación al consumidor, se explica cerca de su totalidad por una proyección mayor para la inflación de alimentos a finales de año, 9,2% para el promedio del cuarto trimestre, que la presentada en el informe de junio (8,2%) (Gráfico 65). Tal y como lo anticipamos en informes anteriores, el IPC de alimentos registró incrementos importantes en los últimos meses, impulsado fundamentalmente por el precio de la papa y de algunos otros alimentos perecederos. En la actualidad, el nivel de estos precios es un poco mayor que el previsto en el informe anterior y existen indicios de incrementos adicionales en las próximas semanas, lo que nos ha obligado a subir los pronósticos para finales de año.

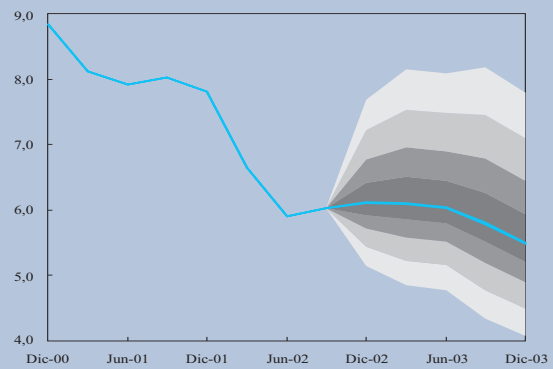
En materia de inflación sin alimentos, los pronósticos para 2002 no cambiaron sustancialmente frente a los obtenidos hace tres meses. En la actualidad, el Banco de la República espera que la inflación básica siga disminuyendo gradualmente el resto de 2002, tal y como ha venido aconteciendo en los últimos años. Así, el pronóstico de inflación anual para el IPC sin alimentos es de 4,8% para el promedio del cuarto trimestre del presente año, prácticamente igual al pronóstico efectuado en junio (4,7%) (Gráfico 66). Si bien, la devaluación mayor en los últimos meses se ha transferido a los precios al productor, principalmente a la canasta de bienes importados, para lo que resta del año no se espera una transferencia a los precios al consumidor que haga desviar al IPC sin alimentos de la senda proyectada por el Banco.

GRÁFICO 63
INFLACIÓN OBSERVADA Y EVOLUCIÓN DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN (INFLACIÓN ANUAL)



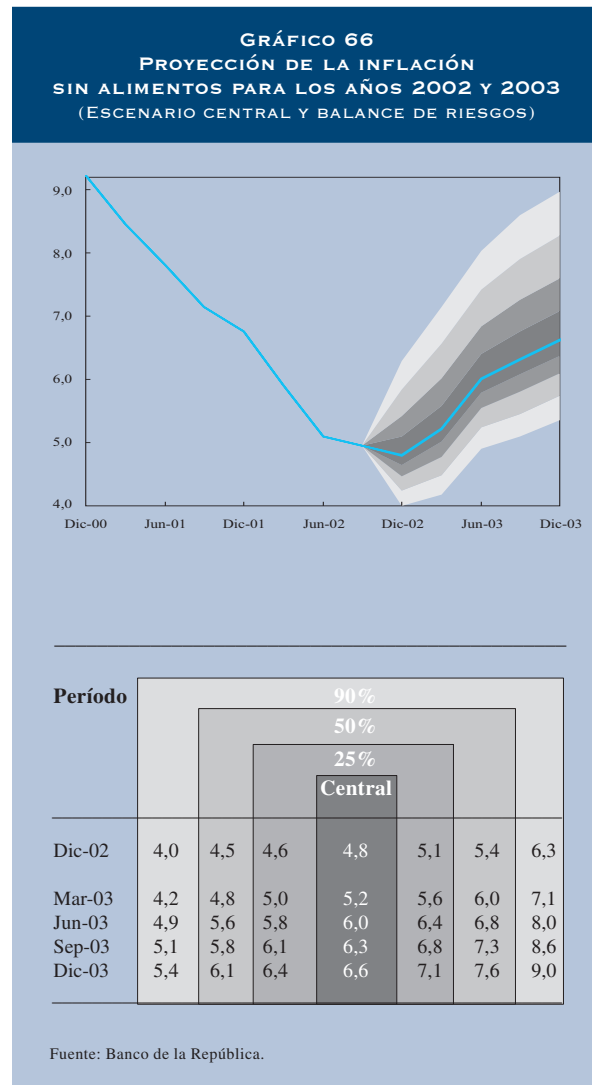
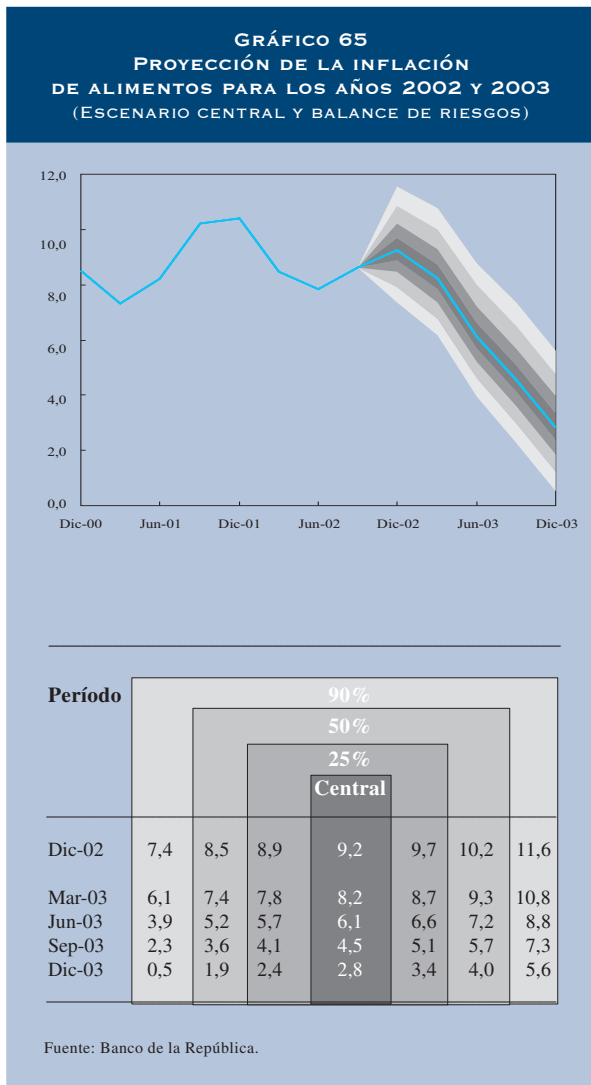
Fuente: Banco de la República, encuesta de expectativas, julio de 2001.

GRÁFICO 64
PROYECCIÓN DE LA INFLACIÓN TOTAL AL CONSUMIDOR PARA LOS AÑOS 2002 Y 2003 (ESCENARIO CENTRAL Y BALANCE DE RIESGOS)



Período	Escenario Central y Balance de Riesgos						
	90%	50%	25%	Central	25%	50%	90%
Dic-02	5,1	5,7	5,9	6,1	6,4	6,8	7,7
Mar-03	4,8	5,6	5,9	6,1	6,5	7,0	8,2
Jun-03	4,8	5,5	5,8	6,0	6,4	6,9	8,1
Sep-03	4,3	5,2	5,5	5,8	6,3	6,8	8,2
Dic-03	4,1	4,9	5,2	5,5	5,9	6,4	7,8

Fuente: Banco de la República.



En cuanto a la inflación del próximo año, se ha presentado un incremento en los pronósticos para la inflación sin alimentos como respuesta al aumento del tipo de cambio a septiembre. La senda central del modelo de mecanismos de transmisión predice una inflación anual sin alimentos para el promedio del cuarto trimestre de 6,6%, 1,8 puntos porcentuales por encima de la proyectada hace tres meses (Gráfico 66).

Cabe señalar, que la transmisión de la devaluación a la inflación depende fuertemente de factores como demanda, la inflación externa y las expectativas de inflación. Adicionalmente, en la medida en que una política monetaria prudente limita la magnitud de la devaluación, su efecto sobre los precios tiende a concentrarse en un corto período de tiempo y a manifestarse como un repunte transitorio de la inflación.

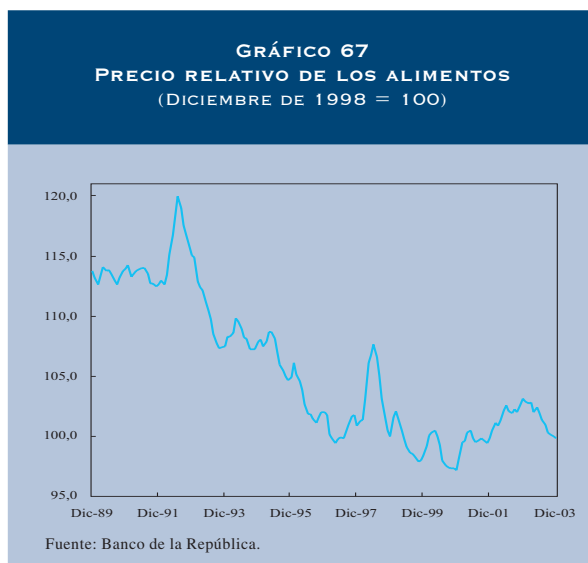
A pesar del mayor pronóstico en la inflación sin alimentos, la inflación total proyectada durante 2003 mantiene una tendencia decreciente. De acuerdo con los pronósticos del modelo de mecanismos de transmisión (MMT), la inflación debe situarse alrededor del 6% durante la primera mitad del año, para luego retomar la senda descendente durante el segundo semestre. Para el cuarto trimestre de ese año, la senda central del modelo predice una inflación para el IPC total de 5,5% en promedio, menor que la esperada para finales del presente año (Gráfico 64).

La reducción de la inflación al consumidor para el próximo año descansa en una disminución de las presiones inflacionarias de alimentos (Gráfico 65). Son dos las razones que hacen probable esperar un buen desempeño en este frente. En primer lugar, para co-

mienzos del próximo año se espera el fin de la fase de retención ganadera y el comienzo de una nueva fase de liquidación. Esto significará un incremento de la oferta de carne y una moderación en los aumentos de sus precios. La alta ponderación que tiene la carne y sus sustitutos cercanos dentro de la canasta del consumidor significa que sus bajos precios relajarán sensiblemente las presiones inflacionarias de alimentos.

En segundo lugar, los altos precios observados en la actualidad para varios productos percederos incluida la papa, deben estimular las siembras de finales de año y comienzos del siguiente. Esto permitirá aumentos de la oferta a partir del segundo semestre que deberán reducir los precios de manera importante, tal y como ha acontecido en años anteriores.

Así las cosas, la senda central del MMT señala, para el cuarto trimestre de 2003, una inflación de alimentos de 2,8% únicamente. Este pronóstico no es muy diferente del que estaba implícito en las proyecciones de inflación total del informe de junio. Con él, los precios relativos de los alimentos retornan a un nivel similar al del promedio de los últimos cinco años (Gráfico 67). Cabe señalar que los pronósticos anteriores supone la presencia de un fenómeno moderado de “El Niño” a finales de 2002 y comienzos de 2003.



E. LOS RIESGOS

En el *Informe sobre Inflación* anterior se señaló, como un posible problema para la estabilidad de precios en Colombia, la mayor percepción de riesgo que existía en esos momentos en los mercados de capital, en gran parte asociada con la situación política del Brasil. A la fecha puede decirse que parte de ese riesgo se ha materializado, como se desprende del cierre de los mercados de capitales para América Latina con la consiguiente depreciación de las monedas regionales.

En el corto y mediano plazos, subsiste la posibilidad de que se mantenga el cierre del mercado de capitales para la región y para Colombia en particular, con lo cual cabría esperar presiones adicionales sobre el tipo de cambio. De todas maneras, la duración del cierre es un evento muy incierto que depende de múltiples circunstancias, incluyendo la forma como se resuelva la transición política en Brasil, y de la propia evolución de la agenda económica y legislativa del Gobierno colombiano. Episodios anteriores, como el de 1995 con la crisis mexicana y el de 1998 con la crisis rusa, alejaron los capitales de la región por un período no muy superior a los seis meses. Si esto se llegase a verificar nuevamente, es probable que las presiones sobre el tipo de cambio, originadas en este frente, desaparezcan en el cuarto trimestre de 2002 o a comienzos del próximo año, ayudando a consolidar la reducción de la inflación en Colombia.

Durante lo que resta del año y el próximo, la inflación y la estabilidad macroeconómica en Colombia también enfrentan un riesgo en la situación fiscal del Gobierno Central. Una condición necesaria para garantizar la estabilidad de precios en el mediano plazo es la solución de los desbalances del sector público de manera permanente y creíble. Ello implica realizar una reestructuración de los gastos y de ingresos que vuelva a hacer sostenible en el largo plazo a la deuda del sector público. Así mismo, supone que el Gobierno obtiene financiamiento externo suficiente para atender los pagos por amortizaciones de deuda externa el próximo año.

La nueva administración se ha movido en la dirección correcta en sus primeros meses de ejercicio. El logro de los objetivos fiscales para los próximos dos años depende críticamente de la aprobación de la reforma tributaria y pensional por parte del Congreso, y del apoyo popular al referendo que busca, entre otras medidas.

Por otro lado, las soluciones al problema fiscal contienen efectos que pueden generar presiones inflacionarias transitorias sobre el nivel general de precios. Tal es el caso de la ampliación de la base gravable del IVA, de la eliminación del subsidio a la gasolina y del reajuste de las tarifas de energía eléctrica.

Conviene precisar que la reforma tributaria, así como la eliminación del subsidio a la gasolina y el reajuste a las tarifas de energía, provocan reajustes en los precios por una sola vez, y por lo tanto, sólo conllevan cambios transitorios en la inflación. En consecuencia, las reformas en cuestión no afectan la inflación básica y no dependen de la postura de política monetaria. La única forma en que pueden

afectar la inflación básica es a través de su efecto sobre las expectativas de inflación.

Finalmente, un riesgo adicional proviene de la presencia del fenómeno de “El Niño”. Si bien, el carácter moderado de dicho fenómeno no hace prever mayores trastornos en el régimen de lluvias para las zonas productoras de alimentos en el país, no se descartan algunos fenómenos localizados de sequía que puedan reducir la oferta agrícola y derivar en alzas temporales de precios mayores que las previstas.

Para incorporar la actual incertidumbre sobre la inflación, las sendas centrales de inflación total, de alimentos y sin alimentos han sido acompañadas de balances de riesgos sesgados hacia arriba. Frente a los pronósticos presentados en el informe anterior, la asimetría se ha incrementado en el caso de la inflación sin alimentos tratando de recoger los posibles efectos inflacionarios de las reformas al IVA, a los precios de la gasolina y a la energía y la incertidumbre en torno al tipo de cambio (gráficos 64, 65 y 66).

PROYECCIONES DE ANALISTAS NACIONALES Y EXTRANJEROS 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 2002 y 2003. Debe tenerse en cuenta que a la fecha de recibir las proyecciones de los analistas locales, ellos ya conocían la cifra de inflación oficial para el tercer trimestre de 2002.

PROYECCIONES PARA 2002

En el Cuadro 1, se detallan las proyecciones realizadas para el año 2002. El cambio más importante en el pronóstico de los analistas locales en el último trimestre corresponde a la devaluación esperada para el fin de año. Hace tres meses, en promedio, los analistas locales esperaban una tasa de cambio nominal de \$2.512 a 31 de diciembre, es decir, una devaluación de fin de período de 9,2%. El nuevo pronóstico es \$2.754, equivalente a una devaluación de 19,7%. La mayor devaluación esperada se explica por la turbulencia financiera que experimentó Latinoamérica en el tercer trimestre, que se reflejó en un aumento generalizado de los *spreads* y una mayor devaluación en varios países de la región.

Después de la devaluación, el déficit fiscal fue la variable cuyo pronóstico presentó mayor variación frente al informe de junio. En esta ocasión, los analistas locales incorporaron en sus pronósticos el anuncio del Gobierno según el cual, el déficit fiscal del sector público no financiero (SPNF) estaría alrededor de 4,0% para este año. En consecuencia, los analistas locales aumentaron su pronóstico respecto al presentado hace tres meses en 0,6 puntos porcentuales, lo que equivale a un déficit de 3,9% del PIB.

CUADRO 1
PROYECCIÓN DE LAS PRINCIPALES VARIABLES MACROECONÓMICAS PARA 2002

	Fecha de la proyección	Crecimiento del PIB real %	Inflación IPC %	Tasa de cambio nominal (fin de)	DTF nominal %	Déficit (% del PIB)		Tasa de desempleo %	
						Fiscal 1/	Cta. Cte.		
Analistas locales									
	Revista Dinero	18-Oct-02	1,3	6,2	2.750	9,5	(4,1)	(2,6)	16,5
	Suvalor-Corfinura	09-Oct-02	1,3	5,7	2.650	9,0	(3,4)	n.d.	n.d.
	ANIF	10-Oct-02	1,7	6,0	2.780	8,5	(4,2)	(1,5)	16,3
	Fedesarrollo	21-Oct-02	1,7	6,0	2.835	10,7	(4,0)	(2,7)	16,3
	Promedio		1,5	6,0	2.754	9,4	(3,9)	(2,3)	16,4
Analistas externos 2/									
	Goldman Sachs	17-Oct-02	1,3	7,0	2.500		(3,8)	(2,4)	
	IDEA global	18-Oct-02	1,5	5,7	2.480		(3,6)	(2,4)	
	J. P. Morgan	08-Oct-02	1,5	6,1	n.d.		(4,1)	(1,9)	
	Salomón Smith Barney	25-Sep-02	1,6	6,2	2.657		(3,4)	(2,8)	
	Deutsche Bank	10-Oct-02	0,9	6,0	2.753		(6,2)	(2,3)	
	Merrill Lynch	09-Ago-02	2,2	6,5	2.525		(3,0)	(3,0)	
	Promedio		1,5	6,3	2.583		(3,6)	(2,5)	

n. d. No disponible.

1/ En el cálculo del promedio del déficit fiscal no se incluyen los pronósticos de Deutsche Bank por hacer referencia al déficit del Gobierno Central y no al del sector público no financiero.

2/ Informe ¿Cómo nos ven afuera?, SMT, 20 de septiembre al 18 de octubre de 2002.

En cuanto a las otras variables, el promedio de los pronósticos fue similar al presentado en el informe de junio. Los analistas locales siguen esperando que la inflación sea 6,0%, es decir que mantienen la confianza en que se cumplirá la meta establecida por la Junta Directiva del Banco de la República.

Los analistas extranjeros, al igual que los analistas nacionales, modificaron sensiblemente sus pronósticos para la tasa de cambio nominal a fin de año y del déficit fiscal del SPNF. En el caso de la devaluación esperada, el promedio de los pronósticos pasó de 6,0% a 12,2%. Así mismo, el pronóstico para el déficit fiscal del SPNF pasó de 2,9% a 3,6%.

PROYECCIONES PARA 2003

En el Cuadro 2 se detallan las proyecciones para el año 2003. El pronóstico promedio de inflación de los analistas locales disminuyó 0,5 puntos porcentuales (5,7%) mientras que el de los analistas extranjeros fue menor en 0,3 puntos porcentuales (5,5%). Así, los analistas siguen reduciendo sus expectativas de inflación para el próximo año.

En cuanto al crecimiento económico, tanto los analistas locales (2,4%) como los extranjeros (2,2%) siguen esperando que el del año entrante sea mejor que el del presente. Sin embargo, el

CUADRO 2
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 %	Déficit (% del PIB)		Tasa de desempleo %
						Fiscal 1/	Cta. Cte.	
Analistas locales								
Revista Dinero	18-Oct-02	2,2	7,0	2.970	13,0	(3,1)	(3,6)	16,0
Suvalor-Corfinura	09-Oct-02	2,5	5,4	2.850	10,5	(2,1)	n.d.	n.d.
ANIF	10-Oct-02	2,5	5,5	2.985	11,0	(2,8)	(1,4)	16,0
Fedesarrollo	21-Oct-02	2,4	5,0	3.045	10,0	(3,6)	(2,2)	16,0
Promedio		2,4	5,7	2.963	11,1	(2,9)	(2,4)	16,0
Analistas externos 2/								
Goldman Sachs	17-Oct-02	2,0	5,0	2.585		(4,7)	(2,3)	
IDEA global	18-Oct-02	2,5	5,5	2.680		(3,0)	(2,6)	
J. P. Morgan	08-Oct-02	1,5	6,0	n.d.		(3,2)	(2,0)	
Salomón Smith Barney	25-Sep-02	1,5	5,7	2.834		(3,0)	(3,0)	
Deutsche Bank	10-Oct-02	2,2	5,0	2.891		(4,7)	(4,2)	
Merrill Lynch	09-Ago-02	3,5	6,0	2.650		(2,8)	(3,2)	
Promedio		2,2	5,5	2.728		(3,3)	(2,9)	

n. d. No disponible.

1/ En el cálculo del promedio del déficit fiscal no se incluyen los pronósticos de Deutsche Bank por hacer referencia al déficit del Gobierno Central y no al del sector público no financiero.

2/ Informe ¿Cómo nos ven afuera?, SMT, 20 de septiembre al 18 de octubre de 2002.

pronóstico de los analistas extranjeros es sensiblemente inferior al presentado en el informe anterior (3,2%), reflejando la desaceleración económica a nivel mundial y la incertidumbre que existe sobre el desenlace y efectos de la actual coyuntura en el ámbito externo e interno.

En cuanto a la tasa de cambio para el año 2003, las expectativas de devaluación de los analistas locales se modificaron al alza respecto a las presentadas en el informe anterior. Tomando como punto de partida el pronóstico promedio respectivo para la tasa de cambio a fines de 2002, los analistas locales esperan una devaluación nominal de 7,6% para 2003, cuando hace tres meses esperaban 6,4%. En cuanto a los analistas extranjeros, la devaluación esperada para 2003 se mantiene en 5,6%.

Finalmente, para el caso del déficit fiscal, los analistas locales prevén un ajuste de un punto porcentual del PIB al comparar el déficit esperado para 2002 con el pronosticado para 2003, mientras que los analistas extranjeros sólo esperan un ajuste de 0,3 puntos porcentuales.

Este Informe fue preparado
por la Subgerencia de Estudios Económicos
del Banco de la República.
Editado y diagramado por la Sección de Publicaciones
Económicas del Departamento de Comunicación Institucional
e impreso por Lito Camargo Ltda.
en octubre de 2002.