



INFORME SOBRE INFLACIÓN
JUNIO DE 2001

BANCO DE LA REPÚBLICA

PRESENTACIÓN, RESUMEN Y CONCLUSIONES

EVALUACIÓN DE LA SITUACIÓN INFLACIONARIA A JUNIO DE 2001

- ✘ La inflación anual al consumidor durante buena parte del primer semestre (febrero a junio) ha permanecido estable en un nivel muy cercano al de la meta de inflación establecida para el año 2001 (8,0%). En particular, en junio la inflación anual fue de 7,9%, ligeramente mayor que la de marzo de 2001 (7,8%) pero inferior en 1,8 puntos porcentuales a la de junio del año 2000 (9,7%). A junio, la inflación acumulada en lo corrido del año ascendía a 6,2%, menor que la acumulada en igual período del año anterior (7,0%).
- ✘ Durante el segundo trimestre, la variación del IPC fue de 1,6%, ligeramente por encima de la observada en este mismo período del año anterior (1,5%). Dentro de los rubros del IPC que más presiones inflacionarias ejercieron en estos tres meses sobresalen algunos alimentos, especialmente la carne de res, los servicios públicos y los servicios bancarios.
- ✘ Por renglones del IPC, aquellos que presentaron una mayor variación anual de precios en junio respecto a marzo fueron alimentos, educación, vestuario, cultura y esparcimiento y gastos varios. Los demás grupos -vivienda, transporte y salud- registraron menores variaciones anuales en precios.
- ✘ El caso de la carne de res merece especial atención dada su alta participación dentro de la canasta del IPC (4%). El incremento acumulado en los precios de la carne en los últimos tres meses fue de 16,6%, explicando más de una tercera parte de la variación de los precios al consumidor en este período. Estos incrementos, que habían sido anticipados en el Informe sobre Inflación anterior, están asociados a la consolidación de la fase de retención del ciclo ganadero, y la consiguiente reducción de la oferta de carne. Esta fase, que se acentuó en el primer semestre del año debido a la escasez de lluvias, debe continuar en lo que resta del año, pero acompañada de una moderación en los ajustes de precios en la medida en que se repita el patrón estacional de éstos, generalmente caracterizado por una reducción en el precio, en el segundo semestre de cada año.
- ✘ En cuanto a la educación, conviene señalar que en junio la variación anual de precios (10,6%) es mayor que la observada en el mismo mes del año pasado (9,7%), lo cual obedece sobre todo a los reajustes de los precios de matrículas y pensiones. Como consecuencia, la inflación anual de este grupo al final de año muy probablemente superará la observada en el año 2000.
- ✘ Respecto a aquellos sectores que redujeron su variación anual de precios en el segundo trimestre es de destacar el caso de transporte. Este rubro venía jalonando la inflación al consumidor desde el año pasado y hasta el primer trimestre de 2001, como resultado de los importantes

reajustes en el precio doméstico de los combustibles. Sin embargo, para el segundo semestre del año se espera una relativa estabilidad en este precio.

✕ La variación anual de precios de los bienes y servicios no transables registró un aumento frente al primer trimestre, ocasionado principalmente por el incremento en la variación de precios de los alimentos. Entre tanto, la inflación de los bienes transables se redujo, y, por primera vez, se situó por debajo del 10,0%. Sin embargo, el crecimiento anual de precios de este grupo (9,5%) supera la inflación al consumidor, lo cual sugiere moderadas presiones inflacionarias provenientes de la devaluación.

✕ En junio, las medidas de inflación básica más confiables calculadas por el Banco de la República, el IPC sin alimentos y el núcleo inflacionario, se situaron en 7,7% y 8,2%, respectivamente, por debajo de los niveles registrados en marzo. Así, el promedio de estos dos indicadores en el último mes fue de 7,9%, menor que el del trimestre anterior en 0,5 puntos porcentuales.

✕ La inflación anual al productor a junio fue de 10,2%, inferior a la de marzo en 0,7 puntos porcentuales y en 5,4 puntos porcentuales a la inflación registrada en junio de 2000 (15,6%). De acuerdo con la clasificación por procedencia, esta caída en la inflación anual al productor en el último trimestre fue consecuencia directa del menor crecimiento anual en los precios de los bienes importados (7,6%) frente a la variación registrada en marzo (12,5%). Por su parte, la variación anual de los precios de los bienes consumidos y producidos (11,1%) se incrementó a lo largo del segundo trimestre. Según origen industrial, la caída en la variación anual del IPP entre marzo y junio se explica por la caída en el crecimiento anual en los precios del sector minero, de 27,0% en este primer mes a 23,5% en el último. Por productos individuales, los precios de la carne y del ganado vacuno, fueron algunos de los que más contribuyeron a jalonar la inflación al productor en los últimos tres meses.

✕ Las proyecciones de inflación efectuadas con el modelo de mecanismos de transmisión del Banco se redujeron en esta oportunidad frente a las efectuadas el trimestre anterior a todos los horizontes. En la actualidad, la senda central de la proyección sitúa la inflación en 7,3%, en promedio para el cuarto trimestre de este año (0,6 puntos porcentuales por debajo del pronóstico anterior) y en 5,3% para finales de 2002 (0,9 puntos porcentuales sobre el pronóstico anterior). Debe señalarse, sin embargo, que estos pronósticos centrales están acompañados de un balance de riesgos sesgado hacia arriba que, en parte, intenta recoger los riesgos asociados con una eventual agudización de la crisis argentina y su posible efecto sobre el ritmo de devaluación y la inflación. Es decir, hay bastante probabilidad que la inflación termine un poco por encima de la proyección central.

✕ La proyección de inflación básica a diciembre de 2001 para el promedio de los dos indicadores más confiables (núcleo e IPC sin alimentos) se situó en 7,1% en esta oportunidad, por debajo de la obtenida con información a marzo (7,3%).

✕ A juzgar por el comportamiento de varios indicadores de actividad real para algunos meses del segundo trimestre, la economía parece haber mantenido una senda de crecimiento lenta en este período, similar a la observada en los dos trimestres anteriores. El lento crecimiento sigue estando acompañado por el pobre desempeño de la demanda interna. Circunstancias como los

actuales niveles de desempleo, la caída de los precios del café y del petróleo y la incertidumbre empresarial plasmada en varias encuestas de expectativas hacen difícil que esta situación se revierta en los próximos meses. La valoración anterior, sin embargo, no descarta un repunte en el ritmo de crecimiento durante el segundo semestre de este año frente a lo observado en el primero, en la medida en que algunos de los choques de oferta que fueron identificados en informes anteriores ya han sido superados, tal como parece evidente con la aceleración del crecimiento industrial. Aún así, no se considera muy probable que la economía pueda ganar el dinamismo suficiente en lo que resta del año como para satisfacer la meta de crecimiento que inicialmente se había fijado el Gobierno. Por lo tanto, no se prevén presiones inflacionarias importantes originadas en la demanda para los próximos meses.

✕ En el mes de junio la Junta Directiva autorizó una nueva línea de referencia de la base monetaria. En dicho mes, el promedio móvil de orden 20 de la base se situó 1,0% por debajo del promedio móvil de esta nueva línea, y el promedio de orden 45, 0,5%. Esto se debió a que el efectivo se situó por debajo de su nivel implícito en la nueva línea. En cuanto a la cartera del sistema financiero, entre marzo y junio disminuyó su ritmo de contracción tanto en términos nominales como en términos reales. Este comportamiento se debe principalmente al aumento en el ritmo de crecimiento de la cartera no hipotecaria, que ha registrado crecimientos reales desde el mes de marzo.

✕ En los últimos tres meses, los indicadores de tasa de interés nominal, tanto pasiva como activa, se redujeron. En particular, para junio la tasa pasiva se situó en 12,7%, 0,3 puntos porcentuales menor que la de marzo, en tanto que la tasa activa total calculada por el Banco de la República fue de 18,6%, también 0,3 puntos porcentuales por debajo de la de un trimestre atrás. En cuanto a las tasas reales, también se observó una ligera reducción, pasando la de captación de 4,8% en marzo a 4,4% al cierre de junio y la tasa real activa calculada por el Banco de la República de 10,4% a 9,9% en igual período. Finalmente, la tasa nominal interbancaria fluctuó alrededor del 11,0% a lo largo de estos tres meses, aunque la promedio de junio, al situarse en 11,4%, estuvo ligeramente por encima de la de marzo (10,8%).

✕ Con base en la información de precios de junio, la mayoría de los pronósticos de inflación indica que la probabilidad de que ésta se sitúe por debajo de la meta del 8,0% en 2001 es más elevada. Por su parte, el modelo de mecanismos de transmisión sugiere que el mismo fenómeno podría ocurrir en 2002. A estas previsiones se suma el hecho de que en la actualidad la economía continúa expandiéndose a un ritmo lento, en gran parte como consecuencia de la debilidad de la demanda interna. Además, la base monetaria se encuentra en niveles ligeramente inferiores a la línea de referencia, con lo cual el análisis de las condiciones internas de la economía sugeriría la posibilidad de una postura más holgada de la política monetaria.

✕ En contraste, el análisis de la situación internacional deja ver un preocupante clima de incertidumbre en América Latina, que se acentuó en las primeras semanas de julio. Esta situación se ha traducido en un importante incremento en los márgenes sobre la deuda externa de países como Argentina y Brasil, además de una gran devaluación en este último país. Si bien Colombia no ha sufrido los efectos negativos de la crisis del Cono Sur por los esfuerzos de ajuste macroeconómico, las reformas constitucionales y legales y la prefinanciación externa obtenida, el país no está exento de un efecto contagio. Si ello sucediere, la salida de capitales podría ser

significativa ante una reducción de las tasas de interés por parte de la Junta Directiva del Banco de la República, con lo cual se podría retrasar el proceso de recuperación económica y dificultar el cumplimiento de las metas de inflación.

✚ Teniendo en cuenta la estrategia de política monetaria adoptada por la Junta Directiva del Banco de la República, en la cual se incorporan los factores de riesgo sobre la inflación y el crecimiento, originados en el contexto internacional, la Junta Directiva decidió mantener inalteradas las tasas de intervención del Banco de la República. De esta forma, las tasas lombardas de expansión y contracción se mantienen en 15,5% y 8,0%, respectivamente, y las tasas de subasta de expansión y contracción, en 11,5% y 10,5%, en su orden.

La Junta Directiva,

Presidente

Juan Manuel Santos Calderón

Ministro de Hacienda y Crédito Público

Directores

Carlos Caballero Argáez

Sergio Clavijo Vergara

Salomón Kalmanovitz Krauter

Fernando Tenjo Galarza

Leonardo Villar Gómez

Gerente General

Miguel Urrutia Montoya

INFORME SOBRE INFLACIÓN
JUNIO DE 2001

Elaborado por:
Unidad de Programación e Inflación
Subgerencia de Estudios Económicos

SUBGERENCIA DE ESTUDIOS ECONÓMICOS

Hernando Vargas Herrera

Subgerente

DEPARTAMENTO DE PROGRAMACIÓN E INFLACIÓN

Javier Gómez Pineda

Director

SECCIÓN DE INFLACIÓN (*)

Adolfo León Cobo Serna

Jefe

Angélica María Arosemena Martán

Yanneth Rocío Betancourt García

Édgar Caicedo García

Alexandra Espinosa Dussán

(*) En la elaboración de este Informe colaboraron Luis Fernando Melo Velandia, Rocío Clara A. Mora Quiñones, Jorge Enrique Ramos Forero, Norberto Rodríguez Niño y Rodrigo Avella Guzmán.

CONTENIDO

I.	ÍNDICES DE PRECIOS	11
	A. ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR	11
	B. ÍNDICE DE PRECIOS DEL PRODUCTOR	17
II.	DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN	20
	A. AGREGADOS MONETARIOS, TASAS DE INTERÉS Y TIPO DE CAMBIO	20
	B. OFERTA Y DEMANDA	29
	C. SALARIOS Y EMPLEO	37
	D. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA	40
	E. SITUACIÓN FISCAL	40
III.	MEDIDORES DE EXPECTATIVAS	44
	A. PRINCIPALES RESULTADOS	44
	B. PROYECCIONES DE ANALISTAS LOCALES Y EXTERNOS DE LAS PRINCIPALES VARIABLES MACROECONÓMICAS	49
IV.	CONTEXTO INTERNACIONAL	51
	A. ASPECTOS GENERALES	51
	B. PRECIOS DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS	58
V.	PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN	62

ÍNDICES DE PRECIOS

A. ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR

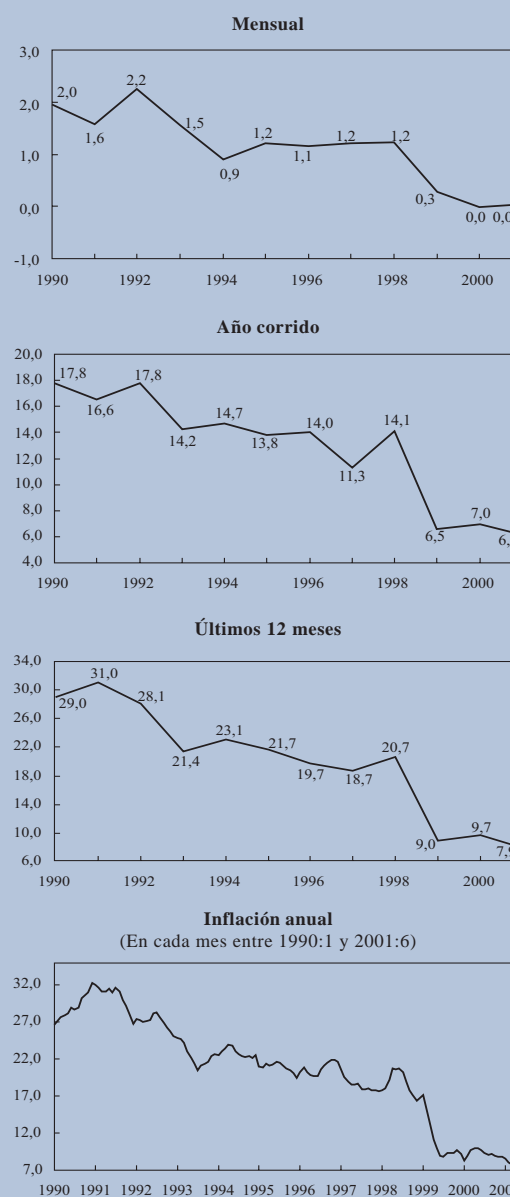
1. Comportamiento general

La inflación al consumidor, medida como la variación anual del Índice de Precios al Consumidor (IPC), fue de 7,9%, un nivel muy similar al observado en los tres meses anteriores, pero inferior 1,8 puntos porcentuales al registro de junio de 2000 (9,7%). Este nivel de inflación anual es el más bajo desde 1970 cuando se situó en 7,6%. En los primeros seis meses del año los precios al consumidor acumularon una tasa de crecimiento de 6,2%, menor en 0,8 puntos porcentuales que la observada en igual período de 2000.

La inflación acumulada durante el segundo trimestre de 2001 (1,6%) fue muy similar a la del mismo período del año pasado (1,5%). En términos generales, el desempeño de la inflación por trimestres en lo corrido de 2001 ha reflejado el comportamiento estacional típico de la inflación en Colombia, con un segundo trimestre, menor en inflación que en el primer trimestre (4,5%). El mes de junio, en particular, suele ser uno de los meses del año con mayor estabilidad de precios, y 2001 no ha sido la excepción. En efecto, la inflación al consumidor en junio de este año fue de sólo 0,04%, una de las más bajas para un junio desde 1986, cuando la inflación mensual fue de -0,7% (Gráfico 1 y Cuadro 1).

A finales del segundo trimestre, las dos medidas de inflación básica más confiables, el IPC sin alimentos (7,7%) y la inflación núcleo (8,2%) se redujeron respecto a los niveles alcanzados a finales del primer trimestre. La inflación básica calculada como el

GRÁFICO 1
ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR
(VARIACIONES PORCENTUALES A JUNIO)



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

CUADRO 1
INDICADORES DE INFLACIÓN
(VARIACIONES PORCENTUALES A JUNIO)

	Mensual			Año corrido			Anual		
	1999	2000	2001	1999	2000	2001	1999	2000	2001
I. IPC	0,3	(0,0)	0,0	6,5	7,0	6,2	9,0	9,7	7,9
Alimentos	(0,4)	(0,7)	(0,6)	5,6	7,9	9,0	0,3	9,9	8,5
Vivienda	0,4	0,2	0,1	4,2	3,6	2,5	11,4	5,2	3,8
Vestuario	0,1	0,4	0,4	2,1	1,7	1,9	5,3	2,8	3,7
Salud	1,0	0,6	0,5	11,0	7,2	7,5	16,0	11,2	10,7
Educación	0,1	0,1	0,0	10,6	7,9	9,0	12,9	9,7	10,6
Cultura y esparcimiento	0,6	0,4	0,9	5,4	6,0	5,7	n.d.	3,0	11,3
Transporte	1,2	0,1	0,6	11,0	10,7	7,5	16,8	18,4	12,9
Gastos varios	0,6	0,5	0,2	11,2	12,4	7,0	20,9	17,4	9,7
II. Inflación básica 1/	0,6	0,3	0,3	7,0	6,6	5,0	11,5	9,0	8,3
IPC sin alimentos 2/	0,6	0,3	0,3	7,0	6,6	5,0	13,0	9,6	7,7
Núcleo 3/							11,9	8,9	8,2
Media truncada 4/							10,9	8,7	9,6
Media asimétrica 5/							10,3	8,7	7,7
III. IPP	0,6	0,6	(0,1)	4,9	7,6	6,8	6,1	15,6	10,2
Según uso o destino económico									
Consumo intermedio	0,9	1,0	(0,2)	4,1	6,7	7,6	6,6	15,2	11,9
Consumo final	0,3	(0,2)	(0,0)	5,6	8,4	6,7	3,5	15,4	9,0
Bienes de capital	0,9	2,0	(0,4)	5,5	9,5	5,2	12,1	20,2	6,5
Materiales de construcción	0,9	1,3	0,6	7,3	6,3	5,5	16,7	13,3	12,0
Según procedencia									
Producidos y consumidos	0,5	0,1	0,1	4,9	7,1	7,6	5,4	13,8	11,1
Importados	1,4	2,2	(0,7)	4,5	9,4	4,6	11,4	21,4	7,6
Exportados 6/	5,2	2,5	(3,9)	7,7	11,4	3,0	12,7	31,1	(1,7)
Según origen industrial (CIU)									
Agric., Silvíc. y pesca	1,0	(2,3)	(1,8)	3,6	5,6	9,4	(6,0)	13,9	9,8
Minería	4,5	4,7	(1,1)	25,2	16,4	12,9	27,1	22,0	23,5
Industria manufacturera	0,4	1,3	0,4	4,9	7,9	6,0	10,6	15,9	10,0

n.d. No disponible.

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

2/ Se excluye del IPC total todos los ítems del grupo alimentos.

3/ 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.

4/ Corresponde a la media ponderada truncada al 5,0% en cada cola, calculada con metodología IPC-60. Al respecto, véase Melo, Luis Fernando, et al., "Un análisis de las medidas de inflación básica para Colombia", Mimeo., 1997, Banco de la República.

5/ Corresponde a la media asimétrica truncada al 15,0% en la cola izquierda y 13,0% en la cola derecha, calculada con la metodología IPC-60.

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

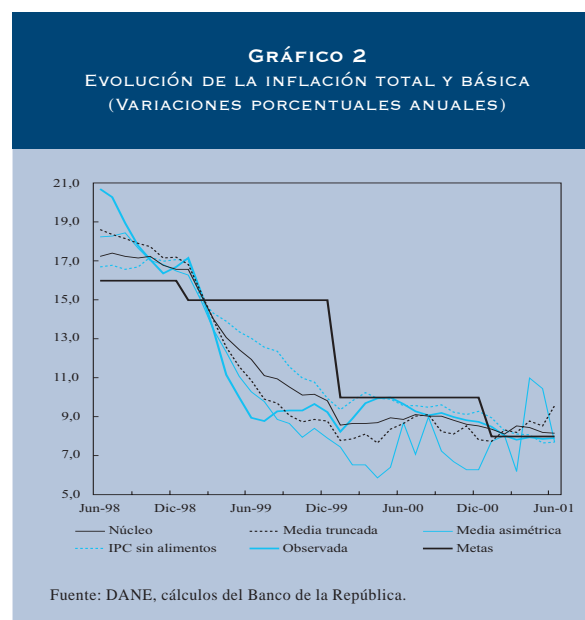
Fuente: Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos (SGEE), Tabulados de IPP, IPC y DANE.

promedio de estos dos indicadores ha venido descendiendo gradualmente desde el año pasado y en junio de 2001 se situó en 7,9%, inferior en 0,5 puntos porcentuales a la medida en marzo¹ (Cuadro 1 y Gráfico 2).

La ciudad que presentó la mayor inflación anual en junio fue Montería (10,8%), seguida de Cúcuta (10,1%) y Neiva (9,0%). Por el contrario, las ciudades con un menor crecimiento de precios en los últimos 12 meses fueron Bogotá (7,4%), Villavicencio (7,5%) y Pasto (7,6%) (Cuadro 2). Respecto a marzo, tan solo cuatro ciudades presentaron alguna caída en la inflación anual (Bogotá, Barranquilla, Manizales y Pasto). Las nueve ciudades restantes presentaron incrementos, destacándose Montería, Cali y Bucaramanga.

2. Comportamiento de los principales componentes

Durante el segundo trimestre, los grupos que mostraron repuntes en la inflación anual respecto a marzo y que, por lo tanto, contribuyeron a acelerar la inflación al consumidor fueron los de alimentos, vestuario, edu-



¹ Los otros dos indicadores tradicionalmente presentados en este informe han venido mostrando una excesiva variabilidad para los estándares requeridos por un indicador de inflación básica. Estos dos indicadores, en consecuencia, serán reemplazados en los próximos meses por un nuevo indicador, una vez se tengan los resultados de un nuevo estudio de medidas de inflación básica que adelanta actualmente el Banco de la República.

CUADRO 2
ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR
TOTAL Y POR CIUDADES
(VARIACIONES PORCENTUALES A JUNIO)

	Mensual			Año corrido			Anual		
	1999	2000	2001	1999	2000	2001	1999	2000	2001
Total	0,3	(0,0)	0,0	6,5	7,0	6,2	9,0	9,7	7,9
Bogotá	0,4	(0,1)	0,0	7,3	7,5	6,0	10,1	9,4	7,4
Medellín	0,0	(0,2)	(0,3)	6,2	6,1	5,2	9,1	9,8	7,8
Cali	0,1	0,1	0,1	4,9	5,9	6,4	8,2	8,5	8,7
Barranquilla	(0,0)	0,6	0,1	5,4	6,8	7,0	8,4	11,2	8,3
Bucaramanga	0,3	(0,2)	0,2	6,9	7,7	6,5	7,4	10,9	8,4
Manizales	0,2	0,1	0,0	6,1	6,8	6,2	8,6	11,0	7,6
Pasto	0,6	(0,4)	0,1	7,6	7,7	4,9	11,0	11,1	7,6
Pereira	0,1	0,2	0,3	6,5	6,3	5,9	8,9	10,2	8,5
Cúcuta	0,7	0,1	0,2	6,7	8,3	7,9	9,4	11,6	10,1
Montería	0,4	0,3	1,0	5,8	7,5	8,5	8,8	10,3	10,8
Neiva	0,2	0,1	0,6	6,9	7,1	7,6	8,2	9,2	9,0
Cartagena	0,2	0,1	0,1	6,2	7,5	7,8	8,4	9,2	8,9
Villavicencio	0,5	(0,4)	(0,2)	6,2	7,0	6,7	5,0	8,8	7,5

Fuente: Tabulados del DANE. Cálculos del Banco de la República, SGEE.

cación, cultura y esparcimiento y gastos varios. Los otros tres grupos, vivienda, salud y transporte, registraron disminuciones en su tasa de inflación anual entre marzo y junio.

Con respecto a los rubros aceleradores sobresale, por su peso en el IPC, el grupo de alimentos, cuyos precios se reajustaron 1,8% en el segundo trimestre, un porcentaje significativamente mayor al que se observó en el mismo período de 2000 (0,5%). Debido a ello, la variación anual de los precios de este grupo pasó de 7,1% en marzo a 8,5% en junio. De hecho, la variación anual de alimentos se ha acelerado continuamente desde comienzos de año, como consecuencia de un incremento importante en los precios de la carne y de algunos tubérculos. En el caso de la carne, esta situación obedece a la fase de retención por la cual atraviesa el ciclo de producción ganadera, y el cual conlleva una reducción de la oferta durante varios trimestres (véase Recuadro). De esta forma, es previsible continuar observando precios altos para la carne de res, y probablemente para sus sustitutos más cercanos, en lo que resta del año.

Debe señalarse, sin embargo, que durante junio los incrementos en precios de la carne cedieron significativamente al igual que se presentó una reducción importante en el precio de la papa, lo cual contribuyó a frenar la tendencia alcista de la inflación anual de alimentos.

La otra aceleración significativa en precios de importancia, dado el peso del grupo dentro de la canasta del IPC, es la de la educación. Para el segundo trimestre, los precios de la educación se reajustaron 2,5%, bastante más que lo observado en igual período del año anterior (0,3%), llevando la variación anual de precios de este grupo de 8,2% en marzo a 10,6% en junio. El incremento en los precios de este grupo por encima de la meta de inflación de este año y de la inflación del año pasado no deja de sorprender dada la debilidad de la demanda interna. A la fecha es bastante probable que la variación anual de los precios de la educación termine por encima de la meta e incluso, supere la del año anterior, toda vez que aún se esperan reajustes adicionales para sep-

tiembre, que deben coincidir con el inicio de actividades académicas del calendario educativo B.

Dentro de aquellos grupos que contribuyeron a desacelerar la inflación en el segundo trimestre sobresale el de vivienda, cuya variación anual de precios a junio fue de solo 3,8%, frente a 4,2% en marzo y 5,2% en junio de 2000. Al igual que en el año anterior, durante el presente buen desempeño de los precios de este rubro ha sido posible gracias a los mínimos incrementos anuales registrados en arriendos, los cuales ascendían a sólo 0,9% en junio. Por el contrario, como consecuencia del desmonte de los subsidios al consumo, entre otras razones, durante este año los precios de los servicios públicos han continuado reajustándose a tasas considerablemente mayores que la inflación total, aunque durante el segundo trimestre el ritmo de ajuste tendió a moderarse. A junio, la inflación anual de servicios públicos fue de 18,6%, menor que la registrada en marzo (23,0%).

Finalmente, los precios del grupo de transporte se han visto favorecidos por los menores reajustes en el de los combustibles este año, y en particular durante el segundo trimestre, frente a lo observado en 2000. Ello ha permitido que la variación anual de los precios de este grupo haya pasado de 15,2% en marzo a 12,9% en junio. En la medida en que no se esperan incrementos importantes en los precios de los combustibles el resto del año, es de suponer que el grupo de transporte siga contribuyendo a desacelerar la inflación.

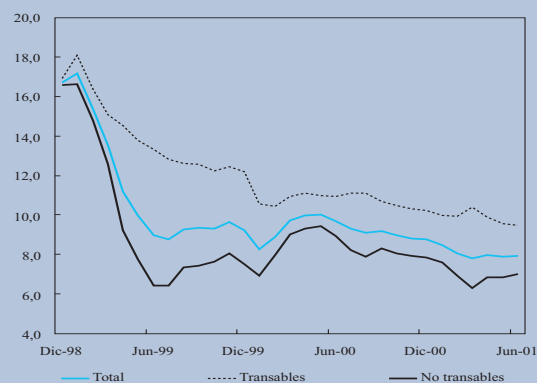
En el Cuadro 3 se muestra aquellos bienes que más contribuyeron a acelerar la inflación en el segundo trimestre. Además de la carne de res y algunos otros alimentos, se destacan algunos servicios públicos como acueducto y alcantarillado y los bancarios. Estos bienes son similares a aquellos que contribuyeron a jalonar la inflación en el primer trimestre con la notable excepción de la papa, la cual ha dejado de ejercer presiones inflacionarias. Por último, en el caso de la carne de res, conviene señalar cómo, con un incremento de 16,6% en su precio entre marzo y junio, explica una tercera parte de la inflación acumulada en este período.

CUADRO 3
RUBROS CON MAYOR CONTRIBUCIÓN A LA INFLACIÓN
(SEGUNDO TRIMESTRE DE 2001)

Descripción	Variación	Contribución	
		Puntos	Porcentaje
Total	1,6	1,6	100,0
Carne de res	16,6	0,5	36,5
Acueducto, alcantarillado y aseo	5,0	0,1	5,2
Servicios bancarios	2,1	0,1	4,8
Almuerzo	1,6	0,1	4,6
Tomate	30,7	0,1	4,6
Otros	0,8	0,7	44,3

Fuente: Tabulados del DANE. Cálculos del Banco de la República, SGEE.

GRÁFICO 3
IPC BIENES TRANSABLES Y NO TRANSABLES
(VARIACIONES PORCENTUALES ANUALES)

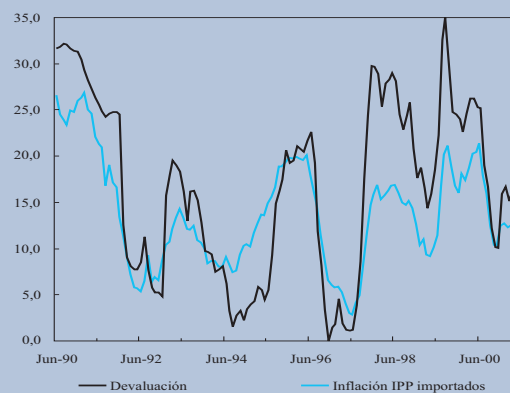


Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

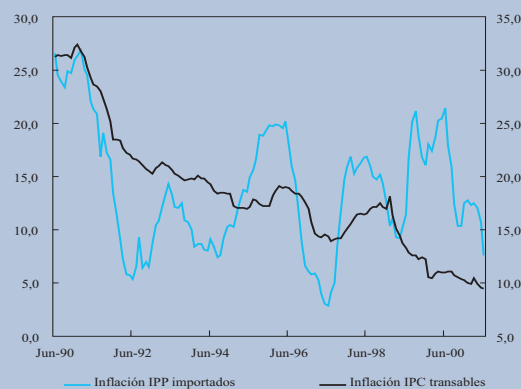
3. Clasificación alterna: grupos aceleradores y desaceleradores de la inflación

En el Gráfico 3 se recoge la evolución anual de precios, de acuerdo con una clasificación alterna, la cual divide la canasta del IPC en bienes transables² y no transables (indexados³, flexibles⁴ y cíclicos⁵). En este gráfico se aprecia dos tipos de desempeños. El primero, caracteriza a la variación anual de precios de los bienes transables, los cuales vienen mostrando una tendencia

GRÁFICO 4
EVOLUCIÓN DEL IPP Y TASA DE CAMBIO
1990:6-2001:6
(VARIACIONES PORCENTUALES ANUALES)



EVOLUCIÓN DEL IPP Y DEL IPC
(VARIACIONES PORCENTUALES ANUALES)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

levemente descendente desde el año 2000; pero siempre por encima de la senda trazada por la inflación total. Esto obedece probablemente a la importante devaluación que se ha observado en los últimos dos años.

En el Gráfico 4 se ilustra el mecanismo de transmisión de la devaluación a la inflación de los bienes transables. En el panel superior de este gráfico se observa la forma como la evolución de la tasa de cambio afecta de una manera casi perfecta a la inflación de

² Transables: textiles, calzado, tabaco, bebidas, cereales, lácteos, grasas, drogas, vehículos, electrodomésticos, etc.

³ Indexados: arrendamientos, combustibles y servicios públicos, educación, transporte y otros.

⁴ Flexibles: tubérculos, plátanos, hortalizas, legumbres y frutas.

⁵ Cíclicos: carnes y sus derivados.

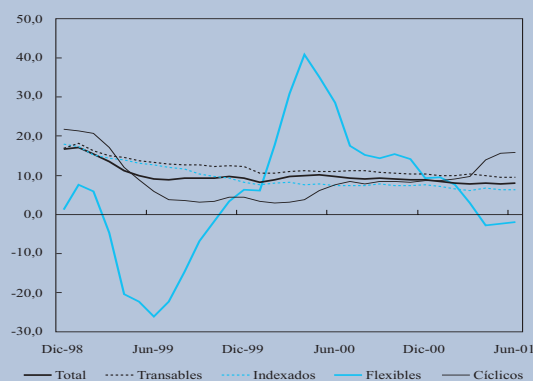
bienes importados del Índice de Precios del Productor (IPP). Igualmente, la inflación del componente importado del IPP se transmite de una manera menos contundente, y con un rezago más amplio que la inflación al consumidor en su componente de transables. La competencia en el mercado, los intermediarios, los cambios en los precios internacionales, la protección arancelaria, los cambios en la demanda, los costos de menú, etc., hace que tan sólo una parte de la devaluación afecte la evolución del componente transable del IPC (panel inferior).

El segundo comportamiento corresponde a los precios de los bienes clasificados como no transables. Estos se han mantenido en el último año por debajo de la inflación observada, con una tendencia descendente en buena parte del año 2000 y que continuó hasta finalizar el primer trimestre de este año. Sin embargo, la variación anual de precios de este grupo repuntó en el segundo trimestre del año 2001 como consecuencia del incremento de precios de los productos cíclicos (carnes), evento asociado con la agudización de la fase de retención ganadera (véase Recuadro y Gráfico 5).

De acuerdo con esta clasificación, en el Cuadro 4 se aprecia que todos los grupos, con excepción de los cíclicos, vienen contribuyendo de manera importante

a la caída en -1,7 puntos porcentuales de la inflación anual. Es así como, la mayor presión a la baja en el ajuste anual de los precios al consumidor la ejerció el componente no transable de la canasta, al pasar de crecer 8,9% en junio de 2000 a 7,0% en junio de 2001, explicando el 71% (1,2 puntos porcentuales) de la caída. Este desempeño puede ser consecuencia de la debilidad de la demanda interna y de un ajuste estacional en los precios de la papa más moderado que el experimentado en el primer semestre del año pasado, cuando el tubérculo repuntó 95,1% frente al

GRÁFICO 5
EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE BIENES TRANSABLES Y NO TRANSABLES
(VARIACIONES PORCENTUALES ANUALES)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

CUADRO 4
ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR, 2000-2001
(A JUNIO)

Descripción	Variación año completo		Contribución		Contribución a la aceleración (*) 2001-2000 Puntos
	2000	2001	2000	2001	
Total	9,7	7,9	9,7	7,9	(1,7)
Transables	10,9	9,5	4,1	3,6	(0,5)
No transables	8,9	7,0	5,6	4,4	(1,2)
Indexados	7,4	6,4	3,7	3,1	(0,6)
Flexibles	28,5	(2,1)	1,3	(0,1)	(1,4)
Cíclicos	7,5	15,9	0,7	1,4	0,7

(*) La contribución a la desaceleración resulta de la diferencia de las contribuciones a la inflación de 2000 y 2001. Los cálculos aparentemente incorrectos son el resultado de las aproximaciones de las cifras.

Fuente: Tabulados del DANE. Cálculos del Banco de la República, SGEE.

30,2% del primer semestre de este año⁶. Por su parte, el componente transable contribuyó con 0,5 puntos porcentuales a la caída de la inflación, al pasar de crecer 10,9% en junio de 2000 a 9,5% en junio de 2001.

B. ÍNDICE DE PRECIOS DEL PRODUCTOR

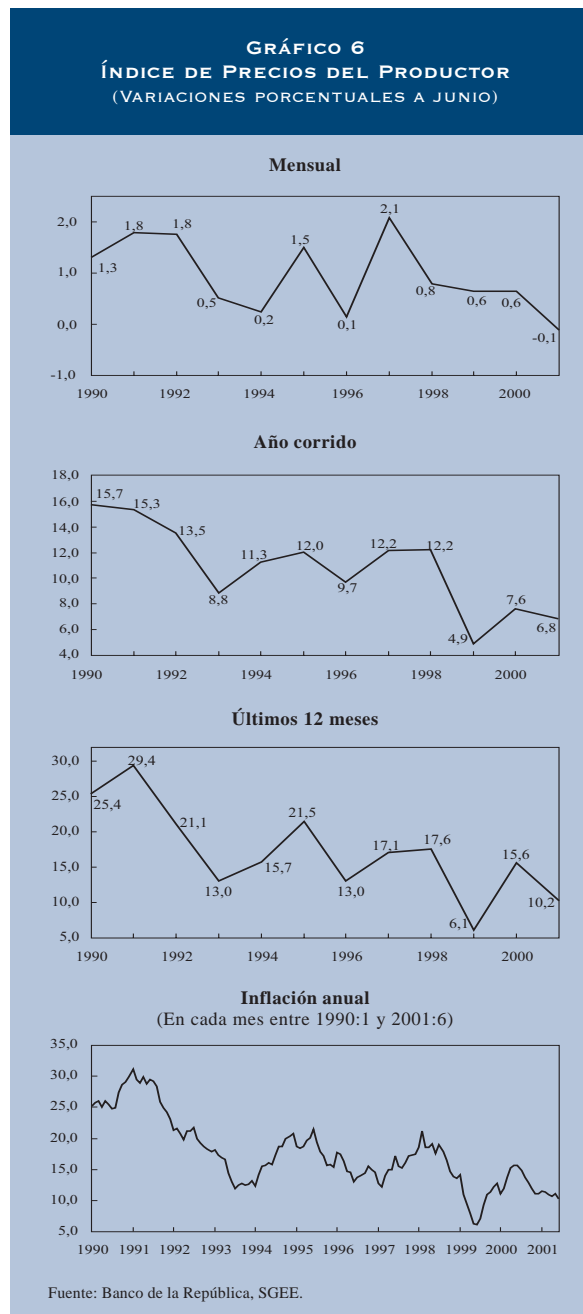
Comportamiento general

La inflación anual del productor fue 10,2%, inferior en 5,4 puntos porcentuales a la registrada en junio del año pasado y en 0,7 puntos con respecto a marzo de 2001. En lo corrido del año, el IPP acusó una variación de 6,8%, desempeño inferior en 0,8 puntos porcentuales al del mismo período el año pasado (Gráfico 6). La variación del IPP en junio fue de -0,1%, siendo este registro el menor para un junio desde que se calcula el IPP (1970). Este buen desempeño en el segundo trimestre, pero particularmente en el mes de junio, es reflejo de la caída en los precios de los productos agrícolas (-1,8%) y de los productos de la minería (-1,1%) durante el último mes. Estos decrecimientos fueron compensados, en alguna medida, por el IPP industrial, cuya variación mensual fue de 0,4%.

Según la clasificación por procedencia de los bienes, se destaca el repunte en el segundo trimestre de los precios de los bienes producidos y consumidos, los cuales pasaron de crecer 10,4% en marzo a 11,1% en junio. Este último registro es muy superior al incremento anual de los precios de los bienes importados (7,6%), los cuales cayeron significativamente en el segundo trimestre, con respecto al 12,5% de marzo pasado.

En la Clasificación CIU, la minería, con una variación en año completo de 23,5% fue el grupo con peor desempeño, a pesar de que moderó su crecimiento en 3,5 puntos porcentuales en el segundo trimestre de 2001. Este comportamiento se explica por los altos

⁶ Al analizar en cuáles grupos se concentra la desaceleración de la inflación, debemos tener presente que aquel grupo con una inflación menor que la registrada por el promedio nacional en un período determinado, no necesariamente está contribuyendo a desacelerar la inflación de un período a otro. Esto sólo sucede cuando la contribución de un grupo a la inflación en el período vigente es menor que la contribución exhibida por el mismo grupo un período atrás.



crecimientos en los precios del gas natural (64,4%) y el petróleo crudo (28,7%). Sin embargo, conviene señalar que en junio se redujeron de manera importante los reajustes de precios de la minería, gracias a que el precio del petróleo crudo disminuyó 6,5% en este mes. De otra parte, los precios de la industria crecieron 10,0%, nivel inferior en 2,4 puntos porcentuales con respecto a marzo, mientras la agricultura pasó de crecer 4,2% en marzo a 9,8% en junio. Este repunte es explicado por el incremento en los precios de la carne de res y el ganado vacuno, como consecuencia de la fase de retención del ciclo ganadero.

EL CICLO GANADERO Y LA INFLACIÓN EN COLOMBIA

En la literatura económica se reconoce que los choques de oferta, por ejemplo, los de alimentos, solo generan repuntes transitorios en la inflación al consumidor, y no repuntes que perduran en el largo plazo. No obstante, en el caso de la carne, una extensa fase de precios ascendente podría dificultar el objetivo de estabilidad de precios de la autoridad monetaria para un año específico. A continuación, se presenta una breve reseña del ciclo de precios por el cual está atravesando la ganadería colombiana y su posible impacto inflacionario en lo que resta del año 2001.

El ciclo ganadero en Colombia, como en la mayoría de los países, presenta una dinámica más o menos regular de oscilaciones, que alterna fases sucesivas y claramente identificables de expansión y contracción en el sacrificio de ganado y los precios. Como se aprecia en el Gráfico 1, una de las características de estas oscilaciones es que los precios reales del ganado y del sacrificio de reses, exhiben movimientos cíclicos contrarios en el tiempo.

¿QUÉ NOS PUEDE DECIR EL ANÁLISIS DEL CICLO GANADERO SOBRE LA EVOLUCIÓN FUTURA DEL PRECIO DE LA CARNE EN COLOMBIA?

El ciclo del sacrificio de ganado vacuno en Colombia tiene una duración un poco superior a los cinco años, con una fase de expansión que se extiende alrededor de tres años y medio y una fase de contracción que dura cerca de dos años¹. Ha habido excepciones como la que se presentó en 1977, cuando la fase de contracción del sacrificio ganadero duró sólo un año. Sin embargo, los precios reales no han registrado una fase creciente inferior a los dos años (Gráfico 1). Como se observa en el Gráfico 2, desde 1993 hasta 1999 el ciclo ganadero se encontraba en fase de expansión de la oferta, lo que permitió la caída en los precios reales del ganado en pie y de la carne de res. A partir del año 2000, el ciclo ganadero entra en una fase de retención que no se reflejó en incrementos importantes en el precio del ganado en pie y la carne de res, en parte, como consecuencia de la debilidad de la demanda doméstica. Sin embargo, a partir de enero de 2001, los precios comenzaron a reaccionar. En la actualidad, se espera que la fase de retención ganadera continúe a lo largo de 2001 y 2002, con precios reales al alza este año y probablemente el próximo. La actual fase de retención podría extenderse más de lo normal, toda vez que la pasada fase de expansión tuvo una duración superior a la normal y los inventarios pueden encontrarse en niveles muy bajos.

¿CUÁL HA SIDO Y SERÁ LA INCIDENCIA INFLACIONARIA DE LA CARNE DE RES EN EL AÑO 2001?

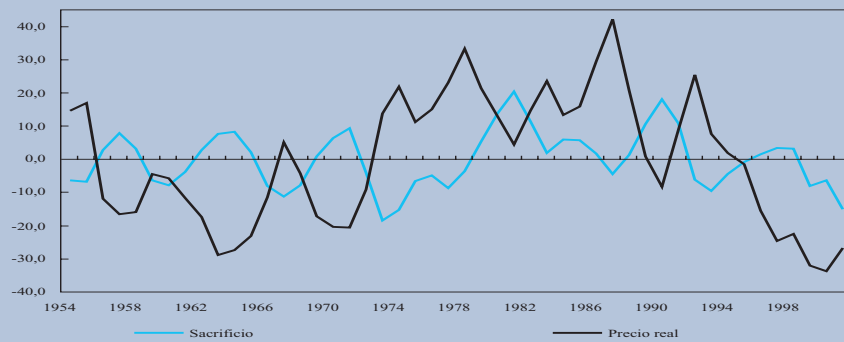
A junio, los precios de la carne de res con un crecimiento año completo de 24,2%, explicaron en algo más de 10% la inflación acumulada en los últimos 12 meses. Este comportamiento alcista de precios de la carne se vio agudizado por la escasez de lluvias durante el primer trimestre del año, lo cual atrasó la ceba del ganado, generando una menor oferta de carne por el menor peso de las reses².

Al tener en cuenta el patrón estacional de los precios, el cual se presenta en el Gráfico 3, no debería esperarse, en los próximos meses, ajustes adicionales importantes en la variación anual del precio de la carne. El precio de la carne suele subir durante el primer semestre y moderar su crecimiento en la segunda mitad del año³ (Gráfico 3). Sin embargo, la fase de retención actual

podría implicar un comportamiento menos favorable en el precio de la carne durante el segundo semestre de este año, que el observado en años anteriores.

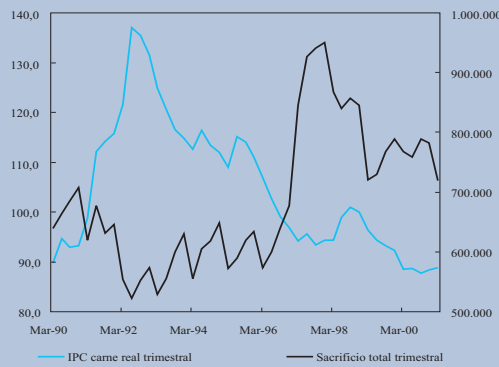
La presión inflacionaria ejercida por el precio de la carne de momento no compromete seriamente la consecución de la meta de inflación establecida para el año 2001 (8%). Lo anterior gracias a que la inflación del IPC sin el rubro carne está creciendo a una tasa relativamente baja del 7,0%. La diferencia entre la inflación total (7,9%) y la inflación sin carne (7,0%), es decir, 0,9 puntos porcentuales es la incidencia inflacionaria ejercida por la carne de res en los últimos 12 meses.

GRÁFICO 1
CICLO DEL GANADO VACUNO, 1954-2001 (*)
(DESVIACIÓN CON RESPECTO A LA TENDENCIA (%))



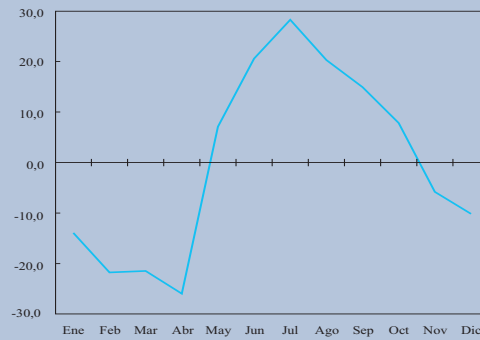
(*) El año 2001 se estimó con la información observada a mayo.
Fuentes: Precios: feria de Medellín e IPP del Banco de la República y sacrificio: DANE.

GRÁFICO 2
SACRIFICIO TOTAL DE GANADO E IPC REAL DE LA CARNE, TRIMESTRAL
(1990:3-2001:1)



Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 3
ESTACIONALIDAD DE LA VARIACIÓN ANUAL DEL PRECIO DE LA CARNE DE RES
(FACTOR ESTACIONAL)



Fuente: Banco de la República.

¹ Véase al respecto, Jaramillo y Caicedo, “la dinámica del ciclo ganadero en Colombia”, Boletín de Estadística, DANE, abril de 1997, No. 529.

² En mayo la zona norte de Colombia fue declarada libre de aftosa. Algunos analistas consideran que este hecho derivó en mayores exportaciones y mayores precios internos en la carne de res. Sin embargo, un análisis cuidadoso del comercio exterior muestra que los valores de las exportaciones en Colombia no alcanzan a superar el 0,5% de la producción nacional. De acuerdo con el Ministerio de Agricultura, se espera que al finalizar el año 2004 se alcance una exportación de 40.000 toneladas de carne deshuesada, lo que para entonces representaría algo menos del 5% de la producción nacional de carne, con poca influencia sobre el precio doméstico.

³ Es importante anotar que la menor oferta de carne derivada de la fase de retención ganadera no rompe con el patrón de comportamiento de precios que se repite cada año.

DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN

A. AGREGADOS MONETARIOS, TASAS DE INTERÉS Y TIPO DE CAMBIO

1. Lineamientos de política monetaria

Durante el segundo trimestre del año, la Junta Directiva del Banco de la República no modificó las tasas de intervención. De esta forma, la tasa lombarda de expansión se mantuvo en 15,5%, la tasa lombarda de contracción en 8,0%, la tasa de la subasta de expansión en 11,5% y la tasa de la subasta de contracción en 10,5%.

En marzo del presente año, la Junta Directiva adoptó una nueva línea de referencia para la base monetaria en 2001, con carácter preliminar. La nueva estimación incorporó los cambios en el comportamiento de la demanda de efectivo ocasionados por el aumento en el impuesto a las transacciones financieras a tres por mil de comienzos de año, y corrigió la estimación de M3, debido a que el supuesto inicial de velocidad constante para este agregado no se estaba cumpliendo. Con base en esta línea de referencia se definieron los cupos de REPO de expansión y de contracción a un día durante abril, mayo y junio. En el mes de abril el cupo promedio de REPO de expansión a un día fue de \$467 miles de millones (mm), en mayo de \$931 mm y en junio de \$1.114 mm, los cuales fueron utilizados parcialmente por el mercado en porcentajes que variaron entre el 50% y el 60%. Así mismo, los cupos promedio de las subastas de contracción a un día en abril, mayo y junio fueron de \$252 mm, \$337 mm y \$444 mm, respectivamente, los cuales se utilizaron entre el 20% y el 40%.

La expedición de la norma que, desde mediados de marzo, exime del pago del impuesto del tres por mil a los retiros de algunas cuentas de ahorro en entidades hipotecarias hasta por un monto de \$3,9 millones mensuales pudo haber afectado de nuevo el comportamiento tanto del efectivo en poder del público como de la base monetaria. Ello explicaría por qué estos agregados se ubicaron, en los últimos meses, por debajo del nivel estimado en la línea de referencia adoptada en marzo. Este factor, sumado a la revisión de las estadísticas y la senda esperada de M3, motivó una nueva estimación de la línea de referencia de la base monetaria, la cual fue aprobada por la Junta Directiva del Banco, el pasado 27 de junio. La nueva línea conlleva un crecimiento de la base monetaria a fin de año de 4,8% y para el promedio del año de 16,6%, inferior a los implícitos en la anterior línea de referencia.

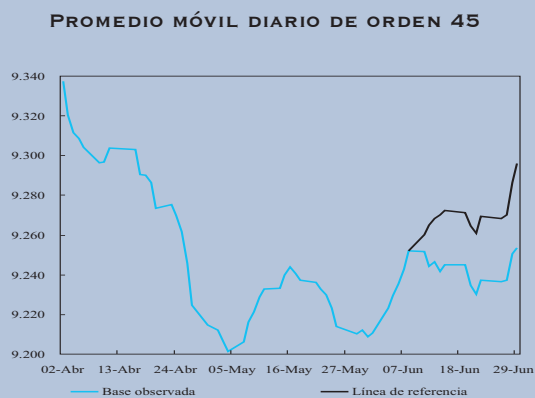
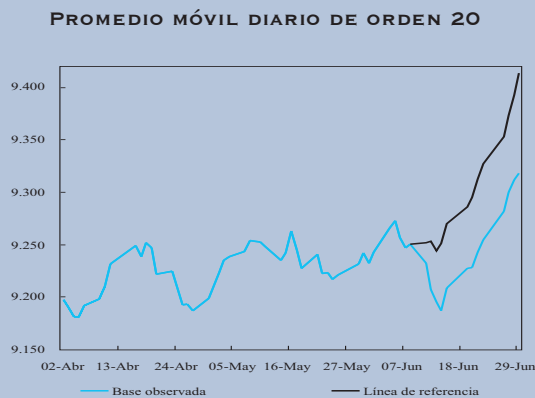
2. Agregados monetarios y crediticios

A continuación se describe el comportamiento de los agregados monetarios en los últimos tres meses a partir de la evolución de la base monetaria, los medios de pago, la oferta monetaria ampliada y la cartera del sistema financiero.

Base monetaria

La base monetaria al 29 de junio se situó en \$9.477 mm, con una tasa de crecimiento durante el año completo de 13,2%. Su promedio móvil de orden 20 finalizó 1,0% por debajo del promedio móvil de la nueva línea de referencia. Por otra parte, el promedio móvil de orden 45 se situó 0,5% por debajo del promedio móvil de la nueva línea de referencia (Gráfico 7).

GRÁFICO 7
BASE MONETARIA Y LÍNEA DE REFERENCIA
 (MILES DE MILLONES DE PESOS)



Fuente: Banco de la República, SGEE.

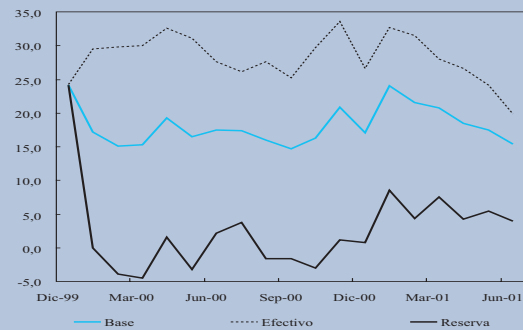
La tasa de crecimiento anual del saldo promedio de la base monetaria este último mes fue de 15,4%, 5,4 puntos porcentuales menor que la registrada en el mes de marzo. Por usos de la base monetaria, su comportamiento se explica por el menor ritmo de crecimiento del efectivo y de las reservas, el cual pasó de 28,0% y 7,5% en marzo a 19,9% y 7,0% en junio, respectivamente (Gráfico 8).

Medios de pago M1

El saldo de M1⁷ el 29 de junio cerró en \$14.107 mm, con una variación anual de 10,9% y para el año corrido de -15,6%. En este último mes, la tasa de cre-

⁷ A partir de junio 29 de 2001 se excluyen los depósitos en cuenta corriente de las entidades en liquidación.

GRÁFICO 8
BASE MONETARIA Y SUS USOS
 (VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL DEL PROMEDIO MENSUAL)



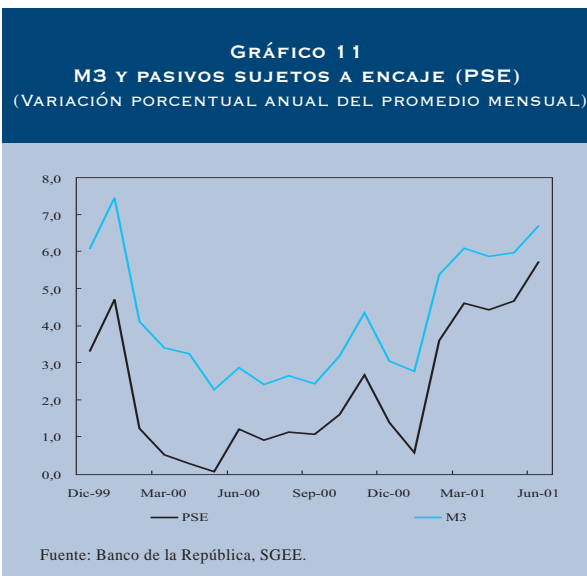
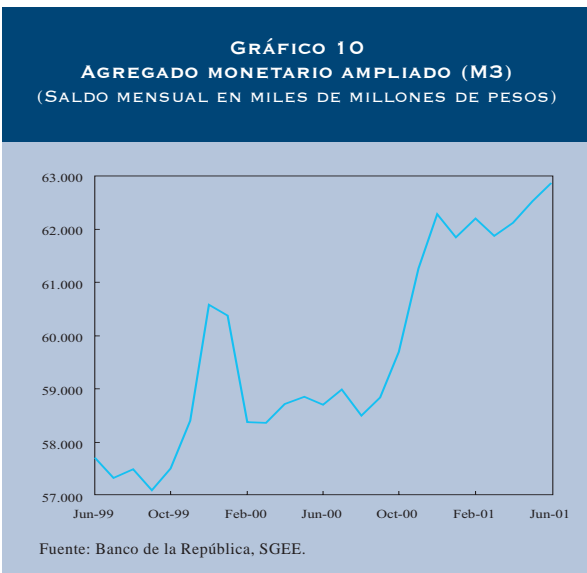
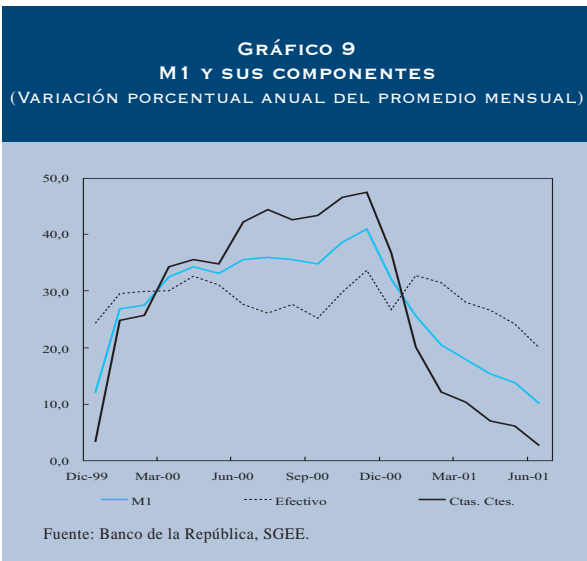
Fuente: Banco de la República, SGEE.

cimiento anual de su saldo promedio fue menor que la registrada en marzo al pasar de 17,9% a 10,2%. La desaceleración de M1 resulta del menor ritmo de crecimiento del efectivo, ya comentado, y de la menor tasa de crecimiento de las cuentas corrientes, las cuales pasaron de crecer 10,4% en marzo a 2,7% en junio (Gráfico 9).

M3

El saldo del agregado monetario más amplio de liquidez, M3⁸, se situó el 29 de junio en \$62.838 mm con una tasa de crecimiento anual de 7,1%, mayor que el que se registró en marzo (6,0%) (Gráfico 10). De igual manera, la tasa de crecimiento anual del saldo promedio de M3 registrada en junio fue mayor que la de marzo, al pasar de 6,1% a 6,7%. Por su parte, la tasa de crecimiento anual de los pasivos sujetos a encaje (PSE) aumentó en junio, pasando de 4,6% a 5,7%. Al igual que aconteció en el primer trimestre del año, la recuperación de M3 y de los PSE durante el segundo trimestre se dio a pesar de la fuerte desaceleración de las cuentas corrientes, y fue posible sobre todo gracias al mayor crecimiento que han exhibido las cuentas de ahorro (de -1,1% en marzo a 5,0% en junio). En esta oportunidad, sin embargo,

⁸ A partir de junio 29 de 2001 se incluye en M3 los CDT emitidos por las entidades financieras especiales y los depósitos a la vista de las entidades financieras no bancarias. Así mismo, se reclasifica los depósitos de las entidades en liquidación como depósitos restringidos.



los CDT no contribuyeron a acelerar el crecimiento de M3, como sí sucedió en el primer trimestre, toda vez que su tasa de crecimiento se redujo de 8,1% en marzo a 5,4% en junio (gráficos 11 y 12).

Entre marzo y junio el multiplicador monetario promedio de M3 disminuyó pasando de 6,804 a 6,703, debido al incremento del coeficiente de efectivo y el coeficiente de reserva, los cuales pasaron de 0,112 a 0,113 y de 0,052 a 0,054 (Gráfico 13).

Crédito

Durante el segundo trimestre de 2001, la cartera total del sistema financiero continuó contrayéndose en términos nominales aunque a un ritmo menor que en el pasado. En particular, el saldo de la cartera neta total del sistema financiero, sin FEN, en moneda nacional y extranjera, ascendió el 29 de junio a \$45.537 mm con un crecimiento anual de -2,4% y de -0,4% para el año corrido. En moneda nacional, su tasa de crecimiento anual fue -0,3% y en moneda extranjera -23,0%. La tasa de crecimiento anual de la cartera en moneda extranjera equivalente en dólares fue de -28,6%. Finalmente, el crecimiento anual del saldo promedio de la cartera bruta nominal en moneda nacional para el conjunto de intermediarios financieros en el mes de junio fue mayor que el de marzo al pasar de -3,1% a -1,1%.

La menor contracción que continuó registrando la cartera en el segundo trimestre obedeció a la recuperación del crédito no hipotecario. En efecto, al excluir la cartera de los bancos hipotecarios (resto del sistema), la tasa de crecimiento para el saldo promedio restante, medido en términos nominales, pasó de 8,9% a 10,5% entre marzo y junio, lo que permitió una expansión en términos reales por segundo trimestre consecutivo (gráficos 14 y 15).

Al observar las series de cartera por grupos de intermediarios financieros, queda claro que la recuperación de la cartera no hipotecaria se ha dado sobre todo para entidades privadas. Así, en junio se registró un incremento en la tasa de crecimiento anual del saldo promedio de la cartera no hipotecaria de las entidades privadas pasando de 8,8% en

GRÁFICO 12
PASIVOS SUJETOS A ENCAJE (PSE)
Y SUS COMPONENTES
 (VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL DEL PROMEDIO MENSUAL)

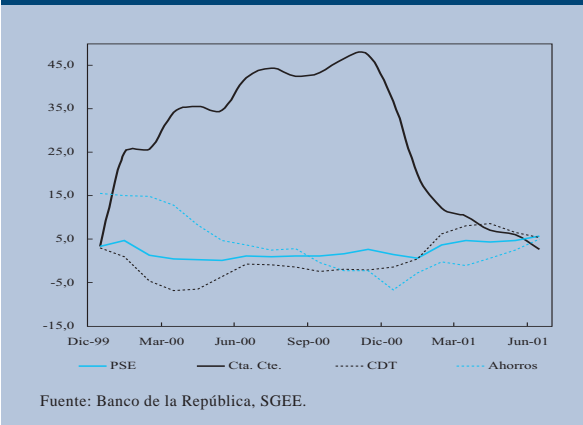


GRÁFICO 15
CARTERA BRUTA REAL EN MONEDA NACIONAL
DEL SISTEMA FINANCIERO SIN FEN
 (VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL DEL SALDO PROMEDIO MENSUAL)

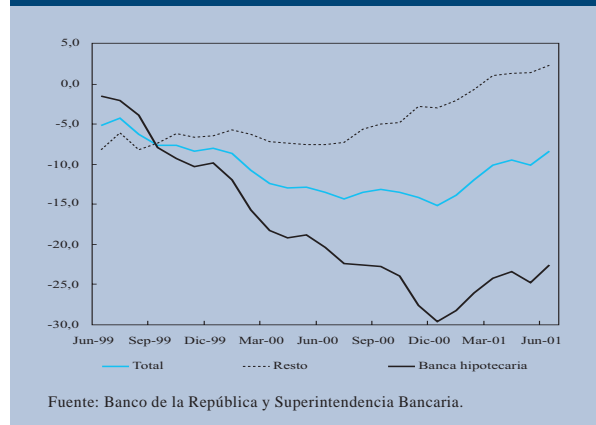


GRÁFICO 13
MULTIPLICADOR DE M3

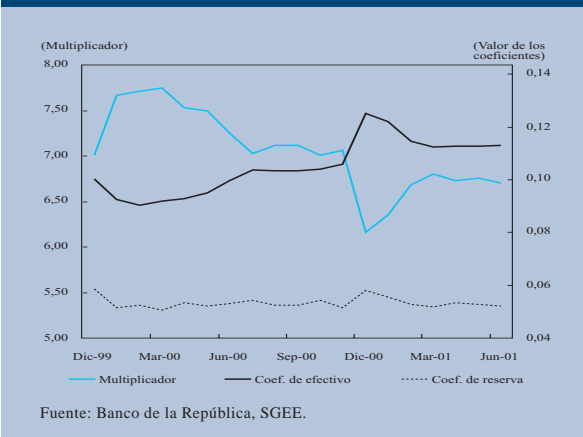


GRÁFICO 16
CARTERA NETA TOTAL, MONEDA NACIONAL
 (VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL DEL SALDO PROMEDIO MENSUAL)

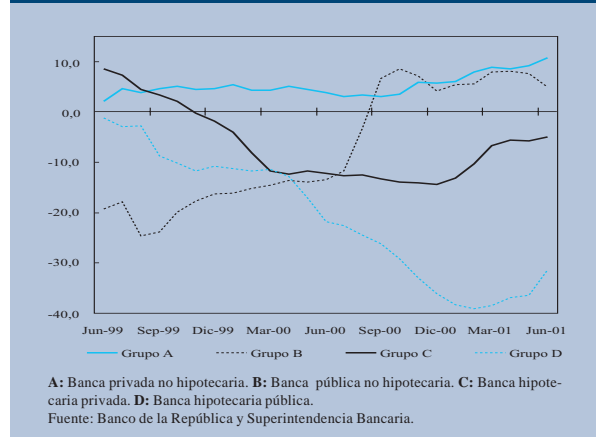
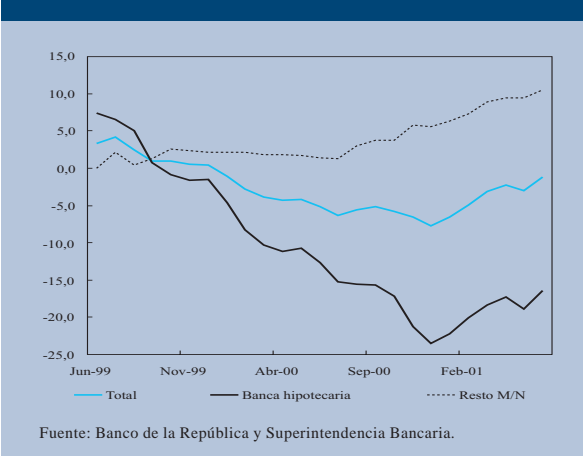


GRÁFICO 14
CARTERA BRUTA NOMINAL EN MONEDA NACIONAL
DEL SISTEMA FINANCIERO SIN FEN
 (VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL DEL SALDO PROMEDIO MENSUAL)



marzo a 10,8% en junio. Por el contrario, la tasa de crecimiento anual de la cartera pública no hipotecaria, si bien continuó expandiéndose, entre marzo y junio, lo hizo a una tasa ligeramente inferior (5,0%) (Gráfico 16).

Cabe señalar que el comportamiento de la cartera descrito anteriormente se explica, en parte, por el efecto estadístico asociado con los retiros de cartera de los balances de los intermediarios financieros. 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 venta de cartera a entidades por fuera del sistema y las reliquidaciones de la

cartera hipotecaria. Al limpiar la cartera con esta metodología, puede obtenerse una mejor idea del comportamiento del crédito nuevo del sistema financiero. El Cuadro 5 presenta una estimación del comportamiento de la cartera si los retiros mencionados no se hubieran producido. A diferencia de la cartera bruta, esta cartera corregida ha mostrado crecimientos nominales positivos desde enero del año 2000, con tasas anuales que fluctuaron entre 3,1% y 7,0%. Según estas cifras la cartera bruta en moneda nacional habría crecido a una tasa anual de 4,2% en mayo.

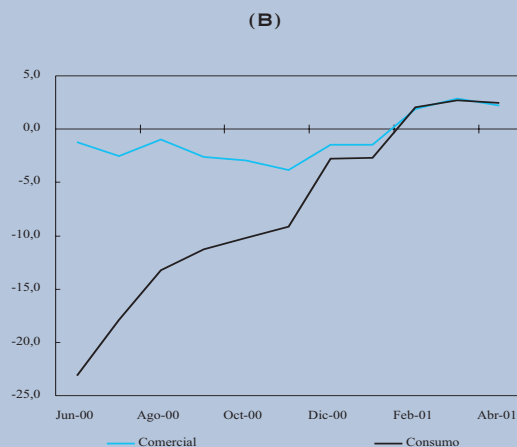
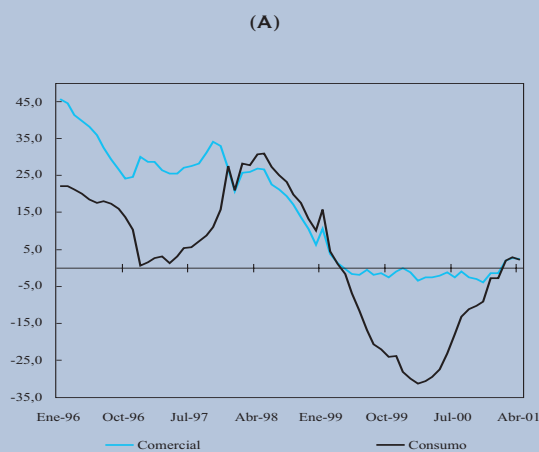
Por último, en el Gráfico 17 se presenta la tasa de crecimiento anual de la cartera por crédito comercial y por crédito de consumo. Luego de haber caído continuamente desde abril de 1999, los dos tipos de crédito registraron tasas de crecimiento positivas en febrero del presente año. Esta tendencia se mantuvo en marzo y abril, aunque este último mes se registró una leve caída en el ritmo de crecimiento del crédito comercial y el crédito de consumo pasando de 2,9% y 2,7% en marzo a 2,2% y 2,4% en abril, respectivamente.

3. Tasas de interés

La tasa de captación promedio medida por la DTF se ubicó al cierre de junio de 2001 en 12,7%, valor igual al observado el mes anterior y menor en 0,3 puntos porcentuales a la observada a finales de marzo. Por su parte, la tasa total Banco de la República⁹ (de colocación) cerró en 18,6%, 0,1 puntos porcentuales inferior a la registrada en el mes de mayo e inferior en 0,3 puntos porcentuales a la de finales del primer trimestre de 2001 (Gráfico 18). De otro lado, la tasa de interés interbancaria promedio durante el mes de junio se ubicó en 11,4%, 0,2 puntos porcentuales inferior a la registrada en el mes inmediatamente anterior y 0,6 puntos porcentuales menor que el promedio obtenido a finales de marzo (Gráfico 19).

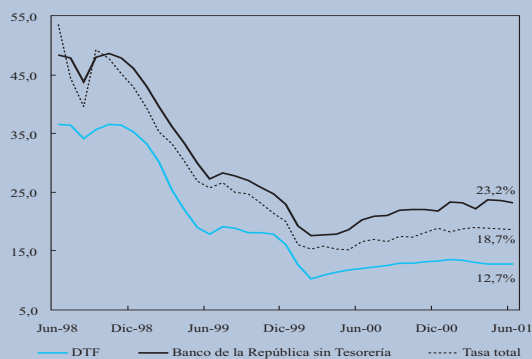
⁹ Tasa Total Banco de la República es aquella que incluye las tasas de crédito de consumo, ordinario, preferencial y de la Tesorería ponderadas por el valor total de colocación.

GRÁFICO 17
CARTERA COMERCIAL Y DE CONSUMO - TOTAL SISTEMA FINANCIERO (CIFRAS NOMINALES)
 (VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL)



Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

GRÁFICO 18
TASAS DE INTERÉS ACTIVAS Y PASIVAS
 (TASA EFECTIVA ANUAL)



Fuente: Banco de la República, SGEE.

CUADRO 5
CARTERA BRUTA AJUSTADA DEL SISTEMA FINANCIERO EN MONEDA NACIONAL 1/
(MILLONES DE PESOS)

Período		Cartera bruta 2/ M/N (a)	Variación %	Cartera retirada 3/ M/N (b)	Variación %	TES Ley 546 (c)	Cartera bruta corregida (d)	Variación %
1999	Dic.	47.230.673	1,1	7.231.853	73,4		54.462.526	7,0
2000	Ene.	46.107.279	(1,4)	7.530.062	64,6		53.637.341	4,5
	Feb.	45.444.189	(2,7)	7.608.283	60,7	188.984	53.241.456	3,5
	Mar.	44.908.963	(4,3)	7.842.072	56,1	1.009.811	53.760.845	3,5
	Abr.	45.047.163	(3,1)	7.735.471	53,8	1.424.182	54.206.815	5,2
	May.	44.330.299	(4,9)	8.533.174	62,7	1.554.655	54.418.128	4,9
	Jun.	44.405.167	(5,7)	8.549.994	56,7	1.606.548	54.561.709	3,8
	Jul.	44.396.256	(4,5)	8.358.096	38,0	1.888.354	54.642.705	4,0
	Ago.	43.866.250	(4,4)	8.411.890	35,2	1.875.198	54.153.338	3,9
	Sep.	44.313.825	(5,3)	8.800.999	38,4	1.865.097	54.979.921	3,4
	Oct.4/	43.722.658	(5,7)	10.274.021	59,2	1.859.460	55.856.139	5,8
	Nov.	43.725.868	(7,3)	10.179.676	56,8	1.888.094	55.793.637	3,9
	Dic.	44.026.625	(6,8)	10.229.230	41,4	1.879.428	56.135.283	3,1
2001	Ene.	43.641.768	(5,3)	10.150.433	34,8	1.873.579	55.665.780	3,8
	Feb.	43.594.076	(4,1)	10.085.970	32,6	1.939.551	55.619.598	4,5
	Mar.	43.814.625	(2,4)	10.096.405	28,7	2.210.940	56.121.970	4,4
	Abr.	43.550.702	(3,3)	10.437.012	34,9	2.231.097	56.218.810	3,7
	May.	43.921.355	(0,9)	10.539.444	23,5	2.254.746	56.715.545	4,2

(d) = (a) + (b) + (c).

Nota: A partir de enero de 2000, se revisó la serie de cartera retirada, debido a nueva información del BCH. Adicionalmente, el 7 de diciembre de 2000, la Cooperativa de Grado Superior Coopcentral compró cartera que estaba en administración por \$3.255 millones.

1/ Esta información es provisional debido a que algunos rubros se calculan con base en estimaciones, ya que los intermediarios financieros están modificando sus estados financieros.

2/ A partir de marzo de 2000 incluye los balances de liquidación del BCH suministrados por la Superintendencia Bancaria.

3/ Para realizar los ajustes de cartera se tuvieron en cuenta las siguientes características:

- Los alivios de cartera hipotecaria no incluyen las cuentas por cobrar del sistema financiero con el gobierno.

- No incluye la cartera en administración por Fogafin de 1999, debido a que la Superintendencia Bancaria a finales de 1999 creó la cuenta 821905, y no se ha reprocesado hacia atrás.

- Se incluye la cartera de las entidades en liquidación de la cartera bruta calculada en esta Subgerencia.

- No se incluye el castigo de los bienes en dación de pago.

4/ El Gobierno Nacional mediante Decreto 1814 de septiembre 18 de 2000, autorizó al Fondo de Garantías de Instituciones Financieras (Fogafin) para realizar aportes de capital en sociedades anónimas de naturaleza pública, cuyo objeto principal sea la adquisición, la administración y la enajenación de activos improductivos de propiedad de establecimientos de crédito de la misma naturaleza. Por tal motivo, Fogafin creó una entidad para este fin llamada Central de Inversiones (CISA) que en el mes de octubre realizó la siguiente operación: En diciembre de 2000, Bancafé vendió cartera por \$1.153.000 millones, recibiendo como pago bonos Fogafin, pero, Bancafé sigue administrando esta cartera. Además, en octubre de 2000, Bancafé vendió cartera al Fondo Nacional del Café por \$ 33.600 millones. En noviembre del mismo año vendió cartera a Finagro por \$34.000 millones, recibiendo como pago efectivo. En abril de 2001, Bancafé realizó la segunda venta de cartera a CISA por \$350.061.867 millones y un Fideicomiso por \$58.771.616 millones.

Fuente: Cálculos de la Subgerencia de Estudios Económicos con base en los balances suministrados por la Superintendencia Bancaria y encuestas telefónicas.

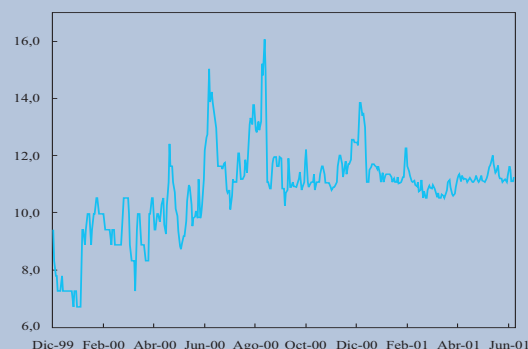
En cuanto a la tasa real (*ex post*), la de captación pasó de 4,8% en marzo pasado a 4,4% al cierre de junio, y la tasa real total Banco de la República pasó de 10,4% a 9,9% en igual período. Por el contrario, la tasa real total Banco de la República excluyendo los créditos de la Tesorería, aumentó de 13,3% a finales de marzo, a 14,2% en el segundo trimestre. Por su parte, la tasa interbancaria real promedio durante el segundo trimestre se ubicó en 3,0%, cifra muy similar al promedio exhibido durante el primer trimestre del año (gráficos 20 y 21).

Para los próximos meses no se anticipan cambios sustanciales en las tasas pasivas a diferentes plazos. El Gráfico 22 muestra cómo ha evolucionado la curva de rendimientos de la tasa básica de la Superintendencia Bancaria a diferentes plazos durante los últimos 12 meses. A lo largo del año 2000, la tasa básica a todos los plazos registró aumentos de alguna magnitud que se han moderado en lo corrido del año. Para el mes de junio, en particular, la curva de rendimientos disminuyó su pendiente gracias a que las tasas a plazos largos disminuyeron. En este mes las tasas entre 90 y 360 días se ubicaban entre 12,5% y 13,5%, cuando hace un trimestre lo hacían entre 13,0% y 14,5%, aproximadamente. Esto podría indicar que los mercados esperan estabilidad en materia de tasas de interés en el mediano plazo.

El Gráfico 23 ilustra el comportamiento de las curvas *spot* y *forward* para los últimos 12 meses de la TBS. La curva *spot* (línea gruesa) muestra la tasa básica a 90 días observada, mientras que las curvas *forward* (líneas delgadas) señalan en cada uno de sus puntos las expectativas de los agentes sobre la tasa a 90 días actualmente (primer punto), dentro de 30 días (segundo punto) y así sucesivamente hasta dentro de 360 días.

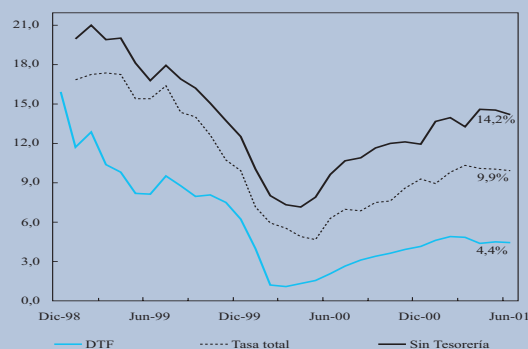
Las curvas *forward* sugieren que la tasa de interés a 90 días puede situarse alrededor del 14,0% en los próximos meses. De esta forma, los mercados esperan un repunte en las tasas aunque en menor cuantía que hace tres meses.

GRÁFICO 19
TASAS DE INTERÉS INTERBANCARIA NOMINAL
(PORCENTAJE)



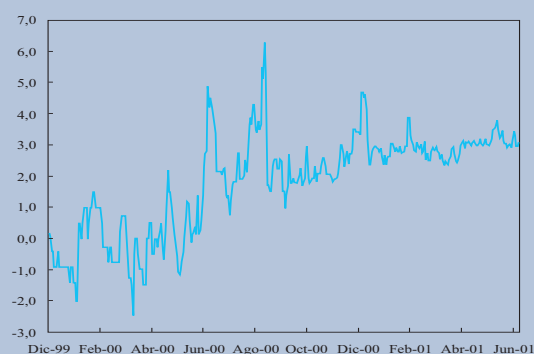
Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

GRÁFICO 20
TASAS REALES DE CAPTACIÓN Y COLOCACIÓN
DEL SISTEMA FINANCIERO
(PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

GRÁFICO 21
TASAS DE INTERÉS INTERBANCARIA REAL
(PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

4. Diferenciales de rentabilidad

En esta sección se presenta el diferencial entre la rentabilidad externa y la rentabilidad interna. La rentabilidad externa se define como aquella que esperan obtener los inversionistas locales si deciden invertir en activos denominados en dólares. Su cálculo se efectúa a partir de la tasa de interés externa de referencia y las expectativas de devaluación. Para este ejercicio, se toman como expectativas de devaluación aquellas implícitas pactadas en los contratos *forward* de venta de dólares entre 80 y 100 días realizados por el sistema financiero. Como tasa externa de referencia se tomó la tasa de certificados de depósitos a 90 días Nueva York. Por último, la tasa interna de referencia que se utilizó fue la DTF.

En el Gráfico 24 se comparan la rentabilidad externa esperada con la rentabilidad de las inversiones internas (medida por la DTF). Como lo ilustra el gráfico, durante todo el año 2001, la rentabilidad externa esperada y la interna se mantuvieron en niveles muy similares. Específicamente, durante el segundo trimestre del año, la rentabilidad interna fue ligeramente inferior a la esperada por los inversionistas en el exterior, como consecuencia del repunte en las expectativas de devaluación implícitas en los contratos *forward* para el mes de junio. En este último mes, las expectativas de devaluación analizadas derivadas de estos contratos eran de 10,1%.

5. Tipo de cambio nominal

La tasa de cambio nominal al cierre de junio se ubicó en \$2.299 por dólar frente a un nivel de \$2.311 por dólar al cierre del trimestre anterior. La devaluación anual se ubicó al cierre de junio en 7,5%, mientras que en el mes de junio la misma fue de -1,1% (gráficos 25 y 26).

Mientras los dos primeros meses del segundo trimestre fueron devaluacionistas, en junio la tasa de cambio promedio se revaluó arrastrada por la monetización de divisas por parte de la Tesorería Nacional.

Dicha intervención, junto con la exitosa colocación de bonos en el exterior por parte del Gobierno Na-

GRÁFICO 22
TASA BÁSICA A DIFERENTES PLAZOS (TBS)
CALCULADA POR LA SUPERINTENDENCIA BANCARIA
(PORCENTAJE)

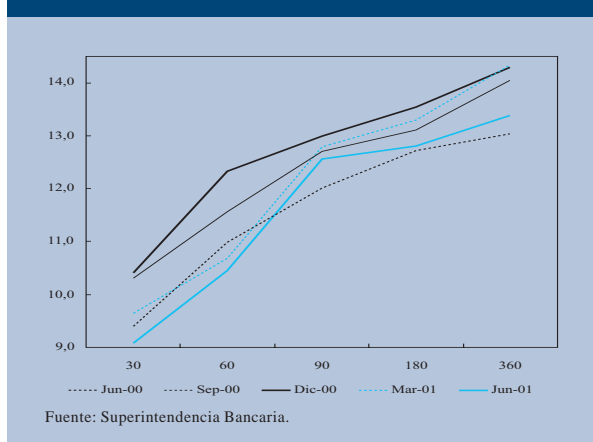


GRÁFICO 23
PROYECCIÓN TBS A 90 DÍAS
(PORCENTAJE)

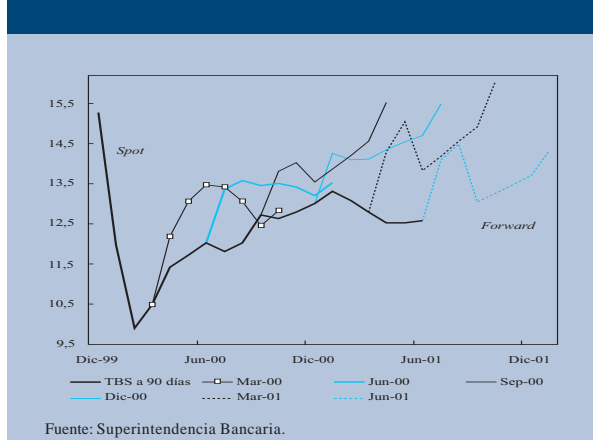
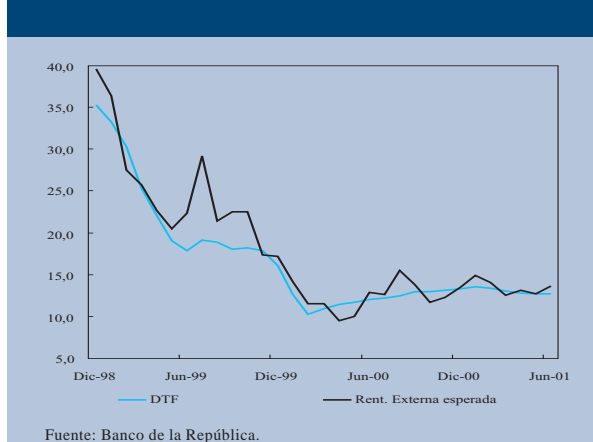


GRÁFICO 24
RENTABILIDADES INTERNA Y EXTERNA ESPERADA
(PORCENTAJE)



cional y las declaraciones del Ministro de Hacienda en torno a la posibilidad de que la Tesorería proceda a una nueva monetización de divisas, cambiaron las expectativas de los agentes e introdujeron estabilidad al mercado cambiario. A lo anterior se suma la nueva resolución expedida por la Superintendencia Bancaria, la cual obliga a los fondos de pensiones voluntarias a mantener dentro de cierto límite su posición descubierta en dólares.

En la actualidad, resulta difícil predecir la evolución futura de dólares, en especial por la incertidumbre que han generado sucesos externos como el de la crisis argentina. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que generalmente el segundo semestre del año es un período con alta oferta de divisas gracias a los reintegros por exportaciones de café y aquellas originadas de las transferencias de colombianos residentes en el exterior. Esta circunstancia puede contribuir a la estabilidad cambiaria en los próximos meses.

6. Tipo de cambio real

En promedio, la tasa de cambio real medida por el ITCR1 (1994 = 100), que utiliza el IPP del país y de sus 20 socios comerciales, se ubicó durante junio en 117,9. De esta forma, el citado indicador muestra una revaluación anual de 0,5% (devaluación real igual a -0,47%). Por otra parte, si se emplea el ITCR3 (1994 = 100), que utiliza el índice de precios al consumidor, se obtiene que la devaluación anual a junio fue de 1,4% (gráficos 27 y 28).

7. Precios de activos

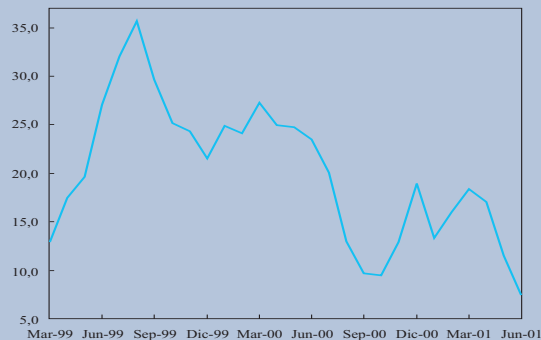
A continuación se presentan algunas variables que describen el comportamiento de los precios de algunos activos en Colombia. La primera de ellas, el Índice de la Bolsa de Bogotá (IBB), es un índice ponderado del precio de las 20 acciones de empresas colombianas que en las últimas 48 quincenas han registrado el mayor volumen y monto de transacciones en la Bolsa de Bogotá. Los ponderativos de cada una de las 20 acciones que componen el índice dependen de estos montos y volúmenes transados y son recalculados cada 15 días.

GRÁFICO 25
TASA REPRESENTATIVA DE MERCADO
(PESOS POR DÓLAR)



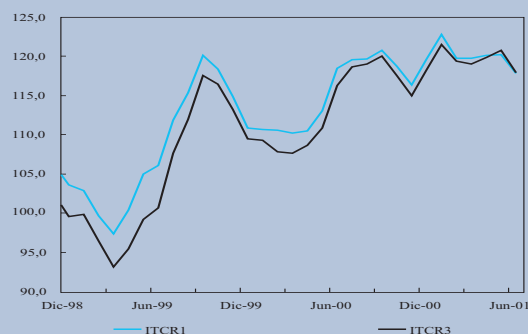
Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

GRÁFICO 26
DEVALUACIÓN NOMINAL ANUAL
(PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

GRÁFICO 27
ÍNDICE DE LA TASA DE CAMBIO REAL,
ITCR1 E ITCR3 (1994 = 100)



Fuente: Banco de la República, SGEE.

En los últimos tres meses, el IBB mantuvo la tendencia creciente que se inició a comienzos del año. A junio de 2001, este indicador había registrado un incremento del 15,9% respecto al nivel alcanzado en junio de 2000. (Gráfico 29)

Otra variable que brinda información acerca del comportamiento del precio de los activos es el índice de precios de vivienda¹⁰ calculado por el Departamento Nacional de Planeación (DNP) para Bogotá y Medellín desde 1994 con periodicidad mensual. En el Gráfico 30 se presenta la inflación de los precios de vivienda en Bogotá y Medellín y la inflación medida por el IPC. En abril y mayo, de acuerdo con este indicador, los precios de la vivienda para Bogotá continúan reajustándose a tasas cercanas al 5,0%, similares a las observadas a comienzos del año y mayores que las de 2000. Para Medellín, los precios de la vivienda seguían estancados en estos dos meses.

8. Indicador de condiciones monetarias

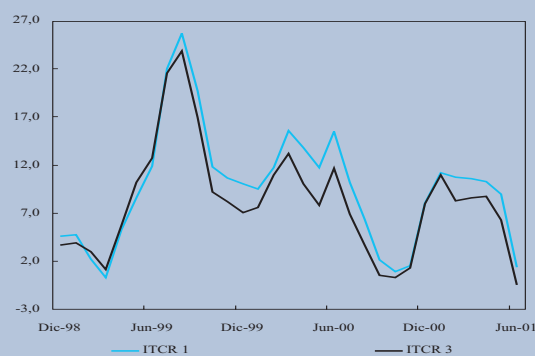
La trayectoria del indicador de condiciones monetarias de la demanda agregada para el segundo trimestre de 2001, sugiere que la postura de la política monetaria ha seguido siendo holgada en relación con el período base (1998:01 = 0). Esta situación, que se viene presentando desde hace varios trimestres, sigue siendo el resultado del efecto conjunto de unas bajas tasas de interés reales entre mayo y junio y de la devaluación real registrada en este período (Gráfico 31).

B. OFERTA Y DEMANDA

De acuerdo con el DANE, el crecimiento anual del PIB durante el primer trimestre de 2001 fue de 1,7%, inferior al observado en el cuarto trimestre del año anterior. Con este dato y con la información adicional disponible sobre el comportamiento de diferentes

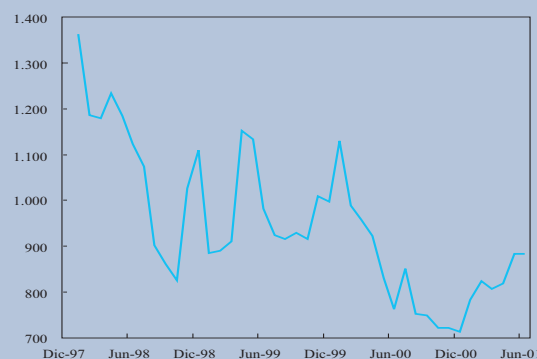
¹⁰ La información sobre precios de la vivienda corresponde a la recopilada por el DNP en la revista *La Guía*, la cual produce información sobre intenciones de transacción (compra y venta) de vivienda nueva y usada.

GRÁFICO 28
DEVALUACIÓN REAL ANUAL, ITCR1 E ITCR3,
(1994 = 100)
(PORCENTAJE)



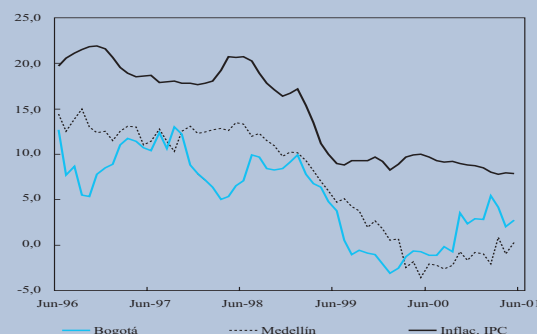
Fuente: Banco de la República, SGEE.

GRÁFICO 29
ÍNDICE DE LA BOLSA DE BOGOTÁ
(ENERO 1991 = 100)
(PORCENTAJE)

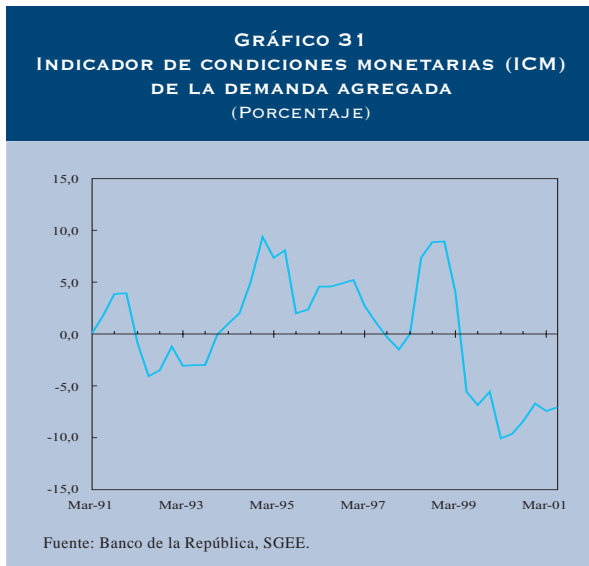


Fuente: Bolsa de Bogotá.

GRÁFICO 30
INFLACIÓN DE PRECIOS DE VIVIENDA EN BOGOTÁ
Y MEDELLÍN Y DEL IPC
1996:6-2001:5
(PORCENTAJE)



Fuente: DNP.



indicadores del sector real entre abril y junio, resulta claro que la economía ha crecido, durante el primer semestre del año, a un ritmo inferior al esperado en las proyecciones iniciales del gobierno. Pese a lo anterior, el crecimiento positivo del PIB de 0,4% durante el primer trimestre respecto al cuarto trimestre de 2000, no sugiere que la economía esté entrando en una nueva recesión.

Son varias las razones que explican el lento ritmo de crecimiento, la mayoría de las cuales fueron identificadas en el Informe sobre Inflación de marzo. Dentro de ellas se destacan los problemas de oferta relacionados con la reducción en la producción de petróleo en Caño Limón y la inversión en el sector minero por motivos de orden público, y la fuerte contracción de la producción de bebidas a raíz de la huelga que afectó a la empresa líder del sector durante cerca de tres meses. Estas circunstancias, que ya se habían hecho presentes durante el cuarto trimestre de 2000 explicando parte del menor crecimiento observado en el mes de diciembre, se intensificaron durante los primeros tres meses de 2001. Adicionalmente, algunas industrias como la azucarera han enfrentado problemas de materias primas que han frustrado una expansión de su producción en lo corrido del año¹¹.

¹¹ Por alteraciones climáticas presentadas durante el año pasado, la producción de caña de azúcar en la zona del Valle del Cauca y su rendimiento, se ha visto disminuido en los primeros meses de este año.

Si se descuenta estos choques, el crecimiento anual del primer trimestre no sugiere cambios en las tendencias de crecimiento de la economía frente a lo observado en la segunda mitad de 2000. De acuerdo con estimaciones del Ministerio de Hacienda, los efectos directos e indirectos sobre el crecimiento, de la semiparálisis tanto en la producción de crudo en Caño Limón como en la inversión en el sector de minas, fueron de 0,52 puntos porcentuales, mientras que los de la huelga en el sector de bebidas ascendieron a 0,43 puntos porcentuales. Lo anterior sugiere que, en ausencia de estos choques, la economía hubiera podido crecer a una tasa anual de 2,7% durante el primer trimestre del año. Este ritmo es superior al del cuarto trimestre de 2000 y muy similar al promedio observado en el segundo semestre de ese año, aunque todavía insuficiente para alcanzar la meta inicial de crecimiento del gobierno.

Pero además de los choques de oferta mencionados, durante el primer semestre se han hecho presentes otros factores que explican el lento crecimiento económico y en especial la debilidad del consumo doméstico. Dentro de estos conviene señalar la reducción del poder adquisitivo del sector cafetero a raíz del desplome de los precios internacionales, los altos niveles de desempleo y el incremento de la tasa impositiva del IVA desde comienzos de año. Adicionalmente, la desaceleración de la economía americana ha mermando el ritmo de crecimiento de las exportaciones dirigidas hacia este mercado en comparación con lo observado el año pasado.

1. Consideraciones generales

De acuerdo con las cifras del DANE, el lento crecimiento durante el primer trimestre se hizo particularmente evidente en tres ramas de la producción. En primer lugar, en el sector minero, a raíz de la contracción de la producción de petróleo. En segundo lugar, en el sector industrial, como consecuencia de la contracción de la producción de la industria de bebidas y del lento crecimiento de la industria de alimentos. Y por último, en el sector de la construcción de obras públicas, como consecuencia de la escasa inversión en minería ya señalada y

de los problemas que enfrentaron varias obras contratadas por el gobierno bajo la figura de concesión (Cuadro 6).

A marzo, la mayoría de las otras ramas de la producción presentaban crecimientos cercanos a los esperados. En el caso del comercio y del transporte por ejemplo, se presentaron crecimientos cercanos al 3,0%, similares a los observados e finales del año pasado, aunque inferiores a los de comienzos de ese año.

En subsectores como el de la construcción privada (trabajos de construcción, construcciones y edificaciones) el crecimiento fue incluso mayor durante el primer trimestre (9,0%). Este desempeño, que podría estar señalando el comienzo de una nueva fase de expansión para el sector, después de varios años de contracción continua, fue liderado por la construcción de vivienda de interés social principalmente. Las cifras a abril para transacciones inmobiliarias

y licencias sugieren que esta tendencia de crecimiento para la construcción privada pudo haberse mantenido durante el segundo trimestre y que quizá se extienda hacia el segundo semestre (gráficos 32 y 33). Igualmente, en el caso de la industria, durante el primer trimestre, los sectores de bienes de capital y de algunos bienes intermedios mantuvieron un ritmo de crecimiento entre el 10 % y el 20% anual, y en el caso de algunas industrias individuales como la de equipo y maquinaria no eléctrica, incluso superior al 20%.

Durante el segundo trimestre, los diferentes indicadores del sector real indican que la economía ha continuado expandiéndose, aunque a un ritmo lento. A mayo, último mes para el cual se dispone de información de la muestra mensual manufacturera, el crecimiento año corrido de la industria sin trilla de café fue de 3,4%, ligeramente mayor que el del primer trimestre. Esta tendencia es confirmada por los resultados de la Encuesta de Opinión Conjunta de la

CUADRO 6
PRODUCTO INTERNO BRUTO TRIMESTRAL, POR RAMAS DE ACTIVIDAD ECONÓMICA
(VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL)

	2000 (e)					2001(e)
	I	II	III	IV	Anual	I
PIB	2,4	3,4	3,2	2,3	2,8	1,7
Agricultura, silvicultura, caza y pesca	1,9	7,5	3,5	7,9	5,2	3,4
Explotación de minas y canteras	(0,9)	(7,3)	(7,5)	(5,8)	(5,4)	(4,0)
Petróleo, gas natural y otros	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	(11,1)
Electricidad, gas y agua	3,6	1,7	1,0	2,9	2,3	1,8
Industria manufacturera	8,6	11,5	13,0	6,4	9,8	2,2
Bebidas	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	(10,8)
Azúcar	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	(0,5)
Construcción	(6,7)	(1,8)	0,3	5,1	(1,0)	(3,4)
Trabajos de construcción y edificación	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	9,0
Trabajos y obras civiles	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	(12,7)
Comercio, reparación, restaurante y hoteles	3,9	7,3	6,2	3,0	5,1	3,1
Transporte, almacenamiento y comunicación	3,4	4,0	3,9	3,2	3,6	2,6
Establec. financieros, seguros, Inmuebl. y servicio Empr.	(1,3)	(0,0)	1,1	0,7	0,3	1,0
Servicios sociales, comunales y personales	0,6	(2,1)	(1,1)	(1,6)	(1,0)	(0,4)

(e) Estimado
n. a. No aplica.
Fuente: DANE.

Asociación Nacional de Industriales (ANDI) a mayo, que señalan un crecimiento año corrido de la industria de 3,9% (Gráfico 34).

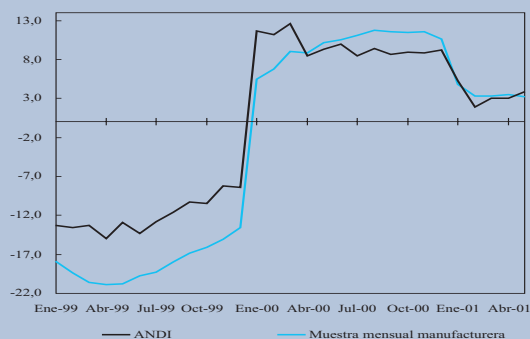
Para este mes, el sector de alimentos seguía mostrando un crecimiento bajo, sin embargo, una parte no despreciable de las industrias de bienes intermedios, bienes de capital y bienes de consumo continuaban expandiéndose a un ritmo razonable. Esto último también era especialmente válido para el caso de las industrias exportadoras, las cuales se han visto favorecidas por el dinamismo de la demanda proveniente de Ecuador y Venezuela principalmente. Por el contrario, aquellas industrias más dependientes del mercado interno han tenido mayores problemas para consolidar la recuperación.

Por otro lado, el consumo de energía eléctrica, un indicador coincidente de la actividad económica urbana, durante el segundo trimestre de 2001 mantuvo la tendencia de crecimiento moderado que se observa desde hace más de un año. Para los tres meses comprendidos entre abril y junio, el consumo de energía acumulado fue superior en 1,8% al observado en igual período del año anterior. Esta tasa es ligeramente inferior a la observada para el primer trimestre (2,3%) (Gráfico 35).

Algo similar puede concluirse del comportamiento de las importaciones a abril y el de las exportaciones no tradicionales a mayo. En el caso de las importaciones totales, su crecimiento anual para el año corrido a abril era de 18,5%. Como se puede apreciar en el Cuadro 7, todos los tipos de importaciones, han registrado un importante ritmo de crecimiento, y no solo las relacionadas con el Plan Colombia o con proyecto de transporte público de Bogotá (Transmilenio).

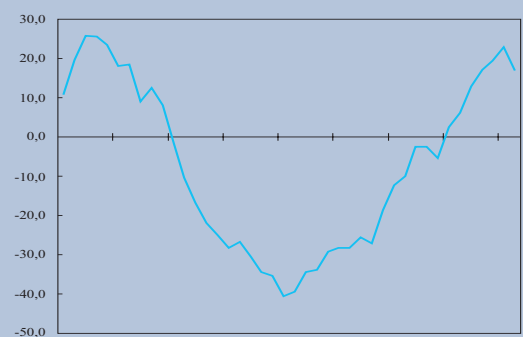
Respecto al valor en dólares de las exportaciones no tradicionales, solo para el mes de mayo su crecimiento fue de 15,5%, una cifra altamente satisfactoria si se tiene en cuenta el ya alto valor observado en igual mes del año anterior. Pero, además, el crecimiento de las exportaciones no tradicionales acumuladas para los primeros cinco meses del año fue de 17,0%, y el de los dos primeros meses del segundo trimestre de

GRÁFICO 32
TOTAL LICENCIAS DE CONSTRUCCIÓN
CRECIMIENTO 12 MESES
(CIFRAS A MAYO DE 2001)



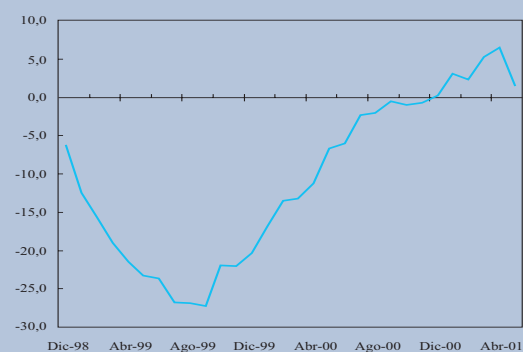
Fuente: DANE., Investigación de licencias de construcción.

GRÁFICO 33
VALOR DE LAS TRANSACCIONES INMOBILIARIAS
CRECIMIENTO 12 MESES, TOTAL OCHO CIUDADES
(CIFRAS A MAYO DE 2001)



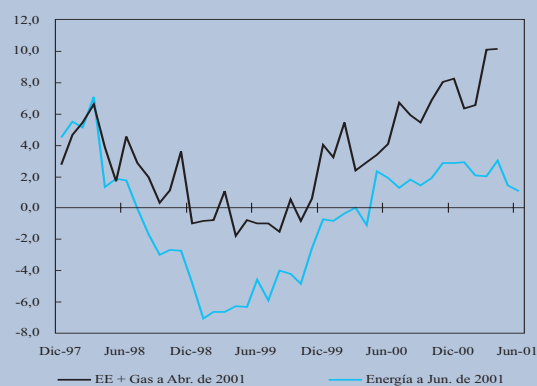
Fuente: Fedelonjas.

GRÁFICO 34
ÍNDICE DE PRODUCCIÓN REAL DE LA INDUSTRIA
(VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL AÑO CORRIDO)
(CIFRAS A MAYO DE 2001)



Fuente: ANDI y DANE.

GRÁFICO 35
CRECIMIENTO ANUAL DEL CONSUMO MENSUAL
DE ENERGÍA Y DE ENERGÍA + GAS (INDUSTRIAL Y
RESIDENCIAL) EN MUTB / DÍA
(PORCENTAJE)



Fuente: ISA y Ecopetrol.

este año de 24,7%, mostrando una aceleración importante frente a lo ocurrido en el primer trimestre. Para el acumulado de los 12 últimos meses, el crecimiento anual también se ha acelerado ligeramente en los últimos dos meses y a mayo era de 18,0% (Gráfico 36). El buen desempeño de las exportaciones no tradicionales ha compensado parcialmente la fuerte contracción de las exportaciones de petróleo y café.

Al igual que aconteció el año pasado, durante los cinco primeros meses de 2001 el dinamismo de las exportaciones no tradicionales sigue siendo, sobre todo, el resultado del importante crecimiento que registran las exportaciones industriales (20,5% año corrido). Este buen desempeño ha sido posible gracias a la notable recuperación que han registrado las expor-

CUADRO 7
CRECIMIENTO ANUAL DE LAS IMPORTACIONES ACUMULADO A ABRIL
(MILLONES DE DÓLARES FOB)

Descripción	Enero-Abril		Variación	
	2000	2001	Absoluta	%
Bienes de consumo no duraderos	409,3	453,1	43,8	10,7
Bienes de consumo duraderos	193,7	259,8	66,1	34,1
Vehículos de transporte particular	78,5	100,8	22,3	28,4
Armas y equipo militar	6,7	18,9	12,2	180,8
(Incluye importaciones para Plan Colombia)				
Resto de bienes de consumo no duradero	108,5	140,1	31,6	29,1
Combustibles, lubricantes y Prod. conexos	94,9	64,3	(30,6)	(32,2)
Mat. primas y Prod. Int. para la agricultura	126,8	153,4	26,7	21,0
Alimentos para animales	49,6	50,8	1,2	2,5
Otras materias primas para la agricultura	77,2	102,6	25,4	32,9
Mat. primas y Prod. Int. para la industria	1.438,5	1.573,3	134,8	9,4
Materiales de construcción	50,1	60,4	10,3	20,5
Bienes de capital para la agricultura	6,5	8,6	2,0	31,3
Bienes de capital para la industria	721,4	871,4	150,0	20,8
Equipo de transporte (Incluye importaciones para Plan Colombia y Transmilenio)	385,3	617,8	232,5	60,4
No clasificados	2,2	1,7	(0,5)	(22,3)
Total	3.428,8	4.063,8	635,1	18,5

Fuente: Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN), manifiestos.

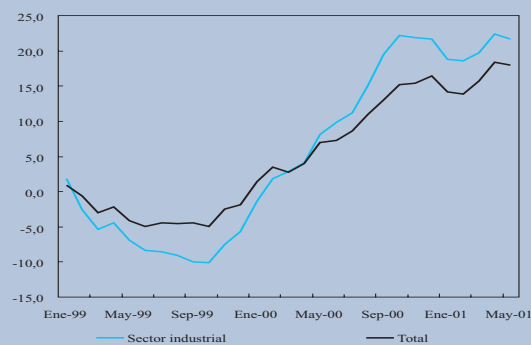
taciones dirigidas a Ecuador y al crecimiento de las exportaciones hacia Venezuela. En el caso de las exportaciones no tradicionales dirigidas hacia los Estados Unidos, año corrido a mayo crecerían a una tasa anual de 5,0%, menor que la del año pasado, posiblemente como consecuencia del menor crecimiento de la economía americana.

Por último, a mayo, el indicador de pedidos de la Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo se situó, por segundo mes consecutivo, en un nivel significativamente inferior al observado durante gran parte del año anterior y principios del presente. De otro lado, el indicador de existencias repuntó nuevamente en mayo, siendo su actual nivel superior al observado durante todo el año 2000, lo que podría estar anticipando un incremento no deseado de los inventarios de la industria (Gráfico 37). Así mismo, la percepción de situación económica de los industriales para el presente y a seis meses, también sufrieron algún deterioro en los últimos meses, como se recoge en el comportamiento del clima de negocios (Gráfico 38).

El desempeño reciente de los diferentes indicadores de actividad real sugiere que la economía colombiana siguió creciendo a un ritmo lento durante el segundo trimestre. Sin embargo, si se tiene en cuenta que algunos de los choques de oferta que se hicieron presentes a comienzos de año ya han comenzado a ser superados, cabe la posibilidad de que la tasa de crecimiento en el segundo trimestre supere marginalmente la observada en los primeros tres meses del año.

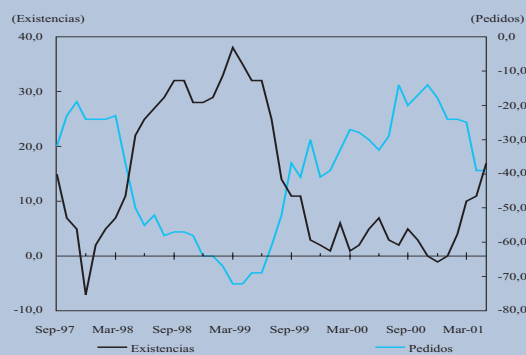
Para los próximos meses no se anticipan cambios sustanciales en estas tendencias, toda vez que no se prevén modificaciones en los factores que impiden un crecimiento mayor de la demanda interna. A esto se suma la evidencia creciente en torno a la desaceleración de la economía mundial, y concretamente de la economía americana, que repercute en la economía colombiana, no solo a través de un menor volumen de exportaciones sino a través de sus menores precios, especialmente en el caso de bienes claves, como son el

GRÁFICO 36
CRECIMIENTO DE LAS EXPORTACIONES
NO TRADICIONALES,
ACUMULADAS ÚLTIMOS 12 MESES
(PORCENTAJE)



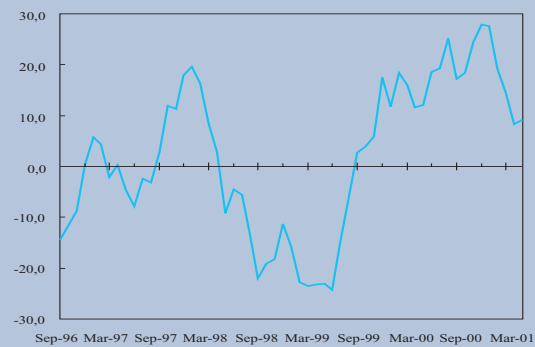
Fuente: DANE.

GRÁFICO 37
ENCUESTA DE OPINIÓN EMPRESARIAL
(BALANCES - CIFRAS A MAYO DE 2001)



Fuente: SGEE, con base en cifras de la encuesta de opinión empresarial (EOE) de Fedesarrollo.

GRÁFICO 38
CLIMA DE NEGOCIOS
(CIFRAS A MAYO DE 2001)



Fuente: Banco de la República, SGEE, con base en cifras de la EOE de Fedesarrollo.

café y el petróleo. Finalmente, la incertidumbre que podría derivarse de la crisis argentina, podría alejar capitales necesarios para financiar el crecimiento.

Debe señalarse, de todas maneras, que en los últimos meses se han presentado noticias favorables para la economía, las cuales mejoran las perspectivas de crecimiento hacia un futuro, como son la aprobación de la reforma a las transferencias en el Congreso de la República y la colocación exitosa de deuda externa para prefinanciar el gasto público de 2002 junto con el exitoso intercambio de la deuda interna. Todas estas noticias, unidas a la reducción gradual de la inflación, han permitido garantizar una mayor estabilidad cambiaria y reducir los costos de endeudamiento externo e interno.

2. Consumo

Es un hecho que el componente de la demanda total que menor dinámica exhibe durante 2001 y que explica gran parte del lento crecimiento del PIB es el

consumo. De acuerdo con las cifras del DANE, en el primer trimestre de este año, el consumo total creció a una tasa anual de sólo 1,2%. Si bien, este escaso crecimiento es en gran medida el resultado de la contracción del consumo del gobierno en 0,8%, también obedece a un lento crecimiento del consumo privado (1,9%) (Cuadro 8). Aún así, estas cifras muestran una aceleración en el crecimiento del consumo, especialmente en el privado, respecto al cuarto trimestre del año pasado.

Durante el segundo trimestre no se percibieron cambios sustanciales en el comportamiento del consumo, aunque sí puede presentarse una ligera aceleración de su crecimiento tal y como se desprende del comportamiento reciente de algunos indicadores. Es así como las ventas financiadas con tarjetas de crédito crecieron, en términos nominales, a una tasa anual de 10,8% en promedio para los meses de abril y mayo, frente a un crecimiento promedio de 6,9% en el primer trimestre (Gráfico 39). De igual manera, las ventas reales del comercio minorista, des-

CUADRO 8
CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB
DESDE EL PUNTO DE VISTA DE LA DEMANDA
(VARIACIÓN PORCENTUAL)

Concepto	2000 (e)					2001 (e)
	I	II	III	IV	Total	I
PIB	2,4	3,4	3,2	2,3	2,8	1,7
Importaciones totales	8,2	9,1	6,5	(0,3)	5,8	9,2
Oferta final	3,4	4,3	3,7	1,7	3,3	2,8
Consumo final	2,4	2,2	1,1	0,0	1,0	1,2
Hogares	2,7	3,9	2,6	1,3	2,6	1,9
Gobierno	1,3	(2,2)	(3,3)	(3,8)	(2,0)	(0,8)
Formación bruta de capital	8,7	20,1	17,0	4,6	15,3	7,2
Maquinaria y equipos	10,7	14,9	19,8	10,7	13,9	15,1
Equipo de transporte	6,8	28,9	(9,9)	(15,7)	1,2	39,1
Construcción y edificaciones	(16,1)	(11,5)	10,9	7,2	(3,2)	9,9
Obras civiles	(2,0)	4,3	(4,2)	4,5	0,6	(12,7)
Exportaciones totales	3,8	2,9	6,0	7,2	5,3	6,6
Demanda final	3,4	4,3	3,7	1,7	3,3	2,8

(e) Estimado.

Fuentes: Ministerio de Hacienda y Crédito Público y DANE.

contando combustibles, crecieron a una tasa anual de 1,3% en promedio en abril y mayo, cuando en el primer trimestre lo habían hecho al 1,1%. Finalmente, las importaciones de bienes, tanto las de consumo duradero como las de no duradero, en abril mantuvieron altas tasas de crecimiento.

Para el año corrido a abril, el crecimiento del valor de las importaciones de bienes de consumo era del 18,5% (11,1% para consumo no duradero y 34,3% para consumo duradero) (Gráfico 40).

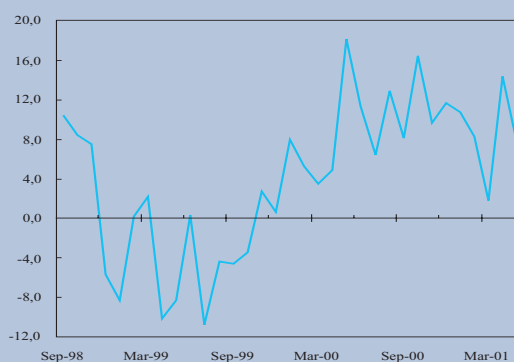
3. Inversión

Junto con las exportaciones, la inversión ha sido la demanda de mayor dinamismo en los últimos trimestres. Los resultados más recientes, además, parecieran contradecir los hallazgos de las encuestas de expectativas de algunos sectores sobre la situación económica para los próximos meses. En efecto, de acuerdo con el DANE, en el primer trimestre de 2001 su crecimiento anual fue de 7,2%, mayor que el observado en el cuarto trimestre del año anterior (4,6%), aunque menor que en el resto del año 2000 (Cuadro 8).

Si bien no es posible obtener cifras para la inversión desagregada entre pública y privada, de la desagregación que ofrece el DANE sí parece claro que buena parte del crecimiento de esta variable ha sido sostenida por la inversión privada, concentrada en inversión en maquinaria y equipo y en construcción y edificaciones. Por el contrario, la inversión pública, concentrada en buena parte en inversión en obras civiles se contrajo en el primer trimestre de 2001.

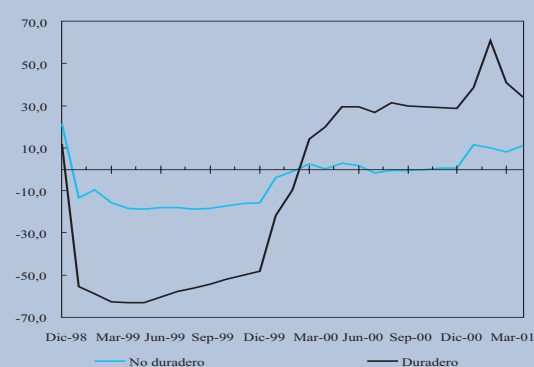
Para el segundo trimestre no se prevén cambios en la tendencia de crecimiento de la inversión, en especial la privada, a juzgar por el buen comportamiento que registraron las importaciones de bienes de capital y de bienes intermedios, dos indicadores de este tipo de gasto. El crecimiento en abril de estos dos tipos de importaciones fue significativo y conllevó una aceleración frente al crecimiento promedio del primer trimestre, incluso después de descontar las importaciones de bienes de capital efectuadas por concepto del Plan Colombia (Cuadro 7).

GRÁFICO 39
VENTAS EFECTUADAS CON TARJETAS DE CRÉDITO
TOTAL SISTEMA, A MAYO DE 2001
(VARIACIÓN PORCENTUAL NOMINAL ANUAL)



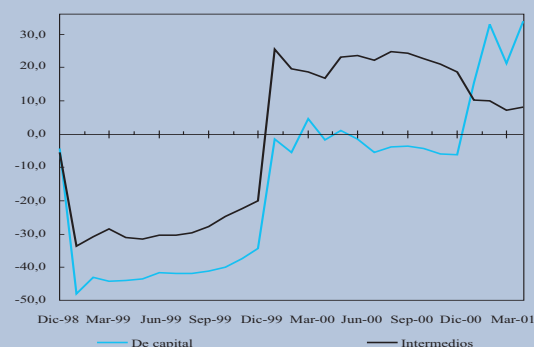
Fuente: Red Multicolor.

GRÁFICO 40
IMPORTACIONES DE BIENES DE CONSUMO
(VARIACIÓN PORCENTUAL AÑO CORRIDO A ABRIL DE 2001)
(PORCENTAJE)



Fuente: DIAN, manifiestos.

GRÁFICO 41
IMPORTACIONES
(VARIACIÓN PORCENTUAL AÑO CORRIDO A ABRIL DE 2001)
(PORCENTAJE)



Fuente: DIAN, manifiestos.

Año corrido a abril, las importaciones de bienes intermedios crecían a una tasa de 8,1% y las de bienes de capital lo hacían al 33,9% (Gráfico 41).

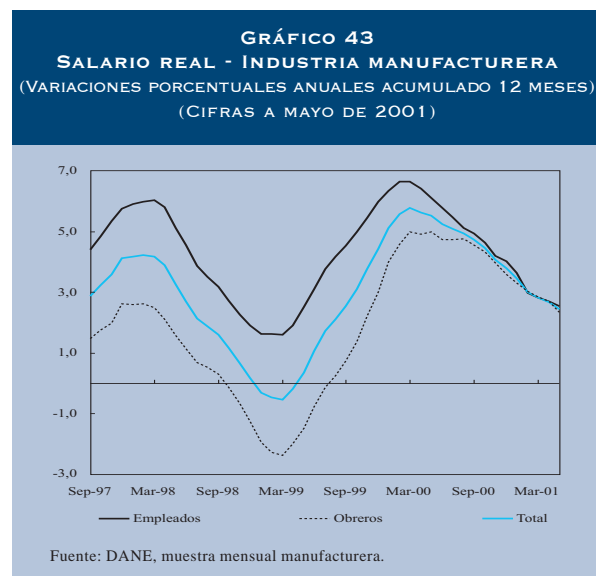
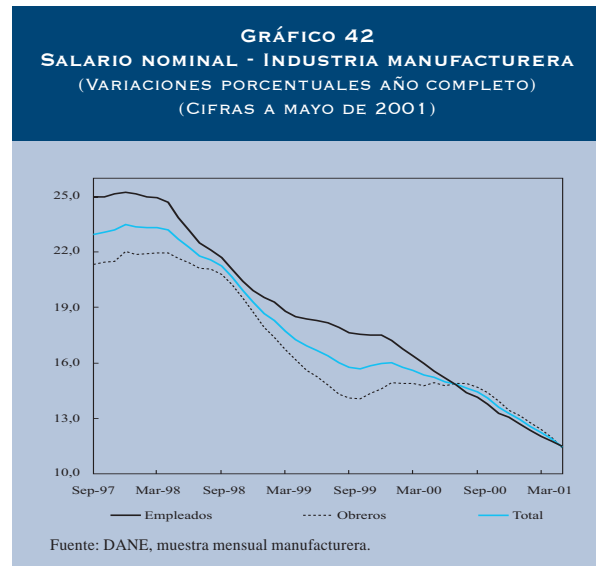
Dados los relativamente bajos niveles de las tasas de interés, por lo menos de aquellas que tradicionalmente están asociadas a la financiación de la inversión como son las del crédito ordinario, y el todavía bajo nivel de la inversión frente a los promedios históricos, en la actualidad estarían dadas las condiciones para que ésta siga creciendo en los próximos meses a tasas no muy diferentes a las observadas en trimestres anteriores. Ello siempre y cuando no surjan circunstancias que creen mayor incertidumbre acerca del desempeño económico futuro y que terminen desalentando la inversión. Es por esto que el retroceso del indicador de clima de negocios, reseñado anteriormente, es preocupante y debe ser seguido con cuidado, porque podría estar anticipando una disminución en la realización de proyectos de inversión en lo que resta del año.

C. SALARIOS Y EMPLEO

1. Salarios industriales

A mayo los reajustes del salario nominal de la industria seguían disminuyendo tal y como lo hicieron en 2000 y durante los dos primeros meses de este año. Para este último mes, el promedio de 12 meses del salario nominal industrial se reajustó a un ritmo anual de 11,5%, lo cual se compara favorablemente frente a la cifra de diciembre de 2000 (13,3%) y de febrero de este año (12,6%), la última información disponible en el informe trimestral de marzo. Al igual que en trimestres anteriores, la disminución en el ritmo del ajuste se sigue dando tanto para obreros como para empleados a una intensidad similar (Gráfico 42).

El menor ritmo de ajustes para el salario nominal de la industria continuó permitiendo una reducción en el ritmo de ajustes del salario real. Para mayo, el salario real promedio de los últimos 12 meses para



todos los tipos de trabajadores se reajustó a una tasa anual de 2,4%, inferior a la de diciembre de 2000 (3,6%) y a la de febrero de este año (3,0%). Al igual que para los salarios nominales, la disminución del ritmo de reajuste del salario real se ha observado para todos los tipos de trabajadores (Gráfico 43).

Cuando se incluyen las prestaciones, el ritmo de reajuste de la remuneración real (salarios más prestaciones) es incluso menor, lo cual resulta más compatible con el actual nivel de desempleo y con el lento crecimiento económico. Así, la remuneración real promedio de los últimos 12 meses para la totalidad de trabajadores permanentes se venía re-

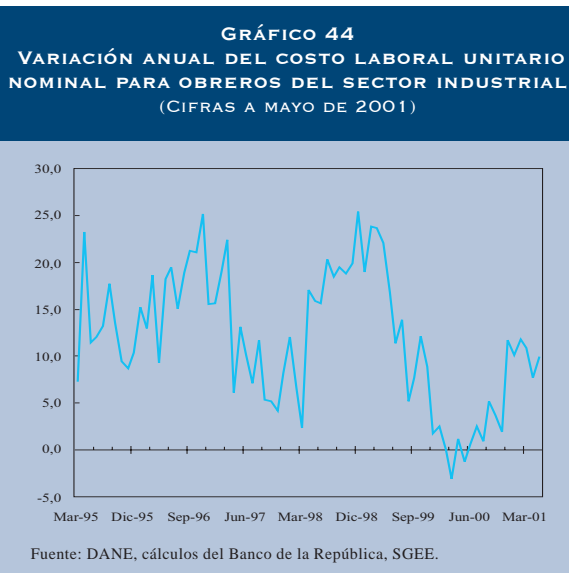
ajustando a abril a una tasa anual de 1,3% solamente, la de obreros temporales lo hacía al 1,0% y la de empleados temporales se contraía al 2,4%.

Si bien los reajustes salariales han continuado reduciéndose en lo corrido del año, la posibilidad de que se generen presiones inflacionarias originadas en los costos laborales puede haberse incrementado. Esto por cuanto dichos reajustes han sido mayores que la inflación, y los incrementos en la productividad laboral no han logrado compensar esta diferencia. De hecho, a partir de febrero y hasta abril se ha registrado una reducción de la productividad implícita en la industria respecto a los niveles observados en igual período del año anterior. De esta manera, el costo laboral unitario ha comenzado a registrar variaciones anuales superiores a las de la meta de inflación de este año, lo que de mantenerse puede inducir incrementos de los precios de los bienes industriales por encima del 8,0%. Durante los cinco primeros meses del año, el costo laboral unitario nominal registró variaciones anuales de 10,1% en promedio (Gráfico 44).

2. Empleo

De acuerdo con la encuesta continua de hogares (ECH), la tasa de desempleo para las 13 principales ciudades fue de 18,1%, superior en un punto porcentual a la que se observó en mayo de 2000, pero menor que la registrada, en promedio, durante el primer trimestre de este año (19,6%). En cuanto a la tasa de desempleo para el total de la Nación, en mayo ésta se situó en 14,3, también inferior a la cuantificada en el primer trimestre de este año en promedio (16,2%). La comparación con el año anterior no se puede efectuar para el agregado nacional porque las cifras no están disponibles.

Hasta abril de 2001, el incremento de la tasa de desempleo para las 13 ciudades principales, había sido el resultado del incremento de la oferta de trabajo, el cual no había podido ser absorbido por el crecimiento del empleo. Así, entre enero y abril de este año, la tasa global de participación (TGP) se situó, en promedio, 2,2 puntos por encima del nivel observado en igual período de 2000.



En mayo, sin embargo, la TGP registró la primera disminución anual en varios trimestres, sugiriendo una reducción de las presiones de oferta sobre el mercado laboral. Por lo tanto, y a diferencia de meses anteriores, el incremento anual de la tasa de desempleo en mayo tiene que ser atribuido sobre todo a una mayor debilidad en la creación de empleos antes que a un incremento en la oferta de trabajo. En efecto, mientras en el primer trimestre del año, el número de ocupados aumentó en 274 mil, en promedio, respecto a los niveles del año anterior, en abril y mayo el incremento respectivo fue solamente de 122 mil puestos de trabajo.

La mayor debilidad en el crecimiento del empleo para las 13 ciudades en los últimos meses no parece ser atribuible al comportamiento del empleo industrial, toda vez que éste continuó recuperándose en abril y mayo a un ritmo similar al observado en enero y febrero, tal como fue reseñado oportunamente en el Informe sobre Inflación de marzo. A mayo, el empleo total de la industria, de acuerdo con la información de la muestra mensual manufacturera del DANE, creció 2,3% respecto de mayo de 2000, un ritmo ligeramente mayor al registrado en febrero de este año. Al igual que en febrero, en mayo el crecimiento de esta variable seguía siendo sostenido por una importante recuperación en el empleo temporal exclusivamente. El empleo temporal industrial cre-

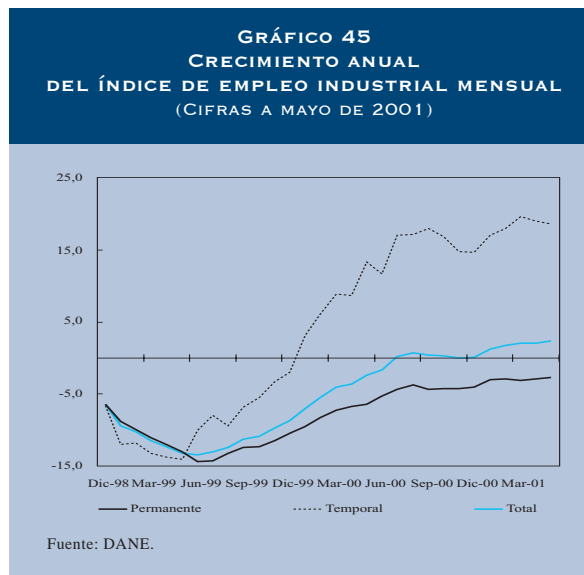
ció en mayo a una tasa anual de 18,5%, reportándose así una ligera aceleración frente al ritmo de expansión en febrero (17,9%) (Gráfico 45).

Por su parte, el empleo permanente seguía contrayéndose a tasas del 2,7% anual, inferiores a las del año pasado pero similares a las de comienzos del presente (Gráfico 45). De esta forma, resulta claro que los empresarios continúan efectuando la sustitución de empleo permanente por temporal, como suele ser común en épocas de débil crecimiento económico, y tan sólo retornarán a la contratación de trabajo permanente cuando la incertidumbre sobre la situación económica haya disminuido y la recuperación se haya consolidado.

3. Pactos de incremento salarial

En el Cuadro 9 se presentan las cifras sobre los incrementos salariales pactados a uno y dos años en las convenciones colectivas, reportados al Ministerio de Trabajo y Seguridad Social. La primera parte del cuadro muestra el porcentaje de trabajadores beneficiados por niveles de incremento, pactados a un año, en empresas de los sectores público y privado entre enero y junio del presente año. Para finales del segundo trimestre del presente año, el 55,9% de los trabajadores reportó haber pactado incrementos salariales a un año en el rango comprendido entre el 8,9% y el 11,0%, proporción mayor que la observada en marzo pasado (47,3%). Por otra parte, una importante proporción de los trabajadores (28,8%) siguió pactando incrementos salariales iguales al 8,75%, sin embargo, este porcentaje de trabajadores se redujo cerca de 10 puntos porcentuales, frente a lo observado en marzo pasado. Finalmente, la proporción de beneficiados por incrementos menores que el 8,75% y mayores que el 11,0% disminuyeron con respecto a lo observado en el primer trimestre del año.

En la segunda parte del Cuadro 9, se muestra el porcentaje de trabajadores beneficiados por rango de incremento salarial a dos años, de nuevo, pactados entre enero y junio del presente año. Como puede apreciar-



CUADRO 9
PORCENTAJE DE BENEFICIADOS POR NIVEL
DE INCREMENTO SALARIAL PACTADO
(ENERO-JUNIO DE 2001)

Negociaciones a un año				
<8,75	8,75	[8,9-11,0]	>11,0	
9,6	28,8	55,9		
Negociaciones a dos años				
<10,0	[10,0-15,0]	IPC	[IPC + 0,2-IPC + 2,0]	SML
17,6	3,0	36,7	41,0	1,8

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

se, el mayor porcentaje de beneficiarios se concentra dentro del rango comprendido entre $IPC + 0,2$ y $IPC + 2,2$, (41,0%). Este porcentaje es significativamente superior al reportado a finales del primer trimestre de 2001, cuando apenas el 28,4% de los beneficiarios se ubicaron en dicho rango. El porcentaje de beneficiarios cobijados por negociaciones salariales a dos años iguales al IPC disminuyó a 36,7% en junio, tras haberse situado en 59,7% durante los tres primeros meses del año. La mayor concentración de beneficiarios de negociaciones a dos años en rangos muy superiores al IPC podría estar anunciando un incremento en las presiones inflacionarias durante el próximo año por cuenta de unos mayores costos laborales.

D. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA

Durante los primeros dos meses del segundo trimestre, la utilización de capacidad instalada medida tanto por la ANDI como por Fedesarrollo, se recuperó frente al nivel observado en el mismo período del año anterior. Para el caso del indicador de Fedesarrollo, el nivel de utilización medida en mayo de este año fue de 67,7%, 0,2 puntos mayor que el de mayo de 2000, en tanto que el de la ANDI fue de 74,4%, 3,6 puntos mayor que el del año anterior (Gráfico 46).

En la actualidad, ambos indicadores se encuentran todavía por debajo de los niveles observados en épocas de crecimiento económico más sostenido como fue el caso de los registrados en de la década del 90. De esta forma, se mantiene la apreciación presentada en informes anteriores, en el sentido que todavía no existen razones para temer el surgimiento de presiones inflacionarias de demanda, por lo menos en el caso de los precios industriales, en los próximos meses.

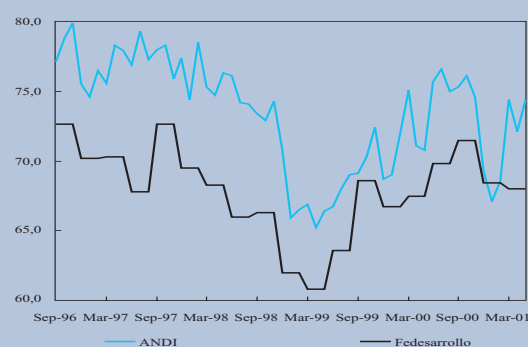
E. SITUACIÓN FISCAL

1. Resultados del primer trimestre de 2001

Al cierre del primer trimestre, y de acuerdo con mediciones preliminares, el sector público consolidado registró un déficit por \$855 mm, el cual equivale al 0,5% del PIB anual. Este resultado se enmarca dentro de los términos del acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI), el cual estableció como meta un déficit trimestral de \$1.000 mm. Frente al primer trimestre del año 2000 se observa un deterioro de la situación fiscal que se asocia, en su mayor parte, a un aumento del déficit del Gobierno Central y de una disminución del superávit del resto del sector público no financiero (Cuadro 10).

En los primeros tres meses del año, las finanzas del Gobierno Nacional central alcanzaron un déficit de 1,0% del PIB, el cual es inferior en 0,4% del PIB

GRÁFICO 46
UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA
(CIFRAS A MAYO DE 2001)



Fuente: ANDI y Fedesarrollo.

respecto al valor observado en el mismo período del año anterior. Frente al primer trimestre de 2000, los ingresos crecieron 12,6% y los gastos 14,8%. Las rentas con mayor dinamismo fueron los impuestos a la gasolina, transacciones financieras e IVA externo con crecimientos de 45,9%, 40,7% y 35,4%, respectivamente (Cuadro 11).

Por el lado del gasto, los intereses de la deuda crecieron 11,5%, el funcionamiento 15,8% y la inversión 13,5%. Dentro de los pagos de funcionamiento, los servicios personales se incrementaron 26,2%, los gastos generales 101,4% y las transferencias 7,7%. La expansión del rubro de gastos generales está asociada a la adquisición de equipo militar que demandó recursos por \$206 mm durante el trimestre. Finalmente, el préstamo neto ascendió a \$188 mm de los cuales se destacan las operaciones de crédito a través de la cuenta especial de deuda externa (CEDE) por \$83 mm y las operaciones de deuda garantizada por \$84 mm.

El financiamiento del déficit del gobierno provino, en su mayor parte, de los recursos del crédito externo e interno y del traslado de utilidades del Banco de la República, estas últimas equivalentes a \$1.452 mm. El financiamiento externo neto alcanzó \$1.685 mm producto de desembolsos por \$1.936 mm y amortizaciones por \$251 mm. El financiamiento interno neto se ubicó en \$682 mm con desembolsos de \$3.957 mm frente a amortizaciones por \$3.275 mm.

CUADRO 10
SECTOR PÚBLICO CONSOLIDADO, PRIMER TRIMESTRE (PR)
DÉFICIT (-) O SUPERÁVIT (+)

Concepto	Miles de millones de pesos		Porcentaje del PIB	
	2000	2001	2000	2001
Eléctrico	238,0	228,0	0,1	0,1
Carbocol	65,0	0,0	0,0	0,0
F.A.E.P.	410,0	238,0	0,2	0,1
Ecopetrol	607,0	701,0	0,4	0,4
Telecom	(100,0)	(112,0)	(0,1)	(0,1)
Resto de entidades 1/	(95,0)	(67,0)	(0,1)	(0,0)
Seguridad Social	482,0	129,0	0,3	0,1
Regional y local	308,0	(156,0)	0,2	(0,1)
Fondo Nacional del Café	(1,0)	28,0	(0,0)	0,0
1. Subtotal resto del sector público	1.914,0	989,0	1,1	0,5
2. Gobierno Nacional	(1.044,0)	(1.899,0)	(0,6)	(1,0)
A. Total sector público no financiero (SPNF) (1 + 2)	870,0	(910,0)	0,5	(0,5)
B. Pérdidas y ganancias de caja del Banco de la República	226,0	452,0	0,1	0,2
C. Pérdidas y ganancias de caja de Fogafin	(171,0)	64,0	(0,1)	0,0
D. Costo de la reestructuración financiera	(163,0)	(442,0)	(0,1)	(0,2)
E. Ajustes	(22,0)	(18,9)	(0,0)	(0,0)
F. Total sector público consolidado (A + B + C + D + E)	740,0	(854,9)	0,4	(0,5)

(pr) Preliminar.

1/ Incluye EPM y Emcali.

Fuente: Confis.

Las colocaciones de TES ascendieron a \$3.931 mm, de los cuales \$2.688 mm corresponden a inversiones convenidas y forzosas y \$1.243 mm a subastas.

2. Resultados a mayo

Al finalizar mayo, el Gobierno Nacional Central acumula un déficit de \$2.797 mm, el cual representa el 1,5% del PIB anual. Respecto al período enero-mayo de 2000, los ingresos crecen 20,5% y los gastos 18,0%. Las rentas más dinámicas son los impuestos de gasolina, transacciones financieras e IVA externo, con crecimientos de 44,4%, 42,7% y 36%, respectivamente (Cuadro 12).

Por el lado del gasto, los intereses de la deuda crecen 7,0%, el funcionamiento 18,7% y la inversión 52,6%. Dentro de los pagos de funcionamiento, los servicios personales crecen 21,1%, los gastos ge-

nerales 72,0% y las transferencias 14,1%, respectivamente. Al igual que en el primer trimestre, la dinámica de los gastos generales puede atribuirse a la compra de equipo militar, la cual asciende a \$285 mm durante los primeros cinco meses del año. El rubro de préstamo neto acumula \$283 mm, los cuales en su mayor parte se han canalizado a través del CEDE.

El financiamiento del déficit recayó sobre los recursos del crédito y las utilidades del Banco de la República. El financiamiento externo neto asciende a \$4.929 mm producto de desembolsos por \$6.125 mm y amortizaciones por \$1.196 mm. El financiamiento interno neto alcanza \$1.535 mm que resultan de comparar desembolsos por \$5.534 mm con amortizaciones por \$3.999 mm. Las colocaciones de TES ascienden a \$5.349 mm.

CUADRO 11
GOBIERNO NACIONAL CENTRAL: OPERACIONES EFECTIVAS
(MILES DE MILLONES DE PESOS)

	Enero-Marzo		Crecimiento anual
	2000	2001	
I. Ingresos totales (A + B + C + D)	5.845,0	6.581,0	12,6
A. Tributarios	5.240,0	6.043,0	15,3
Renta	2.186,0	2.252,0	3,0
IVA interno	1.689,0	1.967,0	16,5
IVA externo	523,0	708,0	35,4
Gravamen	397,0	478,0	20,4
Gasolina	185,0	270,0	45,9
Transacciones financieras	253,0	356,0	40,7
Otros	7,0	12,0	71,4
B. Ingresos no tributarios	282,0	225,0	(20,2)
C. Fondos especiales	72,0	54,0	(25,0)
D. Recursos de capital	251,0	259,0	3,2
Rendimientos financieros	134,0	183,0	36,6
Excedentes financieros	28,0	61,0	117,9
Otros	89,0	15,0	(83,1)
II. Gastos totales (A + B + C + D)	7.830,0	8.991,0	14,8
A. Intereses	1.889,0	2.107,0	11,5
Externos	557,0	753,0	35,2
Internos	1.332,0	1.354,0	1,7
B. Funcionamiento	5.303,0	6.141,0	15,8
Servicios personales	916,0	1.156,0	26,2
Gastos generales	277,0	558,0	101,4
Transferencias	4.110,0	4.427,0	7,7
C. Inversión	489,0	555,0	13,5
D. Préstamo neto	149,0	188,0	26,2
III. Ajustes por causación	941,0	511,0	(45,7)
IV. Déficit (-) o Superávit (+) de caja (I - II + III) 1/	(1.044,0)	(1.899,0)	81,9
V. Financiamiento (A + B + C)	1.044,0	1.899,0	81,9
A. Crédito externo neto	1.526,0	1.685,0	10,4
Desembolsos	2.351,0	1.936,0	(17,7)
Amortizaciones	825,0	251,0	(69,6)
B. Crédito interno neto	2.098,0	682,0	(68,6)
Desembolsos	3.916,0	3.957,0	1,0
Amortizaciones	1.818,0	3.275,0	88,0
C. Utilidades del Banco de la República	516,0	1.452,0	181,4
D. Otros	(3.096,0)	(1.920,0)	(82,4)
VI. Déficit como porcentaje del PIB	(0,6)	(1,0)	63,5

1/ No incluye el costo de la reestructuración financiera.
Fuente: Confis.

CUADRO 12
GOBIERNO NACIONAL CENTRAL: OPERACIONES EFECTIVAS
(MILES DE MILLONES DE PESOS)

	Enero-Mayo		Crecimiento anual
	2000	2001	
I. Ingresos totales (A + B + C + D)	9.669,0	11.647,0	20,5
A. Tributarios	8.624,0	10.773,0	24,9
Renta	3.799,0	4.489,0	18,2
IVA interno	2.470,0	3.091,0	25,1
IVA externo	910,0	1.238,0	36,0
Gravamen	679,0	855,0	25,9
Gasolina	331,0	478,0	44,4
Transacciones financieras	424,0	605,0	42,7
Otros	11,0	17,0	54,5
B. Ingresos no tributarios	307,0	249,0	(18,9)
C. Fondos especiales	193,0	102,0	(47,2)
D. Recursos de capital	545,0	523,0	(4,0)
Rendimientos financieros	370,0	411,0	11,1
Excedentes financieros	76,0	80,0	5,3
Otros	99,0	32,0	(67,7)
II. Gastos totales (A + B + C + D)	13.038,0	15.390,0	18,0
A. Intereses	3.105,0	3.323,0	7,0
Externos	802,0	932,0	16,2
Internos	2.303,0	2.391,0	3,8
B. Funcionamiento	8.848,0	10.502,0	18,7
Servicios personales	1.523,0	1.844,0	21,1
Gastos generales	514,0	884,0	72,0
Transferencias	6.811,0	7.774,0	14,1
C. Inversión	840,0	1.282,0	52,6
D. Préstamo neto	245,0	283,0	15,5
III. Ajustes por causación	917,0	946,0	3,2
IV. Déficit (-) o Superávit (+) de caja (I - II + III) 1/	(2.452,0)	(2.797,0)	14,1
V. Financiamiento (A + B + C+D)	2.452,0	2.797,0	14,1
A. Crédito externo neto	1.408,0	4.929,0	250,1
Desembolsos	1.826,0	6.125,0	235,4
Amortizaciones	418,0	1.196,0	186,1
B. Crédito interno neto	2.934,0	1.535,0	(47,7)
Desembolsos	5.253,0	5.534,0	5,3
Amortizaciones	2.319,0	3.999,0	72,4
C. Utilidades del Banco de la República	516,0	1.452,0	181,4
D. Otros	(2.406,0)	(5.119,0)	112,8
VI. Déficit como porcentaje del PIB	(1,4)	(1,5)	2,6

1/ No incluye el costo de la reestructuración financiera.
Fuente: Confis.

III

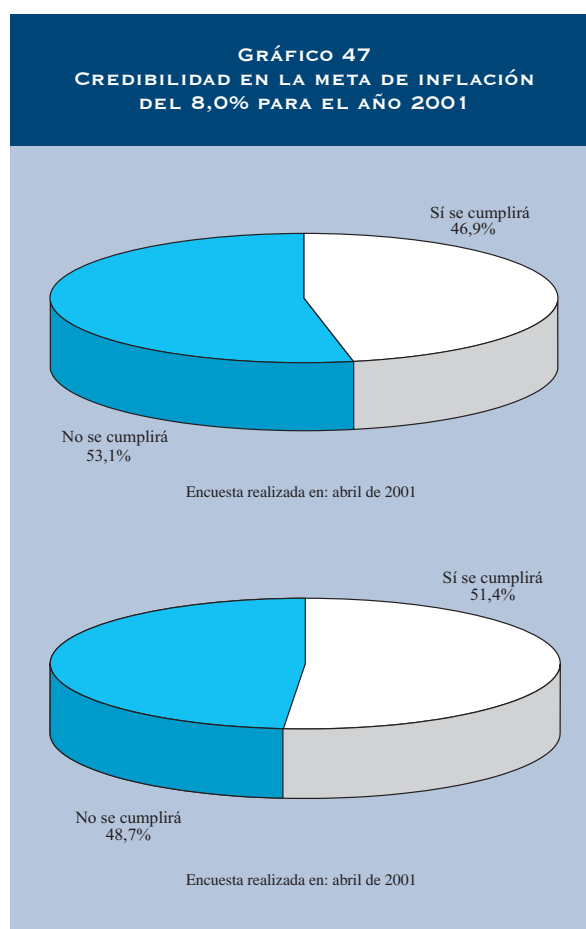
MEDIDORES DE EXPECTATIVAS

La primera sección de este capítulo hace referencia a los principales resultados de la Encuesta de Expectativas efectuada en el mes de abril de 2001. Las personas que respondieron dicha encuesta contaban con información de tasa de cambio, inflación, tasas de interés, agregados monetarios y crecimiento del PIB disponible al final del primer trimestre de 2001. En esta parte, se destaca el aumento de la credibilidad en el cumplimiento de la meta de inflación del 8%. La segunda sección presenta las proyecciones de las principales variables macroeconómicas para el año 2001 realizadas por analistas locales, bancos de inversión y analistas externos. Tanto analistas locales como externos revisaron a la baja sus proyecciones de crecimiento del PIB.

A. PRINCIPALES RESULTADOS DE LA ENCUESTA DE EXPECTATIVAS

1. Inflación

En la encuesta del mes de abril, el 51,4% de las personas consultadas creía que sí se cumplirá la meta de inflación del 8% para 2001, lo que refleja un incremento en la credibilidad de la meta con respecto a la efectuada en el mes de enero. En aquella oportunidad solo el 46,9% de los encuestados tenía expectativas optimistas en este sentido (Gráfico 47). Los sectores económicos que presentan mayor credibilidad en la meta de inflación, son: académicos y consultores (62,5%) y grandes cadenas de almacenes (61,1%). Por el contrario, solo el 16,7% de los agentes que representan a los sindicatos cree en el cumplimiento de la meta de inflación, seguido por el sistema financiero con 48,3%.



En promedio, los encuestados esperan un ligero repunte de la inflación en el último trimestre del presente año (Gráfico 48). Con respecto a la encuesta del mes de enero, la expectativa de inflación para diciembre de 2001 se redujo en 0,3 puntos porcentuales, al ubicarse en promedio en 8,5% con un nivel mínimo promedio de 8,2% y uno máximo de 8,9%. El grupo que espera el mayor crecimiento de los precios al finalizar el año es el de grandes cadenas de almacenes (8,9%), mientras que el sector que tiene menores expectativas de inflación en el mismo período, es el de académicos y consultores con 8,3%.

Para junio, los consultados, en promedio, esperaban una inflación de 8,0% con una cota mínima de 7,7%, en tanto que la inflación observada fue de 7,9%. De esta forma, la inflación observada en este mes se ubicó entre el promedio de las expectativas y el valor mínimo esperado.

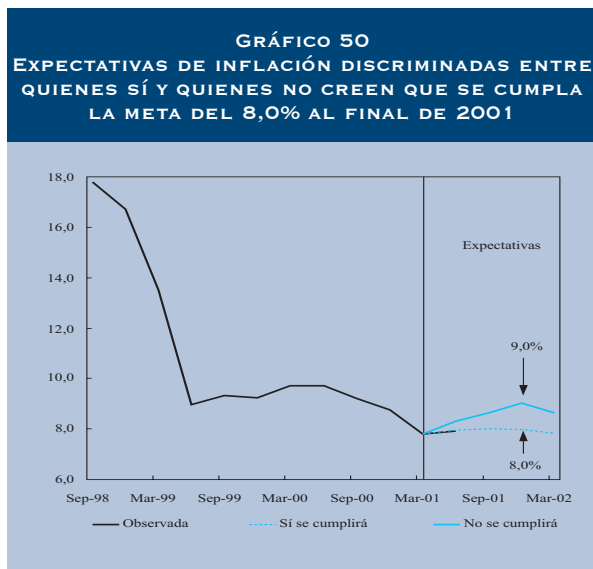
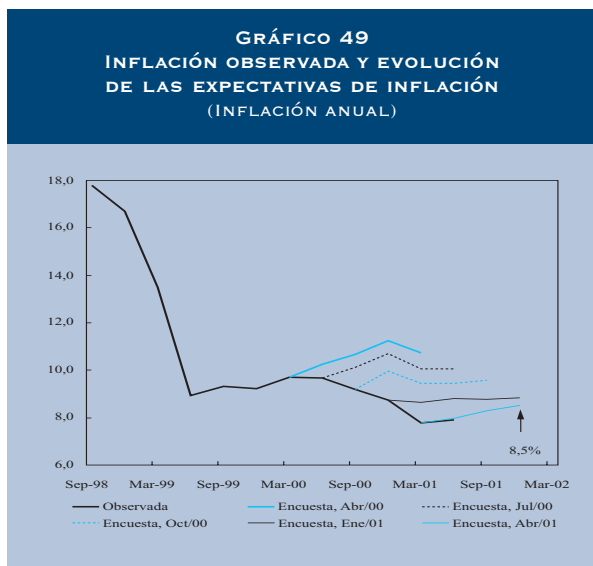
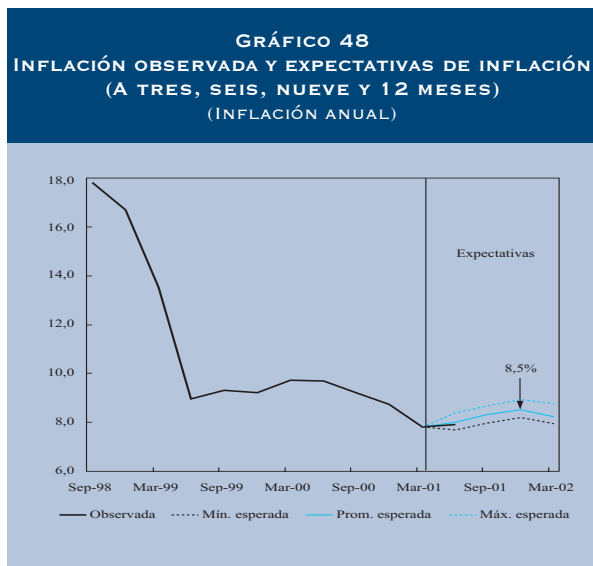
En cuanto a la evolución de las expectativas de inflación de los agentes, en el Gráfico 49 se puede ver cómo éstas se han reducido a medida que la inflación observada ha decrecido. En este gráfico también se puede observar cómo las expectativas tienden a repuntar para el último trimestre del año, siendo este un aspecto común en las sendas de inflación esperada reportadas por todas las encuestas (abril, 2000-abril, 2001). No obstante, este repunte esperado para diciembre ha sido menos marcado en las encuestas que se han aplicado en 2001, con respecto a las practicadas en 2000.

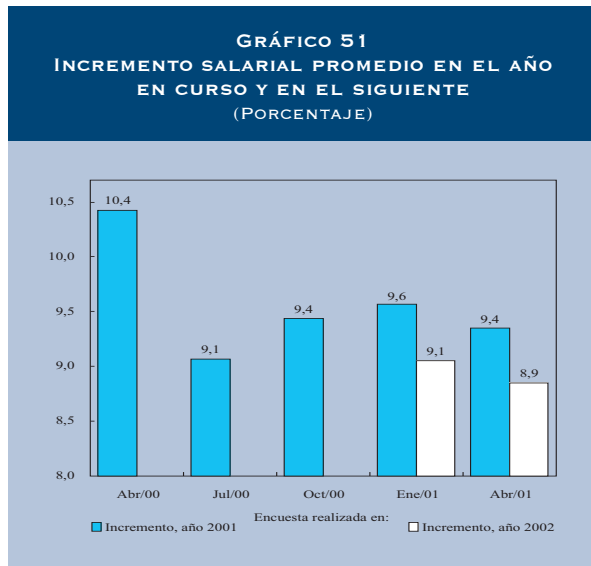
Al discriminar las expectativas de inflación entre los agentes que sí creen en el cumplimiento de la meta y los que no (Gráfico 50), se tiene que para los primeros la variación anual de los precios al finalizar el año es 8,0%, y para los segundos 9,0%. En comparación con la encuesta de enero, las expectativas pesimistas sobre la meta se redujeron en 0,5 puntos porcentuales. En este contexto también cabe subrayar que el valor observado de la inflación a junio (7,9%) cumple las expectativas de aquellos agentes que creen en el cumplimiento de la meta de inflación.

2. Incrementos salariales

En la encuesta de abril, el incremento salarial esperado para 2001 por los agentes es de 9,4%, 0,2 puntos porcentuales por debajo de lo previsto en el mes de enero y similar a lo esperado en el mes de octubre de 2000; (Gráfico 51). De igual forma, en esta última encuesta, el incremento salarial esperado para el 2002 está 0,2 puntos porcentuales por debajo de lo esperado en la encuesta anterior.

Desagregando los resultados por sectores, se tiene que el grupo de industria y minería prevería los mayores incrementos salariales para 2001 y 2002 (9,4%





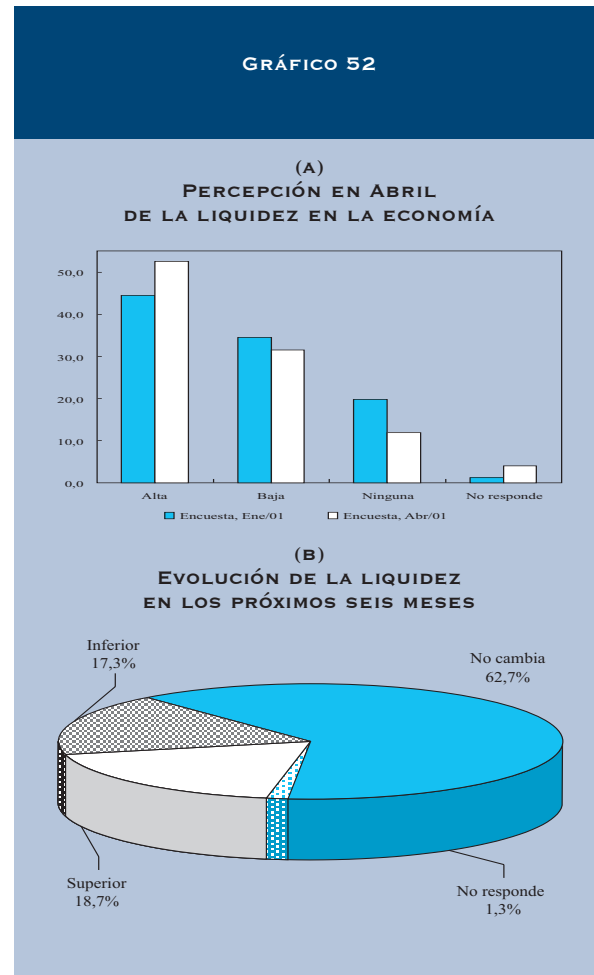
y 9,0%), seguido del grupo de grandes cadenas de almacenes (9,0% y 8,9%). Por el contrario, los que esperan menores incrementos de esta variable para los mismos años son los académicos y consultores con 8,0% y 7,6%, seguidos por los del sector de transporte y comunicación con 8,6% y 7,9%, en su orden.

3. Percepción sobre la liquidez y la disponibilidad de crédito

En la encuesta de abril, el 52,6% de los agentes percibió la liquidez existente en ese momento en la economía como alta, lo cual es un porcentaje mayor en 8,2 puntos porcentuales a la percepción que se tenía en enero (Gráfico 52A). En lo que respecta a la evolución de la liquidez en los próximos seis meses, a partir de abril (Gráfico 52B), el 62,7% creía que no cambiaría, el 17,3% que sería inferior y el 18,7% que esta sería superior a los niveles percibidos en ese mes.

Los sindicatos son el sector con el mayor número de agentes que percibían la liquidez de la economía como baja con 83,3%, mientras que el sector de intermediarios financieros la percibe como alta en un mayor porcentaje (76%).

En cuanto a la disponibilidad de crédito en la economía en abril, ésta fue percibida como alta por el 36,8% de los agentes, y como baja por el 52,6%. Estos porcentajes son bastante similares a aquellos reportados en la encuesta practicada en enero (39,5% y 50,6%



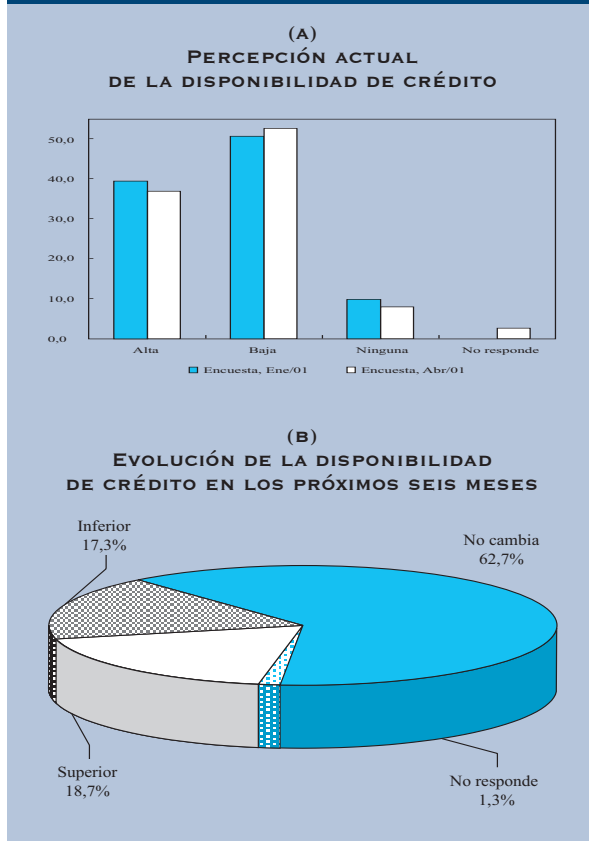
respectivamente) (Gráfico 53A). Sobre la evolución de esta variable en los próximos seis meses, a partir de abril, el 64,0% cree que no cambiará, el 22,7% que la disponibilidad será superior, y sólo el 12,0% percibe que será inferior a los niveles observados en ese mes (Gráfico 53B).

Al igual que en la encuesta de enero, en la presente, todos los consultados del grupo de sindicatos respondieron que la disponibilidad de crédito en abril era baja. Este sector era también el más pesimista en cuanto a la evolución de tal variable, ya que el 50,0% respondió que la disponibilidad para los próximos seis meses sería inferior a la de abril, y el otro 50,0% consideraba que no iría a cambiar.

4. Tasa de interés y tasa de cambio

En lo que resta del año, los agentes prevén una senda bastante estable de la tasa de interés, lo cual se mues-

GRÁFICO 53



tra en el promedio de las expectativas reportadas en la última encuesta, que es 13,3% (Gráfico 54). Para el mes de junio de 2001, las personas consultadas esperaban una DTF 0,3 puntos porcentuales mayor que la observada en el mismo mes (12,7%). A pesar de que las expectativas de tasa de interés reportadas en las encuestas siempre han seguido una tendencia ascendente (Gráfico 55), en la de abril se produjo un desplazamiento notable hacia abajo con respecto a las de octubre de 2000 y enero de 2001.

Por sectores, el sistema financiero es el que tenía expectativas de un mayor cambio positivo en la DTF al finalizar el año (13,7%). Por el contrario, las grandes cadenas de almacenes no esperaban variaciones importantes en la tasa de interés, al ubicarse el promedio de sus expectativas en 13,2%.

Con relación a la tasa de cambio, el valor esperado para diciembre de 2001 que se obtuvo en la encuesta

GRÁFICO 54
TASA DE INTERÉS (DTF) OBSERVADA Y ESPERADA (A TRES, SEIS, NUEVE Y 12 MESES)
(TASA EFECTIVA ANUAL)

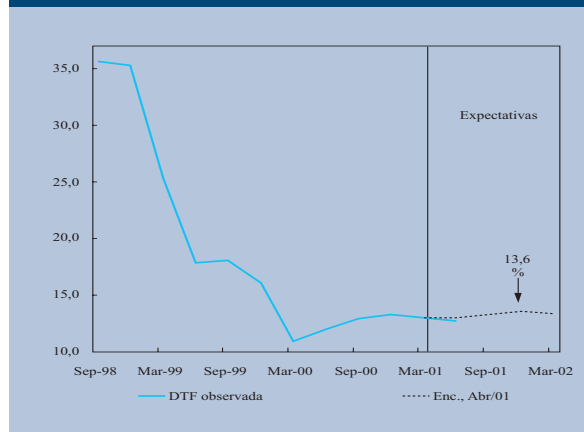
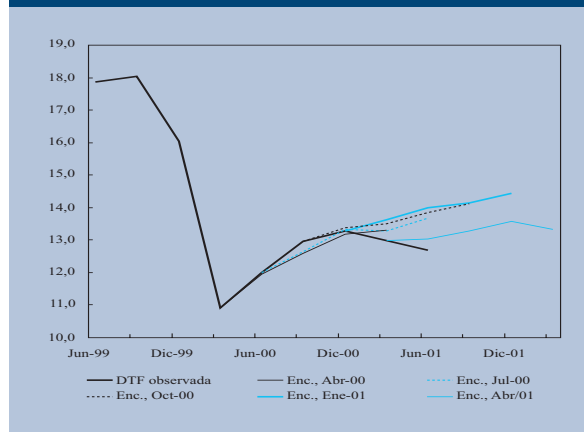


GRÁFICO 55
TASA DE INTERÉS (DTF) OBSERVADA Y EVOLUCIÓN DE LAS EXPECTATIVAS (PORCENTAJE)



de abril fue de \$2.464 por dólar, traduciéndose en unas expectativas de devaluación nominal anual de 10,5% (Gráfico 56). Las cotas máxima y mínima esperadas de la tasa de cambio a fin de año están en \$2.492 y \$2.424, respectivamente, (devaluación anual de 11,8% y 8,8% en su orden). Conviene señalar que la variable en mención al cierre de junio se ubicó en \$2.299, que, como se puede ver en el Gráfico 56, está por debajo del valor mínimo esperado para el mismo mes.

En el Gráfico 57 se muestra la evolución del promedio de las expectativas sobre la tasa de cambio nominal, que se han reportado en las encuestas aplicadas desde abril de 2000 hasta igual mes de 2001. Es claro

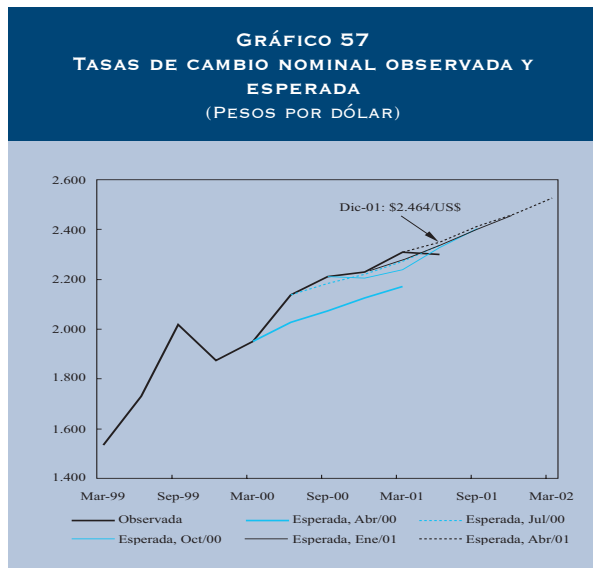


que a partir de julio de 2000, los cambios en las expectativas de devaluación nominal no han sido importantes; por ejemplo, en enero de 2001 se esperaba en promedio una devaluación de 10,3%, muy similar a la que se midió en abril.

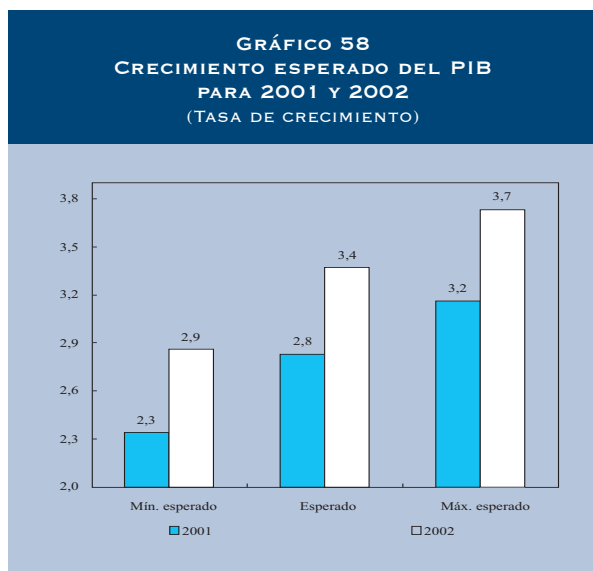
La mayor devaluación anual esperada fue reportada por el sector de transporte y comunicación con 12,6%, y la menor por el grupo de los sindicatos con 8,4%.

5. Crecimiento y empleo

Las expectativas sobre el crecimiento del PIB para 2001 y 2002 mostraron una reducción con respecto a las reportadas en la anterior encuesta. Mientras en la de enero los agentes esperaban que el crecimiento para el presente año y 2002 fuera 3,3% y 3,8% respectivamente, en la practicada en abril las expectativas de crecimiento fueron de 2,8% para este año y 3,4% para el siguiente (Gráfico 58). La tasa máxima de crecimiento del PIB esperada por los agentes para 2001 es de 3,2% y la mínima de 2,3%; en el mismo orden, para 2002 estas tasas son de 3,7% y 2,9%.

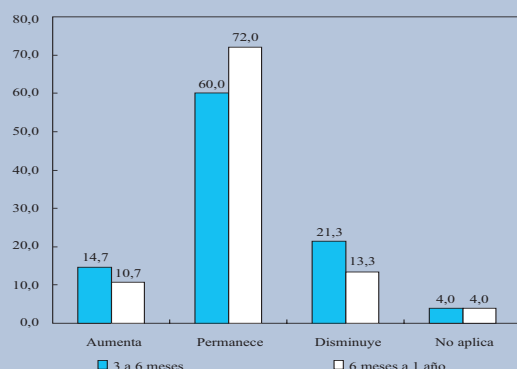


En la encuesta de abril, el sector económico que esperaba mayores tasas de crecimiento del producto para los años presente y próximo, era el sistema financiero con 3,0% y 3,5%, respectivamente; por el contrario, el grupo de los sindicatos tenía las expectativas más pesimistas en este sentido, al reportar tasas de crecimiento de 2,4% para 2001 y 3,0% para 2002.



Sobre la evolución esperada para la planta de personal en el corto plazo (tres a seis meses) (Gráfico 59), el 60,0% de los encuestados pensaba mantener su planta de personal inalterada; el 14,7% aumentarla y el 21,3% proyectaba disminuirla. Estos porcentajes son levemente mejores que los reportados en la encuesta de enero, en la que el 13,9% consideraba aumentar su planta de personal y el 22,8% disminuirla. Para un plazo mayor (seis meses a un año), el porcentaje de agentes que respondió que mantendría constante la planta de personal de su empresa fue de 72,0%, el porcentaje que

GRÁFICO 59
EVOLUCIÓN DE LA PLANTA DE PERSONAL DE LAS
EMPRESAS EN EL CORTO Y EL MEDIANO PLAZOS
(PORCENTAJE)



manifestó que la aumentaría fue de 10,7% y el que la disminuiría fue de 13,3%.

B. PROYECCIONES DE ANALISTAS LOCALES Y EXTERNOS DE LAS PRINCIPALES VARIABLES MACROECONÓMICAS

A continuación, se presenta un resumen de las últimas proyecciones realizadas por algunos analistas locales y externos de las principales variables macroeconómicas para el caso colombiano en 2001 (Cuadro 13).

CUADRO 13
PROYECCIÓN DE LAS PRINCIPALES VARIABLES MACROECONÓMICAS PARA 2001

	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	Cta. Cte.	
Analistas locales								
Revista Dinero 1/	8-Jun-01	2,3	8,9	2.500	15,0 2/	3,2 3/	1,9	19,0 2/
Javier Fernández Riva 4/	11-Jul-01	2,5	8,5	2.435	13,9	n.d.	2,8	15,8
Suvalor-Corfinsura 5/	14-Jun-01	2,6	9,0	2.430	13,8	2,8	n.d.	n.d.
ANIF 6/	24-May-01	2,0	8,5	2.452	14,0	3,2	2,7	17,5
Fedesarrollo 7/	Ene-01	3,0	11,0	2.345	16,0 2/	n.d.	n.d.	17,0
Promedio		2,5	9,2	2.432			2,5	
Analistas externos								
WEFA 8/	30-May-01	3,0	8,2	n.d.		5,2	1,7	18,0
Goldman Sachs 9/	22-Jun-01	2,0	9,0	2.425		3,0	1,7	n.d.
IDEA global 10/	26-Jun-01	3,0	8,0	2.410		2,7	3,7	17,5
J. P. Morgan 9/	22-Jun-01	2,7	8,0	n.d.		3,1	1,6	n.d.
ABN Amro Bank 9/	22-Jun-01	3,0	9,5	2.475		3,0	2,2	n.d.
Salomón Smith Barney 9/	22-Jun-01	3,3	10,0	2.430		3,0	1,3	n.d.
Deutsche Bank 9/	22-Jun-01	2,9	9,8	2.480		3,3	3,3	n.d.
Morgan Stanley 9/	22-Jun-01	3,0	9,5	2.415		2,8	0,7	n.d.
Merrill Lynch 9/	22-Jun-01	3,1	9,0	2.410		2,9	1,5	n.d.
Promedio		2,9	9,0	2.435		3,2	2,0	17,8

n.d. No disponible.

1/ Revista Dinero, 8 de junio de 2001, No. 134.

2/ Promedio año.

3/ Metodología, FMI.

4/ Seminario "Prospectiva económica y financiera", 11 de julio de 2001.

5/ "La economía colombiana en el año 2001", 14 de junio de 2001.

6/ Seminario ANIF-Fedesarrollo, "Dolarización" 24 de mayo de 2001.

7/ "Perspectivas para el año 2001", enero de 2001.

8/ Documento del 30 de mayo de 2001.

9/ Informe, ¿Cómo nos ven afuera?, SMR, 22 de junio de 2001.

10/ Documento del 26 de junio de 2001.

El crecimiento del PIB real para 2001 es la variable sobre la cual se produjeron mayores cambios en términos de pronóstico, con respecto al Informe sobre Inflación del primer trimestre. El promedio de las proyecciones de los analistas locales se redujo en 0,4 puntos porcentuales, pasando de 2,9% en marzo a 2,5% en junio, en tanto que el de los analistas externos pasó de 3,2% a 2,9%.

En cuanto al promedio de las proyecciones de inflación tanto de analistas locales como de externos, este no ha sufrido ninguna variación significativa frente al Informe anterior. Es así como los analistas locales prevén una inflación de 9,2% en promedio para este año y los extranjeros una de 9,0%.

Por el lado de la tasa de cambio nominal, los analistas locales esperan que el dólar se sitúe a finales del año en \$2.432, por encima de lo que proyectaban hace un trimestre (\$2.410). Por su parte, los analistas externos esperan que el dólar alcance \$2.435 en diciembre, manteniendo así casi inalterada su proyección de tasa de cambio nominal respecto al Informe anterior. En resumen, los analistas locales esperan una devaluación de 9,0% y los externos una de 9,2%.

En el caso de las previsiones sobre tasas de interés, tampoco se presentaron cambios respecto al Informe anterior. Así, los analistas locales siguen esperando que la DTF se ubique alrededor del 14,0% al final del año.

Pasando al déficit fiscal como porcentaje del PIB, los pronósticos locales se mantuvieron casi constantes durante el primer semestre del año. En contraste, el promedio de los pronósticos de analistas externos en junio se redujo en 0,2 puntos, relativo a las perspectivas que se tenían en el primer trimestre.

En materia del déficit en cuenta corriente, los analistas locales esperan que esta variable se encuentre alrededor de 2,5% al finalizar el año, valor que está 0,5 puntos porcentuales por debajo del promedio de los pronósticos presentados por los analistas externos.

Finalmente, en cuanto a la tasa de desempleo, los analistas locales revisaron sus pronósticos a la baja en el último trimestre. Ahora, estos esperan que la tasa de desempleo se ubique en 17,3% y no en 18,9% como hace tres meses.

IV

CONTEXTO INTERNACIONAL

A. ASPECTOS GENERALES

Las perspectivas de crecimiento de la economía mundial han disminuido en los últimos meses frente a lo previsto en el informe de precios de marzo. La posibilidad de una desaceleración económica de las tres economías más grandes del mundo, fue confirmada durante el segundo trimestre del año, a juzgar por los pobres resultados exhibidos en materia de crecimiento económico.

En los Estados Unidos, la reacción del Federal Reserve Board (Fed) no se hizo esperar, y por medio de una disminución de la tasa de interés, este organismo trató de estimular la economía. A la fecha, los efectos reales de esta política monetaria más laxa sobre la economía de los Estados Unidos, no se han percibido completamente, pero la inflación en este país sí ha repuntado, haciendo más difícil anticipar el futuro de las tasas de interés en el mercado americano.

En el frente europeo, la reacción del Banco Central Europeo (BCE) ha sido menos contundente, pese a los continuos signos de enfriamiento económico. Circunstancias como una inflación muy superior a la meta del BCE en los últimos 15 meses y una devaluación acumulada del 11% para el primer semestre, impidieron que las autoridades ejecutaran una política monetaria más activa. Sólo fue hasta el 10 de mayo cuando el BCE recortó su tasa de interés en solamente 25 puntos básicos (pb).

En cuanto al Japón, los resultados en materia de crecimiento presentados por su economía en los últimos meses no han sido buenos, y en la actualidad

hay señales que alertan sobre nueva recesión económica durante los próximos meses. A pesar de ello, la capacidad de acción del Banco Central del Japón está seriamente limitada, por cuanto ya su tasa de interés se encuentra muy cerca del 0,0%.

Así mismo, en el ámbito de los países emergentes, la situación se ha deteriorado de manera importante, especialmente en el caso de algunos países de América Latina como Argentina y Brasil. El caso de Argentina es particularmente crítico, por cuanto las medidas recientes adoptadas por las nuevas autoridades económicas de este país, para restablecer la confianza entre los inversionistas, no han logrado su cometido como ha quedado demostrado con el continuo incremento en el costo de su endeudamiento. En la actualidad, los riesgos de un posible descalabro económico en Argentina han aumentado considerablemente y con ello la posibilidad de que se acentúe la inestabilidad cambiaria y se desacelere el crecimiento en la mayoría de los países de la región.

De todas maneras, para el segundo semestre de 2001, la mayoría de analistas sigue esperando un mayor crecimiento de las economías industrializadas, en comparación con el primer semestre. Ello, como resultado de los menores precios previstos para los productos básicos, incluido el petróleo, del relajamiento en las condiciones monetarias de los Estados Unidos, y de una posible disminución adicional de la tasa de interés por parte del BCE durante los próximos meses. De acuerdo con diversos analistas, este mayor crecimiento de las principales economías debería reanimar la economía mundial, asegurando un crecimiento global del

CUADRO 14
CRECIMIENTO OBSERVADO Y PRONÓSTICOS PARA LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS
SOCIAS COMERCIALES DE COLOMBIA

	2000	2001		2002	
Mundo 1/	4,1	2,3		3,0	
Estados Unidos	5,0	1,9		3,0	
Unión Europea	3,3	2,5		2,7	
Japón	1,7	0,9		1,5	
		Mínimo	Máximo	Mínimo	Máximo
América Latina 2/	4,0	0,7	2,6	3,2	3,7
Argentina	(0,5)	(0,4)	1,6	2,5	4,5
Brasil	4,5	2,0	2,9	2,0	3,8
Chile	5,5	3,3	4,0	4,5	5,0
Ecuador	1,9	3,5	6,0	3,0	3,6
México	6,9	0,9	3,0	0,9	4,6
Perú	3,1	(0,3)	0,9	2,5	5,0
Venezuela	3,2	3,0	4,4	2,2	3,5

1/ Pronósticos realizados en junio de 2001 y publicados por Merrill Lynch con fuente www.consensuseconomiccs.com.

2/ Fuente de elaboración para el rango de pronósticos para América Latina: Idea Global, Deutsche Bank, J. P. Morgan y Merrill Lynch.

2,3% durante todo 2001, algo superior al que se observó durante el primer semestre, pero inferior al 3,0% señalado en el Informe sobre Inflación de marzo (Cuadro 14).

1. Los Estados Unidos

Durante el primer semestre de este año se hizo evidente la desaceleración de la economía de los Estados Unidos. Según estimaciones preliminares, la tasa de crecimiento anual en este período no superó el 1,7%, una de las menores reportadas en los últimos cuatro años (Gráfico 60). Dicho crecimiento fue alentado principalmente por el gasto de consumo personal y el gasto del gobierno, así como por el decrecimiento de las importaciones.

A la fecha, existe una gran incertidumbre sobre el rumbo de la economía americana en los próximos meses. Por un lado, hay factores que favorecen el crecimiento, tales como: las bajas tasas de interés, el incremento en los niveles de confianza de los consumidores y el plan de recorte de impuestos impulsado por la administración Bush. Así mismo, los pedidos manufactureros crecieron en mayo y el índice NAPM

(índice de la Dirección Nacional de Compras) repuntó en junio. Pero, por otro lado, en los últimos meses han surgido señales confusas acerca del comportamiento de diversos indicadores líderes. Tal es el caso de la debilidad registrada en la actividad manufacturera en abril y mayo y del menor crecimiento de los pedidos de otros sectores unido al mayor nivel de inventarios en estos mismos meses. Igualmente, en el segundo trimestre se identificó disminuciones marginales en el consumo mientras que la tasa de desempleo continuó incrementándose¹².

A las circunstancias que podrían reducir las posibilidades de crecimiento de la economía americana en los próximos meses hay que añadir el comportamiento reciente de la inflación. El índice de precios al consumidor en el mes de mayo registró un incremento mensual de 0,5%, el mayor observado durante los últimos tres meses del año. De esta mane-

¹² Información obtenida del "Beige Book" del Fed, el cual sintetiza el comportamiento de la economía norteamericana basado en información económica recolectada en sus 12 distritos: Boston, New York, Philadelphia, Cleveland, Richmond, Atlanta, Chicago, St. Louis, Minneapolis, Kansas City, Dallas y San Francisco.

ra, la inflación anual se ubicó en 3,6%, mientras que la inflación básica anual fue de 2,6% (Gráfico 61). Estos mayores crecimientos en los precios fueron alentados principalmente por los altos precios tanto de la energía como de los alimentos.

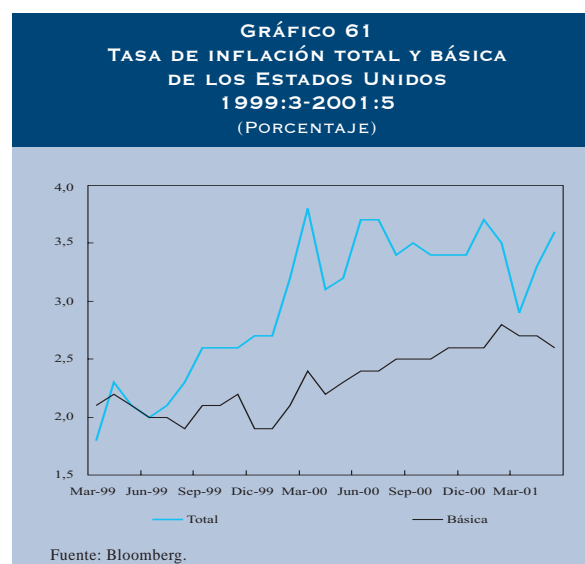
El repunte de la inflación en mayo y de las expectativas de inflación junto con el importante crecimiento de los agregados monetarios en los Estados Unidos, hacen temer que el aumento en precios pueda estar convirtiéndose en un riesgo para el manejo macroeconómico de dicho país. Sin embargo, diversos analistas internacionales coinciden en afirmar que estos resultados en materia de inflación son temporales, en la medida que se espera que los precios de la energía y los alimentos dejen de presionar los precios al consumidor durante el segundo semestre; situación que, además, debe verse favorecida por el suavizamiento en las condiciones del mercado laboral.

En consecuencia de lo anterior, se considera que el Fed continúa gozando de algún margen para seguir relajando su política monetaria. En lo corrido del año, el Fed ha afectado seis recortes de la tasa de interés, siendo las cinco primeras del orden de 50 pb cada una, mientras que la sexta disminución fue de 25 pb. Durante el segundo trimestre, los recortes totalizaron 75 pb. A finales de junio, la tasa de intervención del Fed se ubicaba en 3,75%, la menor tasa de interés observada desde mediados de 1994 (Gráfico 62).

Dado todo lo anterior, los analistas estiman que la economía estadounidense puede crecer a una tasa aproximada de 1,9% para todo el año 2001 y a un ritmo cercano al 3,0% en 2002. Esta nueva previsión para 2001, es mayor que la de hace tres meses, cuando se esperaba un crecimiento anual alrededor del 1,4%; sin embargo, las expectativas de crecimiento para la economía estadounidense continúan por debajo del esperado 3,0% a finales de 2000.

2. La Unión Europea

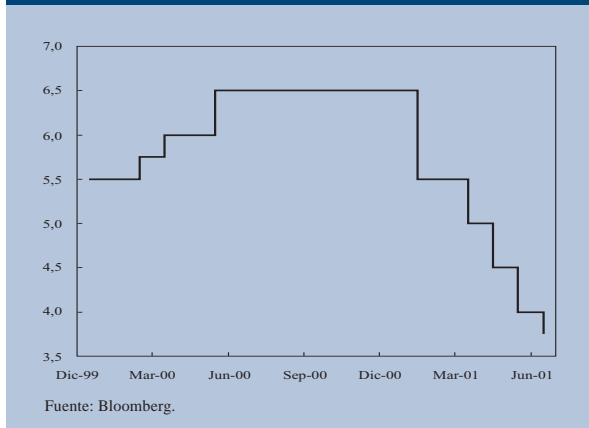
Para el primer trimestre de 2001, los 15 países de la Unión Europea alcanzaron un crecimiento real anual del PIB de 2,5% (Gráfico 60), mientras que el creci-



miento trimestral observado fue de 0,5%, pobre aunque previsto por los analistas internacionales. Este menor crecimiento de la economía regional es fruto del menor crecimiento obtenido de la demanda doméstica, principalmente de la inversión y del gasto del gobierno, el cual no fue contrarrestado por la variación positiva del balance externo. Respecto a éste último, la caída en el crecimiento de las importaciones fue mayor que la de las exportaciones, dando como resultado un balance externo que creció 1,9% durante los tres primeros meses del año.

La debilidad observada en la demanda doméstica obedece, principalmente, a tres factores que están

GRÁFICO 62
TASA DE INTERÉS,
DEL FEDERAL FUNDS RATE (FED)
(PORCENTAJE)



afectando significativamente el crecimiento económico en la zona del euro. El primero y más importante es la persistencia de la alta inflación, la cual, consistentemente ha venido disminuyendo el ingreso real de los hogares y en consecuencia, depreciando el consumo de los mismos. El segundo hace referencia al incremento de la incertidumbre desde el año pasado, lo cual ha inducido a los hogares a sustituir consumo por ahorro. Finalmente, el tercero guarda relación con la significativa reducción en el crecimiento de la inversión de capital, que en el pasado venía siendo uno de los motores de crecimiento del PIB europeo.

Durante el segundo trimestre de 2001, se presentaron claros signos de desaceleración económica, incrementándose los riesgos de que la economía regional entre en una recesión. El índice de producción manufacturera (IPM) reportó en mayo, nuevamente, su decimatercera disminución consecutiva, al situarse por debajo de los 50 puntos, señalando una contracción del sector manufacturero. Por otra parte, para mayo, el indicador de clima económico para los 15 países de la Unión Europea (UE), confirmó las expectativas de un menor crecimiento futuro, por parte tanto de los consumidores como del sector industrial. También en este mes, la encuesta IFO alemana, la cual mide la confianza de los empresarios en la economía, registró la cuarta caída consecutiva de dicho indicador y se situó en el menor

nivel observado en los últimos dos años, al tiempo que la utilización de la capacidad instalada en los países miembros de la UE disminuyó. Finalmente, la disminución en el crecimiento de la economía de los Estados Unidos y de Japón han empezado a afectar negativamente el crecimiento de la región por medio de una disminución de sus exportaciones.

En cuanto a la tasa de cambio, durante el segundo trimestre de 2001, el euro, sorprendentemente, continuó devaluándose con respecto al dólar a pesar de que las previsiones de los analistas internacionales coincidían en afirmar que en la medida que se evidenciara la desaceleración estadounidense los flujos de capital regresarían a esta región, fortaleciendo dicha moneda. En la actualidad, la mayoría de analistas internacionales continúa esperando que, para finales de 2001, el euro se revalúe con respecto al dólar, a consecuencia de que el diferencial de rentabilidades se encuentra a favor de Europa y de la debilidad de las ganancias corporativas de las empresas norteamericanas (Gráfico 63).

En materia de inflación, la situación en lo corrido del año se ha deteriorado. Los países de la zona del euro reportaron en abril y mayo pasados un crecimiento anual del índice de precios al consumidor de 2,9% y 3,4%, respectivamente. La inflación al consumidor reportada para el mes de mayo es la más alta observada desde que entró a regir el euro. Al mismo tiempo, la inflación básica también reportó incrementos históricos tras situarse en 2,0%, su más alto crecimiento desde enero de 1997 (Gráfico 64).

En opinión de diversos analistas, este repunte de la inflación refleja sustancialmente la devaluación del euro y el aumento de los precios relativos de la energía y de los alimentos, fenómenos todos ellos transitorios. Dado esto y tomando en cuenta el enfriamiento de la economía regional y global, se espera que la inflación de la zona del euro descienda hasta niveles, cercanos al 2,7%, en promedio.

Por razón de lo anterior, el BCE ha sido cauteloso en relajar la posición de su política monetaria. Sólo hasta el 10 de mayo pasado disminuyó en 25 pb su tasa de

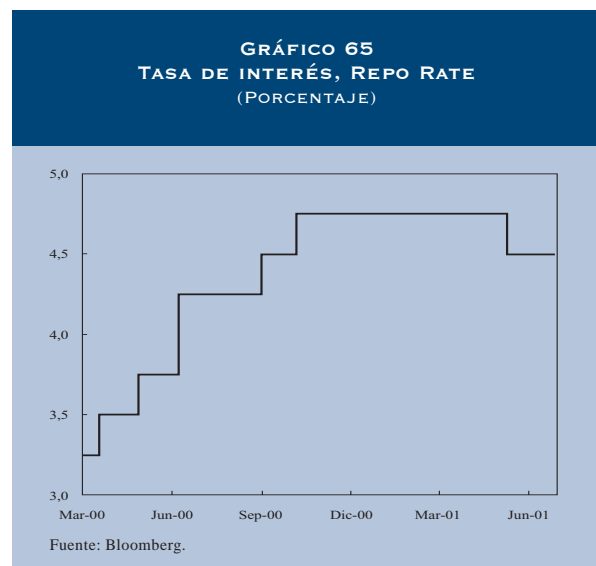
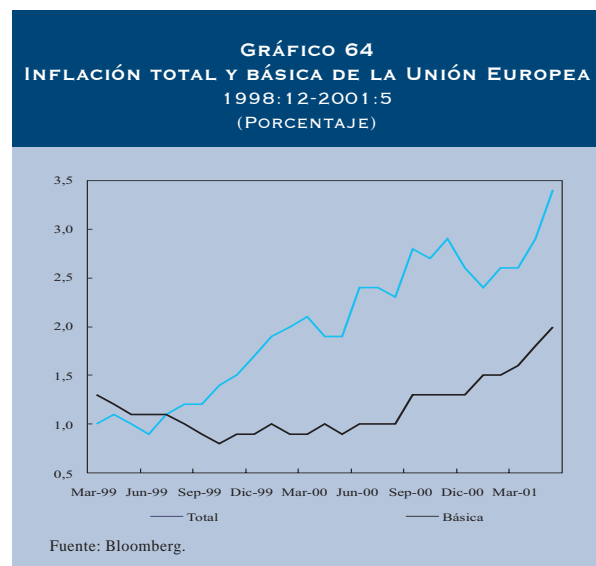
intervención situándola en 4,5% (el primer recorte observado desde abril de 1999). Esta, claramente, fue una medida dirigida a estimular la economía y contrarrestar la caída de demanda doméstica y de las exportaciones durante el primer semestre de 2001 (Gráfico 65). En la medida que cedan las presiones inflacionarias anteriormente mencionadas, el BCE podría disminuir hasta en 50 pb su tasa de interés durante los próximos meses.

Para el segundo trimestre de 2001, se espera que la UE alcance un crecimiento anual de 2,0%, a consecuencia de la menor demanda doméstica y el deterioro de la inversión privada. Finalmente, diversos analistas internacionales esperan un crecimiento anual para todo 2001 de 2,5%, crecimiento menor que el esperado el trimestre anterior, a consecuencia de los factores negativos ya expuestos.

3. Japón

Por el momento, Japón enfrenta la posibilidad de una nueva recesión económica, a juzgar por el comportamiento reciente de su PIB. Durante el primer trimestre del año, la economía nipona registró un crecimiento anual nulo, respecto al primer trimestre de 2000 y una contracción de 0,2% frente al trimestre inmediatamente anterior (Gráfico 60). Así mismo, los analistas internacionales esperan que el crecimiento que registre Japón en los próximos meses sea marginalmente superior a 0%, y que de presentarse una recesión, ésta no sea tan pronunciada ni larga como aquellas anteriores que ha enfrentado el país.

El deterioro de la economía japonesa tiene su origen en la debilidad del consumo privado y en la contracción de la inversión fija privada, esto último como resultado del deterioro de las condiciones económicas tanto regionales como globales. Si bien, la inversión pública ha aumentado, se espera que en el futuro cercano ésta también empiece a disminuir. Finalmente, las exportaciones netas han disminuido continuamente reflejando no solamente la desaceleración económica de los principales socios comerciales de Japón sino también la débil demanda de bienes relacionados con la tecnología.



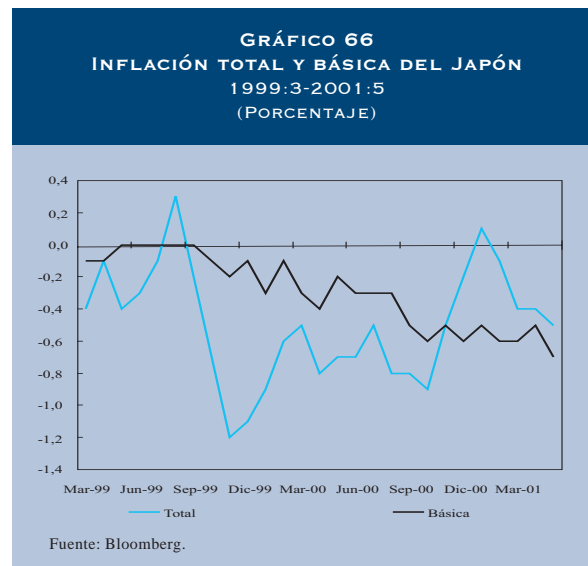
En materia de precios, en el primer semestre continuó primando una gran estabilidad. La inflación total anual en abril y mayo siguió registrando niveles inferiores al 0%, en tanto que la inflación anual básica se mantuvo en terreno negativo. Esto a pesar de que los precios de los bienes importados continuaron aumentando, como resultado de la depreciación del yen y del repunte en los precios del petróleo (gráficos 63 y 66). Si bien estos factores pueden generar algunas presiones inflacionarias, las débiles condiciones de la economía japonesa deberían contrarrestarlos. Es así como, para el resto del año, no se espera un repunte de la inflación. De esta manera, es previsible que el Banco Central de Japón mantenga la tasa de interés fluctuando alrededor de 0,0%.

Para 2001, los analistas internacionales esperan que la economía japonesa alcance un crecimiento que fluctúe alrededor de 0,9%, hay, sin embargo pesimistas que consideran que esta economía no podrá crecer durante 2001. Naturalmente, estas nuevas previsiones son inferiores a las que se observaban hace un trimestre.

4. América Latina

Durante el segundo trimestre de ese año, el debilitamiento de la economía de los Estados Unidos, los menores precios de la mayoría de los productos básicos de exportación latinoamericanos y la crisis argentina, continúan siendo los principales factores desfavorables para el sano desenvolvimiento de la economía regional. Adicionalmente, cada uno de los países latinoamericanos enfrentaba una serie de riesgos domésticos que incluyen problemas de orden público y político a lo cual se sumó la crisis energética de Brasil.

La mayor modificación en las condiciones económicas de América Latina, en estos últimos tres meses, respecto de lo que se presentó en el Informe anterior, tiene que ver con el desarrollo de la situación argentina, por su posible impacto sobre el flujo de capitales que se dirige a la región. Esta es la circunstancia que, quizás, más riesgos conlleva para la estabilidad económica regional en el mediano plazo.



En los últimos meses, Argentina, con el ministro de Economía Domingo Cavallo a la cabeza de su equipo económico, ha intentado restablecer la confianza de los inversionistas locales y extranjeros. Para ello emprendió una serie de medidas agresivas en los frentes externo e interno que incluyen la introducción de un tipo de cambio diferenciado, la creación de menores impuestos, el incremento de aranceles y el intercambio de su deuda externa para extender su período de amortización, entre otras.

Estas medidas, sin embargo, parecen no haber convencido plenamente a los inversionistas que ven con mucha preocupación cómo la economía sigue estancada. En la actualidad se espera un crecimiento no mayor del 1,6%, al tiempo que la carga fiscal, que debe asumir el gobierno en el corto plazo, sigue siendo considerable. La mayor incertidumbre se ha traducido en un incremento permanente en el costo del endeudamiento para el país, el cual puede ser insostenible en caso de prolongarse, abriendo la posibilidad de un incumplimiento en el pago de sus obligaciones externas.

Los efectos de esta crisis no se han hecho esperar sobre varias economías de la región, especialmente en la de Brasil, dados sus estrechos vínculos comerciales con Argentina. En el primer semestre del año, el real brasileño se devaluó 25%, con una intensidad mayor hacia los últimos meses en la medida que crecía la incertidumbre sobre la solidez de la economía de su vecino.

Durante el segundo trimestre del año, esta economía sufrió tres choques importantes, además del contagio argentino, que han ocasionado una revisión a la baja de su estimativo de crecimiento. Estos otros choques son la crisis política interna, la disminución en la inversión directa extranjera y la crisis energética de este país, todos los cuales también han presionado la tasa de cambio (Gráfico 67). Estas circunstancias condujeron al Banco Central del Brasil a llevar a cabo un sorpresivo aumento de la tasa de interés en 150 pb. Esta decisión estuvo acompañada de las declaraciones que confirman el compromiso de las autoridades de mantener la estabilidad de precios y la cambiaria por medio de una política monetaria más activa. Dado lo anterior, en la actualidad, los analistas esperan que para finales de 2001, Brasil logre alcanzar una tasa de crecimiento de entre 2,0% y 2,9%.

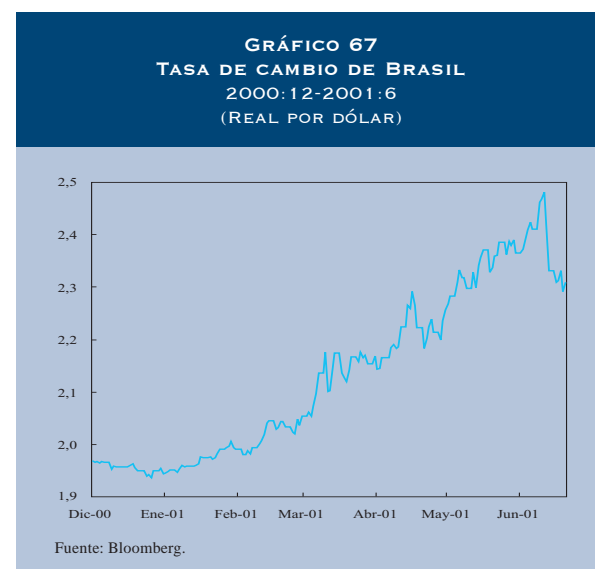
Quizás el país menos vulnerable a la situación argentina ha sido México. Durante el segundo trimestre de este año, y con excepción de las demás monedas latinoamericanas, el peso mexicano permaneció fuerte respecto al dólar gracias al fuerte flujo de capitales que ha recibido de los Estados Unidos. Al mismo tiempo que la tasa de interés se situó en niveles históricamente bajos.

A pesar de estos factores positivos, la economía se desaceleró más rápidamente de lo esperado. En la actualidad, persisten las preocupaciones fundamentales en torno al crecimiento de la de los Estados Unidos y a la esperada reducción en el precio del petróleo. Ante estos desarrollos, se prevé que para finales de 2001, esta economía alcance un crecimiento de entre el 0,9% y el 3,0%, mucho menor que el 7,0% del año anterior.

Hasta finales de junio, la situación argentina había tenido un escaso impacto en las economías de países claves para Colombia como Venezuela, Perú y Ecuador. Sin embargo, si la incertidumbre en los mercados financieros se agudiza, podrían verse algunas repercusiones, especialmente en los casos venezolano y peruano, toda vez que Ecuador goza de cierto blindaje debido a la dolarización.

En particular, en el caso de Ecuador, la actividad económica ha mejorado en los últimos meses, permitiendo una reducción en la tasa de desempleo simultáneamente con una disminución satisfactoria de la inflación. Adicionalmente, las presiones negativas sobre la economía han cedido gracias al esfuerzo demostrado por las autoridades para reforzar las finanzas públicas y el sistema bancario. De tal forma, se espera que esta economía termine el año 2001 con una tasa de crecimiento que alcance por lo menos el 3,5%. De igual modo, Venezuela, continúa beneficiándose del alto precio del petróleo y, en consecuencia, de los ingresos adicionales que este genera para financiar su gasto público y para estimular su demanda privada. Sin embargo, la posible disminución del precio de este producto de exportación puede en lo que resta del año, convertirse en un grave problema para el país, dada la alta dependencia de ellas que tiene el sector externo. Ello podría inducir presiones devaluacionistas en la segunda mitad del año. Dado este riesgo los diversos analistas prevén que Venezuela finalice el año con un crecimiento real entre el 3,0% y el 4,4%.

Exceptuando Brasil (y, por supuesto, Argentina), la agitación en los mercados financieros a raíz del problema argentino tuvo escaso impacto en los niveles del riesgo país durante el segundo trimestre del año. Por lo menos esa es la conclusión que se desprende al analizar los *spreads* de la deuda de diferentes paí-



ses latinoamericanos respecto a los bonos del tesoro de los Estados Unidos, los cuales son un indicador de los costos de endeudamiento externo. Hasta finales de junio, países como México, Colombia y Venezuela gozaron de cierta estabilidad en sus *spreads* sobre los bonos de deuda soberana emitidos a 10 y 30 años (gráficos 68 y 69). Incluso en los bonos emitidos a 10 años se presentó alguna disminución. Para Colombia, por ejemplo, estos pasaron de 684,2 pb a 538,6 pb, una reducción no despreciable que refleja una mayor confianza en la capacidad de pago del país por parte de los mercados externos, posiblemente como consecuencia de la aprobación de la reforma a las transferencias y del exitoso canje de deuda interna realizado por el gobierno.

En el caso del Brasil, por el contrario, hubo un repunte de cerca de 35 pb en los *spreads* a 10 años en respuesta al incremento en la incertidumbre Argentina, cuyos *spreads*, a su vez se dispararon cerca de 200 pb, situándose a finales de junio en 1.203 pb (Gráfico 68). Durante las primeras semanas de julio, en el momento en que se escribía este informe, la situación argentina había empeorado y los *spread* de este país alcanzaban niveles de 2.000 pb para los bonos a 10 años, mientras que los de Brasil se situaban por encima de los 1.000 pb. A esta fecha también se registraban incrementos en los *spreads* de otros países latinoamericanos incluido Colombia, aunque en mucho menor grado.

Finalmente, teniendo en cuenta las proyecciones de crecimiento económico para los principales socios comerciales de Colombia, las cuales fueron explicadas en detalle en las secciones anteriores, el crecimiento global ponderado por volumen de comercio exterior colombiano en el año 2001 es de 2,4%, mayor que el previsto el trimestre anterior (2,2%).

B. PRECIOS DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS

Durante el segundo trimestre de 2001, los precios de los principales productos básicos mantuvieron la ten-

GRÁFICO 68
EVOLUCIÓN DE LOS MÁRGENES DE LOS BONOS LATINOAMERICANOS (*SPREADS*) A 10 AÑOS (PUNTOS BÁSICOS)

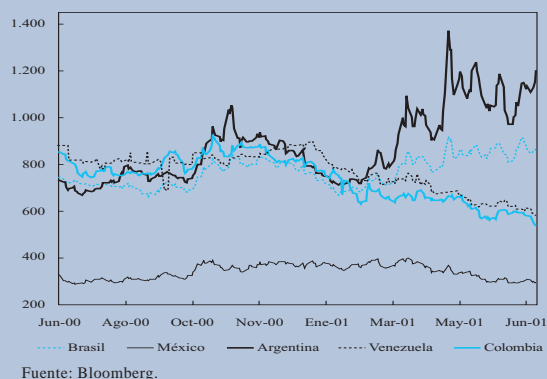
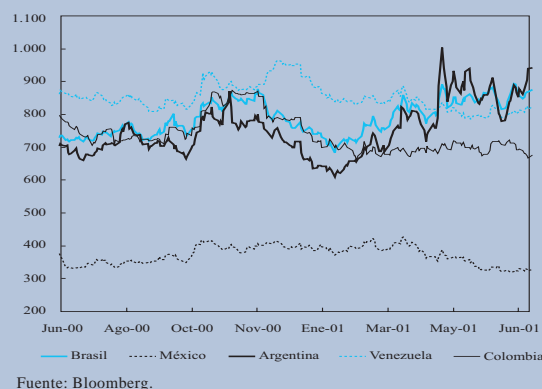


GRÁFICO 69
EVOLUCIÓN DE LOS MÁRGENES DE LOS BONOS LATINOAMERICANOS (*SPREADS*) A 30 AÑOS (PUNTOS BÁSICOS)



dencia descendente que se ha observado desde el año pasado. El índice de precios para el conjunto de productos básicos de la revista *The Economist* disminuyó 1,7% entre marzo y junio pasados, ubicándose este último mes 5,5% por debajo del nivel observado en junio de 2000.

La caída de los precios internacionales de los productos básicos en el segundo trimestre del año se registró principalmente en el grupo de alimentos. En este período, el subíndice de precios de los alimentos descendió 3,6%, situándose el pasado mes de junio 6,5% por debajo del nivel registrado un año atrás. En contraste, el subíndice de precios de los bienes industriales aumentó en el trimestre 1,0%, crecimiento que no impidió para que el subíndice se ubicara en

junio pasado 4,1% por debajo del nivel observado en el mismo mes del año 2000 (Gráfico 70).

Para este informe se actualizan las proyecciones del índice de productos exportados por Colombia, el cual incorpora información de precios de café, petróleo, ferroníquel, azúcar, carbón y banano, correspondientes al 51% del total de las exportaciones colombianas¹³. Teniendo en cuenta la información disponible a finales del segundo trimestre, para el año 2001 se espera que este índice disminuya 8,7% respecto al año anterior, caída menor que la pronosticada al finalizar el primer trimestre del año (12,3%) (Gráfico 71). Este cambio en el pronóstico se debe principalmente a las más optimistas proyecciones para los precios del petróleo y el carbón. En la actualidad se espera una baja en el precio del petróleo, menor que la esperada hace tres meses, y un repunte en el del carbón de 11,9% para todo el año. Ambos hechos compensan el menor crecimiento esperado para el precio del azúcar. En efecto, a finales del segundo trimestre se espera un incremento en el precio del azúcar de sólo 4,4% en el 2001, mientras que tres meses atrás se esperaba un incremento de 13%.

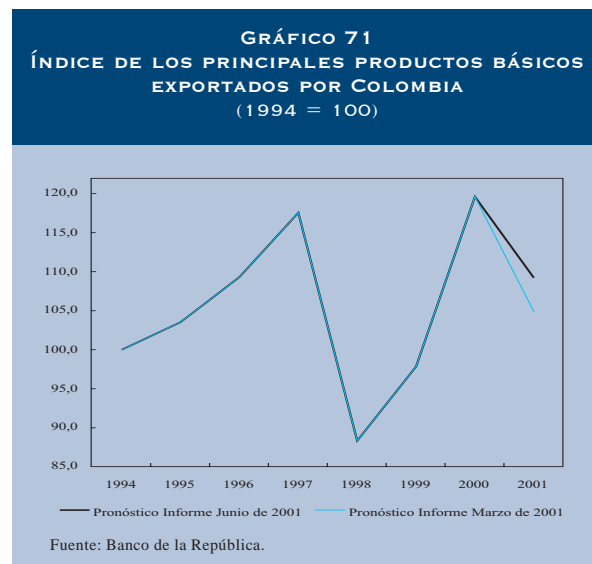
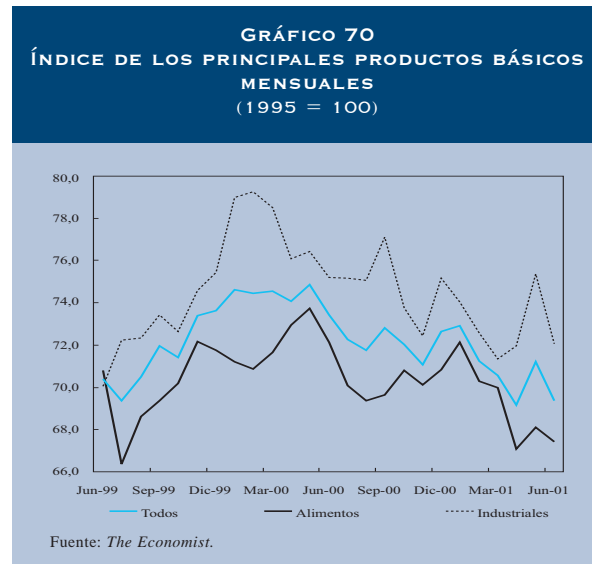
1. Petróleo

El precio del petróleo durante el segundo trimestre del año ha fluctuado dentro de los niveles especificados por la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) en su mecanismo de bandas¹⁴. Hasta el momento, las políticas adoptadas por la OPEP han tenido éxito en la estabilización de los precios del crudo dentro del rango de precios definido.

En el segundo trimestre en particular, el precio permaneció relativamente estable aunque en niveles inferiores a los registrados en los tres primeros meses del año. En efecto, el precio promedio del crudo en este último trimestre fue de US\$27,9 por barril, 3,0% menor que el observado durante el primer trimestre del año. El precio más bajo del trimestre se registró

¹³ Las proyecciones de este índice se efectuaron utilizando información del Fondo Monetario Internacional y de los gremios exportadores.

¹⁴ Según el mecanismo de bandas establecido por la OPEP, el precio del crudo debe permanecer entre US\$22 y US\$28 por barril para la canasta de crudos de la OPEP. Estos precios, en el indicador estadounidense West Texas Intermediate (WTI), son equivalentes aproximadamente a US\$25 y US\$30 por barril.



el 24 de abril (US\$25,1 por barril) y el más alto, el 21 de mayo (US\$29,9 por barril). A partir del 15 de junio se observó un descenso continuo de los precios que pasó de US\$29,1 a US\$26,3 por barril al finalizar el mes (Gráfico 72).

A principios del mes de junio, Iraq anunció la suspensión de las exportaciones de petróleo como respuesta a la decisión tomada por la Organización de Naciones Unidas (ONU) de prorrogar sólo por un mes el programa de petróleo por comida, en vez de seis meses como era habitual. A pesar de esta medida, y contrario a lo que se esperaba, el precio del crudo no experimentó aumentos significativos. Según algunos

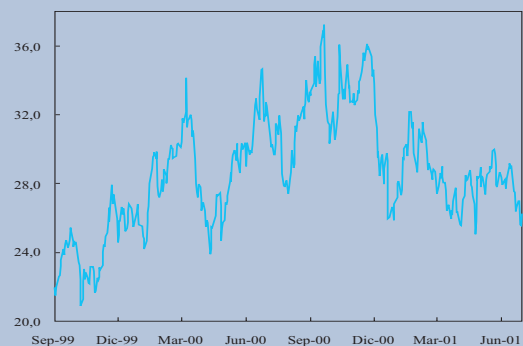
analistas, esto se explica porque los mercados ya habían descontado la suspensión de exportaciones de Iraq y porque la capacidad de producción no utilizada de la OPEP es en la actualidad apreciable, aproximadamente 4,5 millones de barriles diarios (mdb), 2,5 mdb superior a la producción de Iraq.

Teniendo en cuenta el comportamiento reciente del precio del petróleo, se prevé que éste cierre en el año 2001 en un nivel inferior al registrado a finales del año 2000, aunque no tan bajo como se esperaba al finalizar el primer trimestre del año. Lo anterior, por cuanto el debilitamiento de la demanda global y la desaceleración de la economía americana no han generado el efecto esperado sobre el precio del crudo. De hecho, su nivel durante el segundo trimestre fue superior al pronosticado. Así, los precios del petróleo deberían ubicarse en el año 2001, en promedio, entre US\$26 y US\$27 por barril, lo cual implicaría que durante el segundo semestre del año el precio del crudo se situará en promedio, entre US\$25 y US\$26 por barril.

De todas maneras, el comportamiento de los precios en lo que resta del año depende en gran medida de las decisiones que adopte la OPEP con relación a la cuota de producción diaria. Estas decisiones deben tener en cuenta, por una parte, la suspensión de las exportaciones iraquíes y el incremento de la demanda de crudo que se genera con la llegada del invierno y por otra, la desaceleración de la economía mundial. Finalmente, debe tenerse en cuenta que si la OPEP decide reducir las cuotas de producción se corre el riesgo que los países miembros comiencen a incumplirlas para aumentar su participación en el mercado, generando presiones adicionales a la baja en el precio del crudo.

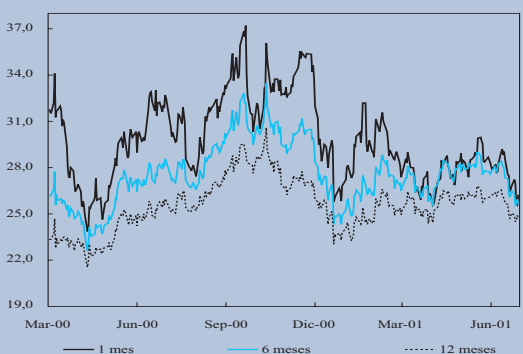
Los precios de los contratos a futuro en la bolsa de Nueva York han seguido el comportamiento de los precios del petróleo durante el trimestre. El descenso de los precios del crudo registrado durante la segunda mitad de junio se ve reflejado en los contratos a futuro de uno, seis y 12 meses. Para el 29 de junio estos se cotizaban a US\$26,3, US\$25,7 y US\$24,8, respectivamente, muy por debajo de los niveles al-

GRÁFICO 72
PRECIO DEL PETRÓLEO WTI
BOLSA DE NUEVA YORK
(DÓLARES / BARRIL)



Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO 73
CONTRATOS A FUTUROS
PRECIO DEL PETRÓLEO WTI
BOLSA DE NUEVA YORK
(DÓLARES / BARRIL)



Fuente: Bloomberg.

canzados dos semanas atrás (US\$28,5, US\$27,3 y US\$25,7). Así, los contratos a seis y 12 meses sugieren que para la segunda mitad del año el mercado espera precios inferiores a los observados durante los primeros seis meses del mismo (Gráfico 73).

2. Café

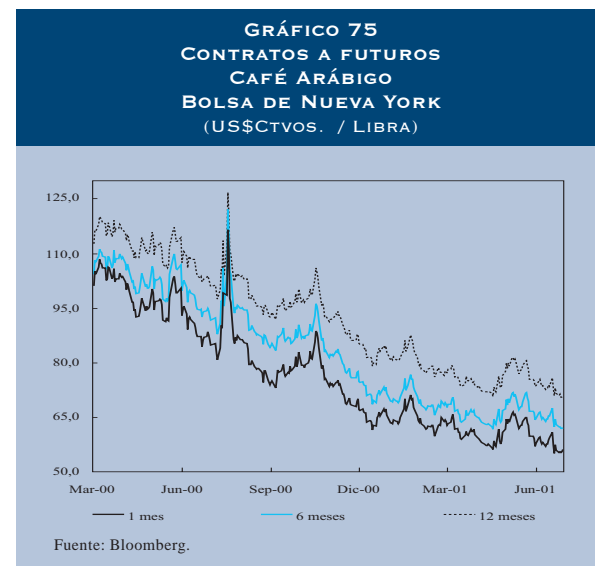
El precio internacional del café mantuvo su tendencia descendente durante el segundo trimestre del año, tal y como ha sucedido desde el año anterior. A pesar de la puesta en marcha del “Plan de Retención del Café”, la cotización del grano colombiano durante el trimestre fue, en promedio, US\$77,9 centavos/libra y en el mes de junio el precio promedio fue de US\$74,3 centavos/libra, uno de los niveles más ba-

jos de los últimos años. (Gráfico 74). El mismo comportamiento se ha presentado en los precios de los contratos a futuro (Gráfico 75).

La caída en el precio internacional del café registrada desde enero de 2000 es atribuida, principalmente, a los mayores niveles de los inventarios de café en los países consumidores, especialmente los Estados Unidos. Hasta el momento, el Plan de Retención¹⁵ aplicado por la Asociación de Países Productores de Café (APPC)¹⁶ no ha tenido efecto sobre la oferta mundial, y al finalizar el trimestre los inventarios del grano en los países consumidores continuaban siendo altos. Con información al 14 de mayo proporcionada por la APPC el porcentaje de cumplimiento del Plan

de retención ha sido del 72,4%, ya que de los 9,7 millones de sacos de 60 Kg. que se había programado retener solo se han retenido siete millones. Sin embargo, el acuerdo sigue en marcha y para este año, Colombia fijó la retención en 1,8 millones de sacos¹⁷. Por otra parte, con el fin de frenar la caída del precio del grano, se está estudiando la posibilidad de sustraer del mercado el 5% de las exportaciones de calidades inferiores.

Debido a que las medidas dispuestas por la APPC no han logrado disminuir el exceso de oferta en el mercado, es poco probable que el precio del café presente una recuperación durante este año. Se espera que durante 2001 se ubique, en promedio, en US\$75 centavos/libra.



¹⁵ Según este acuerdo, las exportaciones de café se reducen en un 20% si el precio se ubica por debajo de US\$95 centavos/libra.

¹⁶ Los países ratificados como miembros de la APPC son: Brasil, Colombia, Costa Rica, El Salvador, India, Indonesia, Venezuela, Angola, Costa de Marfil, Kenya, Tanzania, Togo, Uganda y República Democrática del Congo.

¹⁷ Desde septiembre del año pasado, Colombia ha retenido 980 mil sacos. Se espera que las exportaciones de café colombiano para este año sean de 10 millones de sacos.

V

PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN

Para el presente informe, las proyecciones de inflación no suponen cambios importantes en los supuestos sobre el comportamiento de la tasa de cambio y el crecimiento de los agregados monetarios frente a aquellos efectuados en el informe de marzo. Así, se considera que en el segundo semestre de este año y durante 2002 la tasa de cambio real tendrá un comportamiento relativamente estable, lo que le permitirá mantenerse en niveles no muy diferentes del actual. Este escenario cambiario no tiene en cuenta el efecto contagio sobre Colombia de una profundización de la crisis argentina. De igual manera, para este informe se prevé un crecimiento de los principales agregados monetarios coherente con la nueva línea de referencia de la base definida por la Junta Directiva, la cual incorpora los efectos que, sobre la demanda de efectivo, tienen el impuesto a las transacciones financieras del tres por mil vigente desde comienzos de año y la exención que desde marzo rige sobre algunos pasivos del sistema financiero.

En materia de precio de importados, para el presente informe se supone una inflación externa nula para 2001, inferior a la de 3% utilizada en el Informe sobre Inflación anterior. Esto teniendo en cuenta la reducción o estancamiento que registraron los índices de precios para productos básicos y manufacturas en los mercados internacionales en lo corrido del año y los mínimos reajustes que se esperan para el segundo semestre, dada la desaceleración de la economía mundial. De esta forma, la variación en el precio de los importados medido en pesos es equivalente a la devaluación nominal.

Adicionalmente, en materia de condiciones meteorológicas, en la actualidad se prevé un nivel normal de lluvias para el segundo semestre de este año, tal y como se hizo en el informe anterior. Por otro lado, a la fecha, las posibilidades de que un nuevo fenómeno

de El Niño haga su aparición a finales de este año y comienzos del próximo, han disminuido considerablemente, de acuerdo con el IDEAM y varios organismos que estudian el clima a nivel global. Esto hace prever condiciones meteorológicas cercanas a lo normal para buena parte del próximo año, lo que permite esperar estabilidad en materia de precio de los alimentos.

Al igual que se hizo en el informe de marzo, en este informe se presentan las proyecciones de inflación de alimentos utilizando un "modelo satélite". El propósito de este modelo es hacer un uso más preciso de la información sobre choques de oferta agrícola para proyectar los precios de los alimentos y de esta forma incrementar la calidad del pronóstico del modelo central. De acuerdo con el modelo, la senda central proyectada para la inflación de alimentos es de 8,6% para el tercer trimestre de este año y de 7,5% para el cuarto (Gráfico 76). El pronóstico central se acompaña de un balance de riesgos sesgado hacia arriba el cual toma en cuenta los efectos del ciclo de retención ganadera sobre los precios de la carne y la posibilidad de una cosecha reducida de papa y otros tubérculos durante el segundo semestre, como consecuencia de la escasez de lluvias que afectó a zonas de ladera del altiplano central en la primera mitad del año. De acuerdo con el grado de incertidumbre y el balance de riesgos, la inflación de alimentos en diciembre de 2001 puede situarse entre 5,9% y 9,8% con un 50% de probabilidad.

A partir de los supuestos y choques anteriores, el modelo de mecanismos de transmisión pronostica una senda central de inflación de 7,3% para el promedio del cuarto trimestre de 2001 y de 5,3% para el promedio del cuarto trimestre de 2002. La nueva proyección central para finales de este año resulta

inferior a la efectuada hace tres meses (8,2%) y tanto la de este año como la del próximo se sitúan por debajo de las respectivas metas de inflación (del 8% y 6%) definidas por la Junta Directiva del Banco de la República. La senda central prevista sugiere que la inflación mantendrá una tendencia decreciente ininterrumpida en los próximos seis trimestres. El nivel de incertidumbre y el balance de riesgos que acompañan esta senda central señalan que la inflación al consumidor puede situarse en diciembre del presente año entre 6,4% y 8,7% con un 50% de probabilidad.

Debe señalarse, sin embargo, que el balance de riesgos para la senda central de la inflación total al consumidor que se presenta en el Gráfico 77, se encuentra sesgado hacia arriba. Esto con el propósito de capturar, tanto la incertidumbre que rodea la proyección de la inflación de alimentos y que está relacionada con el ciclo de retención ga-

nadera ya mencionado, como la posibilidad de una mayor devaluación del peso como resultado del eventual efecto contagio que podría acarrear la crisis argentina. Las perspectivas de una mayor devaluación también sesgan el balance de riesgo del pronóstico de la inflación sin alimentos tal y como se ve en el Gráfico 78.

La reducción en el pronóstico de inflación en esta oportunidad respecto al presentado en el informe de marzo se ve corroborado por los resultados arrojados por los demás modelos utilizados por el Banco de la República. En particular, la metodología de combinación de pronósticos de los diferentes modelos uniecuacionales, tanto de series de tiempo como estructurales, prevé una inflación a diciembre de este año de 6,5%, inferior a la obtenida hace tres meses (6,8%). Para el próximo año, este método también anticipa una inflación decreciente y por debajo del nivel alcanzado en diciembre de 2001.

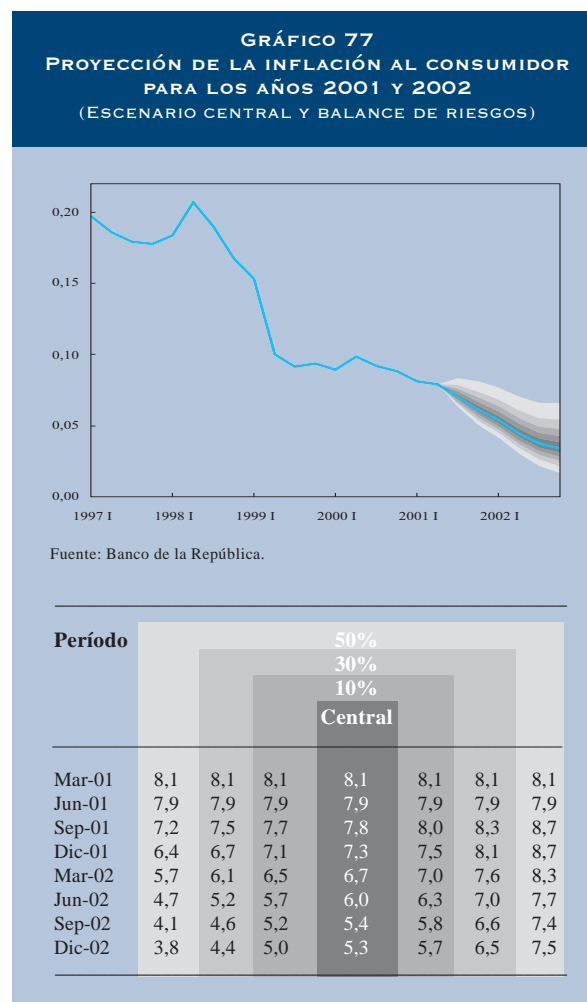
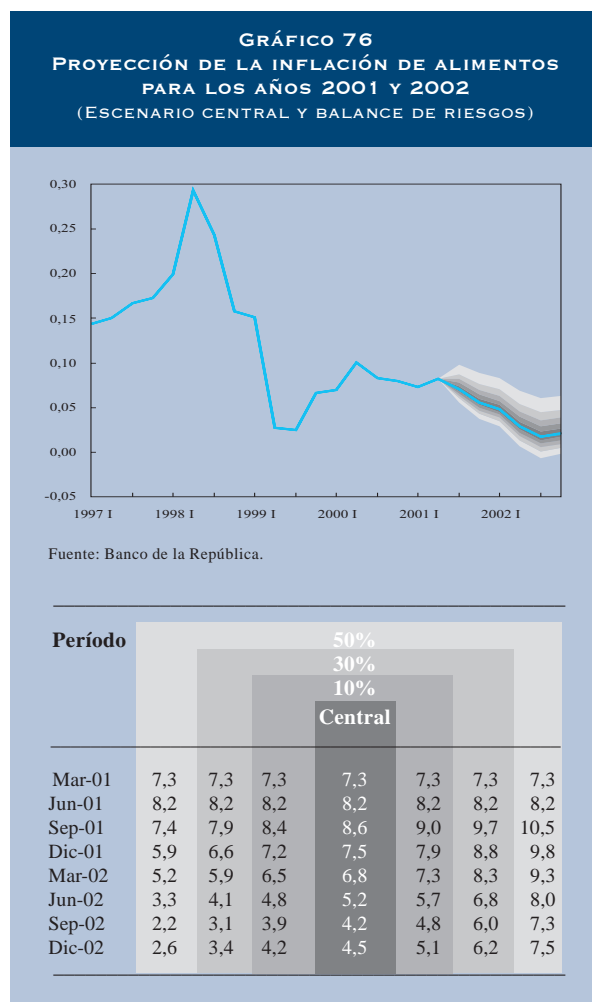
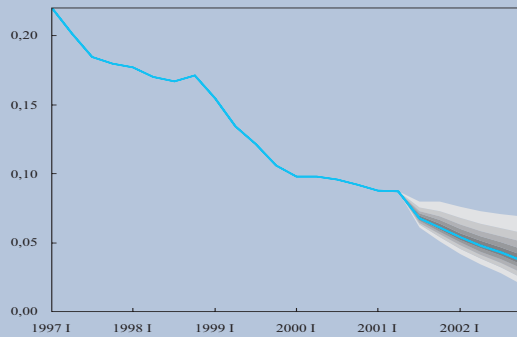


GRÁFICO 78
PROYECCIÓN DE LA INFLACIÓN SIN ALIMENTOS
PARA LOS AÑOS 2001 Y 2002
 (ESCENARIO CENTRAL Y BALANCE DE RIESGOS)



Fuente: Banco de la República.

Período	Balance de Riesgos						
	50%	30%	10%	Central	10%	30%	50%
Mar-01	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8	8,8
Jun-01	8,7	8,7	8,7	8,7	8,7	8,7	8,7
Sep-01	6,9	7,2	7,4	7,5	7,6	8,0	8,3
Dic-01	6,3	6,7	7,0	7,2	7,4	7,9	8,5
Mar-02	5,6	6,1	6,5	6,7	7,0	7,6	8,2
Jun-02	5,1	5,6	6,0	6,2	6,6	7,2	8,0
Sep-02	4,6	5,2	5,7	5,9	6,3	7,0	7,8
Dic-02	4,1	4,7	5,3	5,6	6,0	6,9	7,8

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 julio de 2001.