



INFORME SOBRE INFLACIÓN

SEPTIEMBRE DE 2001

BANCO DE LA REPÚBLICA

PRESENTACIÓN, RESUMEN Y CONCLUSIONES

✚ La inflación anual al consumidor en el mes de septiembre fue de 8,0%, nivel similar al observado al finalizar el segundo trimestre de 2001 (7,9%) y 1,2 puntos porcentuales inferior a la registrada en septiembre de 2000 (9,2%). Este nivel de inflación anual es el más bajo para un septiembre desde 1970. Desde febrero de este año, la inflación al consumidor ha sido muy estable, fluctuando alrededor del 8,0%. A septiembre, la inflación año corrido ascendió a 7,0%, menor que la acumulada en igual período del año anterior (7,7%).

✚ La inflación acumulada en el tercer trimestre de este año (0,7%) fue idéntica a la observada el mismo trimestre del año pasado y mucho menor que la registrada en el primero y segundo trimestres reflejando el patrón estacional de la inflación colombiana. Dicha estacionalidad se ha reforzado en los últimos dos años al punto que cerca del 60,0% de la inflación anual se genera en el primer trimestre.

✚ Durante el tercer trimestre el grupo que más jalonó la inflación fue el de los alimentos. Esta situación ya se había observado en la primera mitad del año, y en su momento fue explicada por el importante repunte de precios de la carne y sus sustitutos, como consecuencia del inicio de la fase de retención del ciclo ganadero. En el tercer trimestre, los precios de la carne y de sus sustitutos continuaron incrementándose, aunque a un ritmo menor, lo que era de esperarse dado su comportamiento estacional. No obstante, para el año 2002 se prevé que estos precios nuevamente ejercerán presiones inflacionarias, toda vez que la fase de retención ganadera debe mantenerse por un año más.

✚ La educación, el otro rubro que más presiones inflacionarias ejerció en los dos primeros trimestres del año, no lo hizo durante el tercer trimestre. Tampoco lo hicieron los grupos de vivienda, vestuario, salud y cultura y esparcimiento. Por su parte, los rubros de transporte y otros gastos presentaron disminuciones importantes en el ritmo de ajuste anual de sus precios, ejerciendo, de esta forma, menores presiones inflacionarias. En el caso de transporte, esto se ha venido observando desde comienzos de año y ha sido posible gracias al menor ritmo de ajuste en los precios de los combustibles.

✚ Durante el tercer trimestre de 2001, la inflación anual de bienes transables se redujo, convergiendo a la inflación total (8,0%). Desde 1999 los bienes transables habían exhibido una inflación superior a la total, sin embargo, esta tendencia había comenzado a revertirse a comienzos del presente año. Por su parte, la inflación de bienes no transables repuntó ligeramente en el tercer trimestre y se situó, en septiembre, en 7,9%.

✚ La inflación básica continuó disminuyendo durante el tercer trimestre. A septiembre, el promedio de las tres medidas de inflación básica más confiables calculadas por el Banco de la República (El IPC sin alimentos, inflación núcleo e IPC sin alimentos primarios, combustibles y servicios públicos), fue de 7,0%, inferior al de junio (7,6%). Ningún indicador a septiembre supera la inflación observada o la meta de inflación establecida para el año 2001.

✚ La inflación anual del productor en septiembre se situó en 8,0%, convergiendo a la inflación al consumidor. Este nivel de inflación al productor fue 2,2 puntos porcentuales inferior al registrado en junio y 4,9 puntos porcentuales menor que el de septiembre de 2000. La inflación anual del IPP viene descendiendo sin interrupción desde mayo pasado cuando alcanzó un nivel de 11,1%, siendo el registro de septiembre el menor para un septiembre desde 1970.

✚ La reducción de la inflación anual del productor en el último trimestre fue el resultado de la menor variación anual de precios en todos los componentes tanto de la clasificación por procedencia de los bienes (producidos y consumidos, e importados) como de la clasificación CIIU (agricultura, minería e industria). Esto fue posible gracias a la disminución de precios de los bienes agrícolas y mineros, a la menor devaluación acumulada y a la caída de precios de los principales bienes básicos que se comercian internacionalmente.

✚ Las proyecciones efectuadas por la Subgerencia de Estudios Económicos (SGEE) del Banco sugieren que existe una alta probabilidad de que la inflación termine el presente año en cerca del 8%, cumpliendo la meta propuesta. Así mismo, la senda central del modelo de mecanismos de transmisión con información a septiembre indica que la inflación promedio durante el cuarto trimestre de 2002 será de 5,5%, una cifra similar a la pronosticada con información a junio (5,3%).

✚ Al igual que en las proyecciones presentadas en junio, en las actuales el balance de riesgos que acompaña la senda central del modelo de mecanismos de transmisión sigue estando sesgado hacia arriba. Esto con el ánimo de recoger la mayor incertidumbre que rodea la devaluación del próximo año a raíz del debilitamiento de la economía mundial y de la posibilidad de una eventual crisis de financiamiento en algunos países emergentes. Sin lugar a dudas, esta incertidumbre se ha incrementado desde los acontecimientos de septiembre en los Estados Unidos. También, en el presente informe se considera una nueva fuente de incertidumbre, asociada con la probable presencia de un fenómeno de “El Niño” a partir de diciembre de este año y su efecto sobre el precio de los alimentos.

✚ De acuerdo con la senda central del modelo de mecanismos de transmisión, la inflación del IPC sin alimentos se situará en 6,8% en el cuarto trimestre de este año y en 4,4% en el cuarto trimestre de 2002. La proyección al cuarto trimestre de este año es similar a la efectuada para el promedio de los tres indicadores actualmente utilizados por la SGEE con métodos alternativos. De acuerdo con ella, la inflación básica a diciembre de 2001 será de 6,5%.

✚ A partir de los indicadores del sector real disponibles a la fecha, es posible esperar un crecimiento del PIB, para el tercer trimestre, no muy diferente del registrado en los dos trimestres anteriores. Tal apreciación se basa en la estabilidad que exhiben variables como las exportaciones no tradicionales a este mismo mes y el consumo de energía eléctrica a septiembre entre otras.

Adicionalmente, el incremento en la producción de petróleo gracias a la reactivación de Caño Limón entre julio y septiembre, podría compensar el debilitamiento en la producción de algunos otros sectores como el industrial. Para lo que resta del año, las perspectivas de crecimiento son menos optimistas que las expresadas en informes anteriores a raíz de los acontecimientos externos recientes, de la importante caída en los precios del petróleo y del café en los últimos meses y del poco promisorio comportamiento de los indicadores de pedidos de la industria y de las expectativas de la situación económica de los empresarios de este sector. Estos factores hacen prever un crecimiento, para todo el año 2001, inferior al contemplado en la actual meta de crecimiento del gobierno (2,4%).

✚ Respecto al próximo año, muy probablemente la economía se resentirá si la desaceleración de la economía mundial resulta acentuada y duradera y si, además, los problemas de seguridad interna no disminuyen. Más aún cuando lo anterior puede ir acompañado de un crecimiento mínimo o nulo de las economías de Venezuela y Ecuador, cuyas demandas, hasta ahora, han sido un importante motor de la producción industrial doméstica. Todas estas circunstancias podrían limitar el efecto positivo sobre la actividad económica de la reducción en las tasas de interés internas y externas.

✚ Confirmando el pobre desempeño del sector real, en los últimos meses los indicadores de utilización de capacidad instalada han decrecido respecto a los niveles del año pasado, y en la actualidad se encuentran claramente por debajo de sus promedios históricos. Dado lo anterior, no se prevén presiones inflacionarias de demanda importantes en lo que resta del año ni a comienzos del próximo.

✚ El buen desempeño de la inflación permitió que el Banco de la República adelantara varias acciones encaminadas a garantizar una amplia liquidez al mercado durante el primer semestre del año. Dentro de ellas sobresalen: 1) la reducción de las tasas de intervención del Banco en 50 puntos básicos a comienzos de marzo, 2) el ajuste a la línea de referencia para acomodar la mayor demanda de efectivo que se produjo a raíz de la modificación en el impuesto a las transacciones, 3) la ampliación de los cupos de Repo de liquidez para evitar grandes fluctuaciones en las tasas de interés y para compensar el congelamiento de recursos de la Tesorería en el Banco de la República. Por otra parte, con el propósito de mejorar el sistema de pagos, se autorizaron Repo adicionales para facilitar a los bancos el cubrimiento de faltantes en sus cuentas del Banco de la República, originados en el proceso de compensación de cheques.

✚ En los últimos tres meses el Banco de la República continuó con esta línea de acción, efectuando tres reducciones a la estructura de tasas de intervención por 200 puntos básicos en conjunto. Siguiendo la reducción de las tasas de intervención, se observó una disminución importante en las tasas de interés de mercado, tanto activas como pasivas. En particular, la tasa interbancaria promedio en septiembre fue de 9,3%, inferior en 2,1 puntos porcentuales a la de junio. Así mismo, la tasa pasiva se situó en 11,9%, reduciéndose en 0,8 puntos porcentuales frente a su nivel de junio. Finalmente, la tasa activa promedio calculada por el Banco de la República disminuyó en 0,1 puntos porcentuales en estos tres últimos meses, situándose en 18,5% en septiembre.

✚ Durante el tercer trimestre, la base monetaria se situó por debajo de la línea de referencia definida por la Junta Directiva en el mes de junio. En el mes de septiembre, en particular, el

promedio de orden 20 de la base estuvo 2,3% por debajo del promedio móvil de esta línea de referencia. Con el propósito de otorgar liquidez a la economía, a partir de agosto la Junta Directiva inició la realización de compras permanentes de títulos TES¹ e incrementó sustancialmente el monto de las subastas de opciones para acumulación de reservas².

✚ La cartera del sistema financiero continuó contrayéndose, en términos nominales, en el tercer trimestre. Sin embargo, la cartera de la banca no hipotecaria siguió exhibiendo tasas de crecimiento anuales positivas ligeramente superiores a la inflación, en tanto que el ritmo de contracción de la cartera de la banca hipotecaria se redujo de manera importante en este período.

✚ El ejercicio de proyección de la inflación confirma la alta probabilidad de cumplir la meta del 8,0% para este año y sugiere que la meta del 6,0% al finalizar 2002 es factible. Sin embargo, la incertidumbre que rodea estos escenarios es alta si se tienen en cuenta los siguientes factores: 1) el reciente incremento en la inflación anual de alimentos y la posibilidad de que esta tendencia se extienda el próximo año, dada la alta probabilidad de que se presente un fenómeno de “El Niño”; 2) el menor grado de estabilidad cambiaria que puede presentarse el próximo año, dado el incremento previsto en el déficit en cuenta corriente y las dificultades que puede enfrentar el gobierno para financiar el déficit fiscal a raíz de la actual incertidumbre internacional, y 3) el hecho de que las expectativas de inflación en Colombia siguen teniendo un componente adaptativo importante, reflejado especialmente en los contratos laborales, por lo cual la inflación todavía presenta un alto grado de inercia.

✚ De todas maneras, los indicadores de actividad productiva continúan mostrando un ritmo de crecimiento bajo, aunque estable, en el país, y las nuevas proyecciones de desempeño de la economía mundial sugieren una desaceleración más intensa de lo inicialmente esperado. Estas circunstancias reducen las presiones inflacionarias que eventualmente pudieren presentarse el próximo año.

✚ Dado todo lo anterior, la Junta Directiva en su reunión del 12 de octubre, decidió continuar con su estrategia de adelantar la liquidez permanente suministrada a la economía mediante la compra definitiva de TES, adicionando a los \$60 mil millones otorgados hasta esta fecha, otros \$100 mil millones para ser entregados hasta finales del mes de noviembre. Con el mismo propósito, el Banco convocará a una subasta de opciones para acumulación de reservas internacionales por US\$140 millones. Igualmente, la Junta decidió disminuir en 25 puntos básicos todas las tasas de interés de intervención del Banco a partir del 16 de octubre de 2001, con lo cual estas quedan así: 13,25% para la lombarda de expansión, 6,75% para la lombarda de contracción, 9,25% para la subasta de expansión y 8,25% para la subasta de contracción. La Junta espera que, con estas medidas, se presenten mayores caídas en las tasas de interés de mercado.

¹ Hasta el 12 de octubre se habían efectuado compras permanentes de TES por \$60 mil millones.

² El monto aprobado de opciones para la acumulación de reservas en el tercer trimestre ascendió a US\$210 millones, frente a US\$90 millones en el segundo trimestre. De este monto aprobado, sin embargo, tan solo se ejercieron US\$130 millones en julio y septiembre.

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

I N F O R M E S O B R E I N F L A C I Ó N

S E P T I E M B R E D E 2 0 0 1

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

Edgar Caicedo García

Alexandra Espinosa Dussán

Santiago Posada Escobar

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

CONTENIDO

I.	ÍNDICES DE PRECIOS	13
	A. ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR	13
	B. ÍNDICE DE PRECIOS DEL PRODUCTOR	18
II.	DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN	19
	A. AGREGADOS MONETARIOS, TASAS DE INTERÉS Y TIPO DE CAMBIO	19
	B. OFERTA Y DEMANDA	31
	C. SALARIOS Y EMPLEO	39
	D. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA	42
	E. SITUACIÓN FISCAL	43
III.	CONTEXTO INTERNACIONAL	48
	A. ASPECTOS GENERALES	48
	B. PRECIOS DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS	57
IV.	PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN	61

ÍNDICES DE PRECIOS

A. ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR

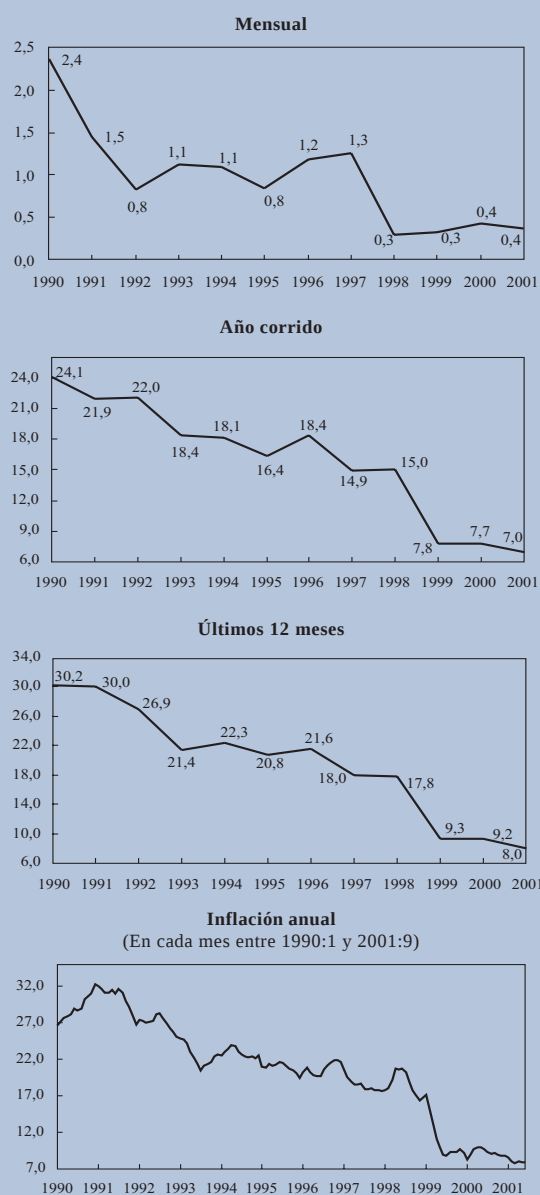
1. Comportamiento general

Al cierre del tercer trimestre de 2001, la inflación anual al consumidor, medida a través de la canasta del Índice de Precios al Consumidor (IPC), fue de 8,0%, conservando un nivel muy similar al registrado al finalizar el segundo trimestre del año (7,9%). El dato de septiembre de 2001 es inferior en 1,2 puntos porcentuales al de igual mes del año anterior, siendo además el registro más bajo para un septiembre desde 1970. La inflación año corrido a septiembre de este año fue de 7,0%, menor en 0,7 puntos porcentuales que la ocurrida en igual mes de 2000 (7,7%) (Gráfico 1 y Cuadro 1).

La inflación acumulada en el tercer trimestre de 2001 (0,7%) fue menor que la de los dos trimestres anteriores, pero similar a la del tercer trimestre del año pasado. Esta baja en inflación trimestral es reflejo de su patrón estacional, el cual señala que la inflación tiende a ser alta en el primer trimestre de cada año, para luego moderarse en los siguientes.

La alta estacionalidad de la inflación en Colombia obedece tanto al comportamiento de los precios de los alimentos, los cuales usualmente se incrementan más en la primera mitad del año que en la segunda, como al hecho que buena parte de los mecanismos de indización contemplados en los contratos sobre precios y salarios se activan plenamente a comienzos de año. Sin embargo, en los últimos años, la estacionalidad de la inflación ha sido más marcada, como lo sugiere el hecho que entre 1999 y 2001 cerca

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



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

CUADRO 1
INDICADORES DE INFLACIÓN
(VARIACIONES PORCENTUALES A SEPTIEMBRE)

	Mensual			Año corrido			Anual		
	1999	2000	2001	1999	2000	2001	1999	2000	2001
I. IPC	0,3	0,4	0,4	7,8	7,7	7,0	9,3	9,2	8,0
Alimentos	0,1	0,3	0,5	6,0	6,7	9,8	4,2	8,2	10,6
Vivienda	0,2	0,4	0,4	4,7	4,7	3,6	8,6	5,8	3,8
Vestuario	0,2	0,2	(0,1)	2,7	2,5	2,2	4,4	2,9	3,3
Salud	1,3	0,5	0,6	13,9	8,9	9,3	15,7	10,0	10,8
Educación	1,2	0,9	0,9	12,1	9,2	10,1	12,4	9,5	10,4
Cultura y esparcimiento	(4,4)	0,6	(0,0)	1,1	7,6	7,0	n.d.	8,9	11,2
Transporte	1,6	0,6	0,0	15,7	14,2	7,8	18,9	17,2	9,8
Gastos varios	0,5	0,4	0,2	14,4	13,3	7,1	18,9	15,0	8,9
II. Inflación básica 1/	0,4	0,5	0,3	8,5	8,2	5,8	10,7	8,7	7,0
IPC sin alimentos	0,4	0,5	0,3	8,5	8,2	5,8	11,6	9,6	6,9
Núcleo 2/							10,5	9,1	7,8
IPC sin alimentos primarios, combustibles y servicios públicos							9,8	7,5	6,3
III. IPP	1,5	0,8	0,1	10,0	10,2	7,2	10,9	12,9	8,0
Según uso o destino económico									
Consumo intermedio	1,3	1,1	(0,2)	8,9	9,4	7,1	10,6	12,8	8,6
Consumo final	1,1	0,7	0,2	9,7	10,6	7,6	9,1	13,3	7,9
Bienes de capital	3,7	0,1	0,9	16,2	12,2	6,3	20,1	11,7	5,0
Materiales de construcción	1,2	0,7	0,2	10,9	9,9	6,7	14,3	13,3	9,6
Según procedencia									
Producidos y consumidos	0,7	0,8	(0,1)	7,8	9,2	7,8	8,3	13,1	9,1
Importados	3,7	0,6	0,6	16,7	13,1	5,4	21,2	12,4	4,8
Exportados 3/	2,7	2,5	1,7	21,0	15,3	(0,2)	30,0	20,7	(8,0)
Según origen industrial (CIU)									
Agríc., Silvic. y pesca	(0,4)	1,1	(0,8)	6,4	7,2	8,1	2,5	12,6	6,8
Minería	0,3	5,4	(0,1)	28,6	29,7	5,3	43,1	32,2	3,4
Industria manufacturera	2,0	0,6	0,3	10,6	10,4	7,0	13,2	12,5	8,5

n.d. No disponible.

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

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

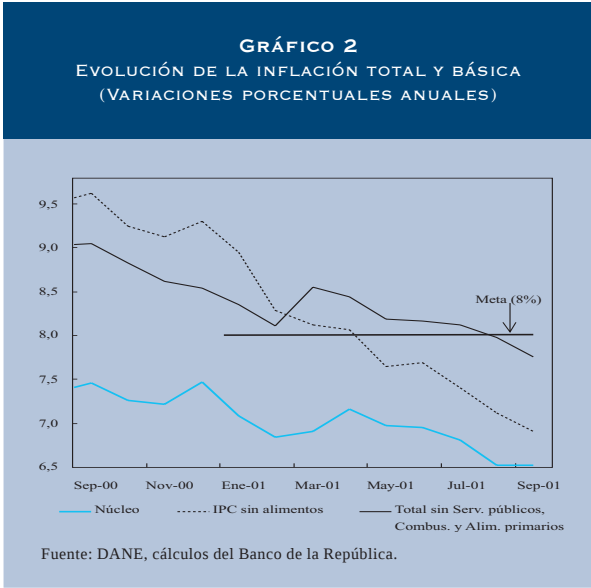
3/ El IPP total no incluye los bienes exportados, su cómputo se realiza con la suma ponderada de bienes producidos y consumidos e importados.

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

del 60% de la inflación del año se concentró en el primer trimestre, frente al 35% que se observó en el período anterior a 1999.

Al finalizar el tercer trimestre, las tres medidas de inflación básica que son consideradas más confiables por el Banco de la República (El IPC sin alimentos 6,9%, la inflación núcleo 7,8% y el IPC sin alimentos primarios, combustibles y servicios públicos 6,3%), mostraron una caída con respecto a los niveles alcanzados en el segundo trimestre de este año. En consecuencia, el promedio de los tres indicadores cayó de 7,6% en junio a 7,0% en septiembre. A este último mes, ninguno de los indicadores utilizados superaba la inflación observada o la meta de inflación establecida para 2001. La reducción gradual de la inflación básica es un fenómeno que se viene presentando de manera ininterrumpida desde mediados del año pasado (Cuadro 1 y Gráfico 2).

En los últimos 12 meses, la ciudad que acumuló un mayor crecimiento de precios al consumidor fue Cúcuta (10,4%), seguida de Montería (10,0%) y



Neiva (9,6%). Por el contrario, las ciudades con una menor inflación anual a septiembre fueron Pasto (7,5%), Manizales (7,5%) y Bogotá (7,6%) (Cuadro 2). Con respecto a la inflación de junio, en septiembre la inflación registró el mayor incremento en la ciudad de Villavicencio, seguida de Neiva Barranquilla y Cúcuta.

CUADRO 2 ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR TOTAL Y POR CIUDADES (VARIACIONES PORCENTUALES A SEPTIEMBRE)									
	Mensual			Año corrido			Anual		
	1999	2000	2001	1999	2000	2001	1999	2000	2001
Total	0,3	0,4	0,4	7,8	7,7	7,0	9,3	9,2	8,0
Bogotá	0,0	0,4	0,4	7,9	7,9	6,7	10,4	9,2	7,6
Medellín	0,4	0,5	0,6	8,0	7,2	6,3	9,7	9,2	7,7
Cali	0,7	0,6	0,7	6,4	6,9	7,3	7,2	8,0	8,5
Barranquilla	0,5	0,6	0,1	7,2	7,5	8,2	8,4	10,0	8,8
Bucaramanga	0,6	0,3	(0,0)	8,6	8,8	7,2	9,3	10,3	8,0
Manizales	0,7	0,3	0,3	8,3	7,3	6,6	8,9	9,2	7,5
Pasto	1,4	0,6	0,6	10,6	9,3	6,3	11,9	9,5	7,5
Pereira	1,1	0,3	0,3	9,0	7,5	6,3	10,0	8,8	7,8
Cúcuta	0,0	0,3	0,2	8,2	9,5	9,4	10,0	11,3	10,4
Montería	0,3	0,7	0,3	6,7	9,4	9,6	8,1	11,3	10,0
Neiva	0,7	0,1	(0,2)	8,5	7,4	8,5	8,6	7,9	9,6
Cartagena	(0,3)	0,2	(0,2)	6,4	8,2	8,4	6,9	9,8	8,7
Villavicencio	0,3	0,2	0,4	6,7	7,2	7,6	6,5	8,5	8,2

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

2. Comportamiento de los principales componentes

Sólo dos grupos de la canasta del IPC, alimentos (10,6%) y salud (10,8%), exhibieron mayores tasas de crecimiento en sus precios que aquellas observadas en junio pasado. Los demás grupos registraron crecimientos anuales en sus precios iguales o inferiores a los de junio.

Durante el tercer trimestre, las principales presiones inflacionarias provinieron de los precios de los alimentos. Bienes como las hortalizas y legumbres registraron importantes reajustes en estos últimos tres meses, en parte, como consecuencia de la reducción estacional de su oferta. También se registraron incrementos importantes en los precios de algunos sustitutos de la carne como el pollo y el pescado. En el caso de la carne, aunque también se registraron algunos incrementos entre junio y septiembre, estos fueron mucho más moderados que en trimestres anteriores, tal y como se había anticipado en el Informe sobre Inflación anterior.

La menor presión ejercida por el precio de la carne en el trimestre que acaba de terminar, tiene que ver con el comportamiento estacional de su oferta, que se caracteriza por ser abundante en la segunda mitad del año. Esta misma explicación aplica para la reducción en el precio de la papa en este período. En consecuencia, no se esperan incrementos adicionales importantes en los precios de dichos productos en lo que resta de 2001. Para el próximo año, sin embargo, sí se prevén nuevos incrementos en los precios de la carne, superiores a la inflación total, toda vez que la fase de retención por la cual atraviesa la ganadería colombiana (baja oferta de carne durante aproximadamente dos años), debe extenderse hasta 2002.

En cuanto a la salud, el ligero repunte en su inflación anual en el tercer trimestre se concentró en los servicios de salud. A septiembre, la inflación anual de este subgrupo fue de 8,6%, 0,4 puntos porcentuales mayor que la de junio. Por el contrario, la inflación de las medicinas continuó reduciéndose, probablemente como consecuencia del menor ritmo de devaluación.

La inflación anual de otros grupos como vivienda (3,8%), educación (10,4%) y diversión cultura y esparcimiento (11,2%) no se modificó en los últimos

tres meses. No obstante, dentro del grupo vivienda, los precios del acueducto y el alcantarillado sí jalaron individualmente la inflación total en este período. Al igual que aconteció con otros servicios públicos en trimestres anteriores, en esta oportunidad, los incrementos en los precios del acueducto y alcantarillado están asociados con los programas de desmonte de subsidios y actualización de tarifas que se vienen adelantando desde hace algunos años. En el grupo de vivienda, también conviene mencionar el ligero incremento que registró la variación anual de precios de gastos de ocupación de vivienda entre junio y septiembre. Si bien, la inflación de este subgrupo sigue siendo muy baja (1,2%), el repunte a septiembre, el primero en muchos trimestres, puede estar marcando el fin de la etapa de ajustes mínimos en los precios de los arrendamientos.

A septiembre, grupos como transporte (9,8%) y gastos varios (8,9%) seguían exhibiendo una inflación anual superior a la promedio, pero en descenso frente a la de junio. En el caso de la inflación de transporte, su reducción de cerca de dos puntos porcentuales en este último trimestre refleja la menor variación en el precio interno de los combustibles, como consecuencia de la reducción en la cotización internacional del petróleo y la menor devaluación.

CUADRO 3 RUBROS CON MAYOR CONTRIBUCIÓN A LA INFLACIÓN (TERCER TRIMESTRE DE 2001)			
Descripción	Variación de precios en el trimestre	Contribución a la inflación	
		Puntos	Porcentaje
Total	0,7	0,7	100,0
Otras hortalizas y legumbres frescas	27,2	0,1	17,0
Acueducto, alcantarillado y aseo	5,9	0,1	13,7
Pollo	7,0	0,1	13,0
Otras frutas frescas	11,0	0,1	11,3
Arrendamiento imputado	0,5	0,1	9,0
Otros	0,3	0,3	36,0
Fuente: Tabulados del DANE. Cálculos del Banco de la República, SGEE.			

El Cuadro 3 presenta una síntesis de aquellos rubros que tuvieron una mayor contribución en la inflación del tercer trimestre.

3. Clasificación alterna: bienes transables y no transables

En el Cuadro 4 y Gráfico 3 se recoge la evolución anual de precios, de acuerdo con una clasificación alterna, la cual divide la canasta del IPC en bienes transables¹ y no transables (indexados², flexibles³ y cíclicos⁴). Como se observa en el Gráfico 3A, el hecho más sobresaliente en el tercer trimestre tiene que ver con la reducción de la inflación de los bienes transables, la cual, además, convergió a la inflación total al consumidor por primera vez en muchos trimestres.

La inflación de transables se había situado por encima de la inflación al consumidor desde 1999, probablemente como consecuencia del alto ritmo de devaluación experimentado por la economía en los tres años anteriores. Sin embargo, la menor devaluación a partir del segundo trimestre de 2001 hizo posible que esta situación se revirtiera. Así, la inflación anual de los bienes transables al finalizar el tercer trimestre (8,0%), fue 1,5 puntos porcentuales inferior a la de junio de 2001 y 2,7 puntos porcentuales menor que la de septiembre del año 2000.

En cuanto a la inflación de los bienes no transables, ésta también se redujo frente a la observada en junio de este año y a la de septiembre del anterior. Dentro de los no transables se destaca el notable repunte de la inflación de los cíclicos, lo cual está asociado al incremento del precio de la carne de res (Gráfico 3B). Los precios de los indexados y flexibles, por su parte, continuaron reajustándose a ritmos cada vez menores, contribuyendo, de este modo, a reducir la inflación total.

¹ Transables: textiles, calzado, tabaco, bebidas, cereales, lácteos, grasas, medicamentos, vehículos, electrodomésticos, etc.

² Indexados: arrendamientos, combustibles y servicios públicos, educación, transporte y otros.

³ Flexibles: tubérculos, plátanos, hortalizas, legumbres y frutas.

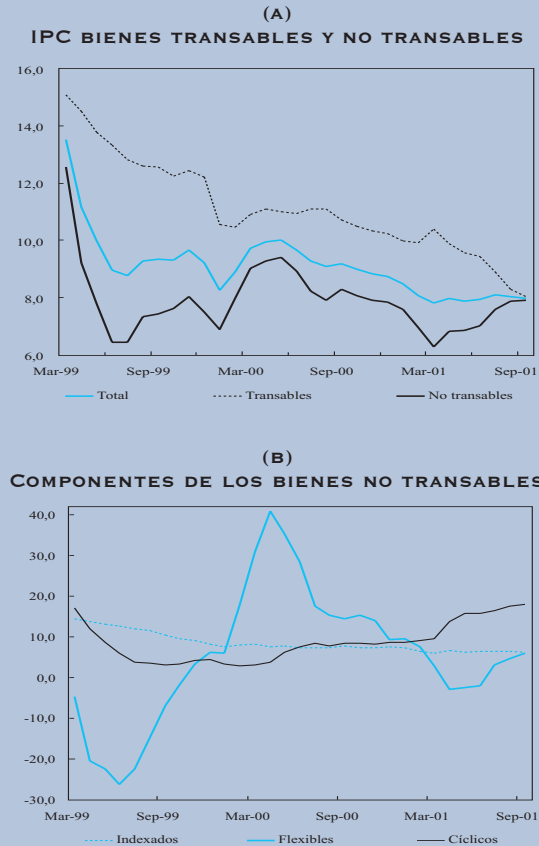
⁴ Cíclicos: carnes y sus derivados.

CUADRO 4
IPC, CLASIFICACIÓN ALTERNA

Descripción	Variación en año completo		
	Sep. 2000	Jun. 2001	Sep. 2001
Total	9,2	7,9	8,0
Transables	10,7	9,5	8,0
No transables	8,3	7,0	7,9
Indexados	7,7	6,4	6,3
Flexibles	14,4	(2,1)	6,0
Cíclicos	8,3	15,9	18,0

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

GRÁFICO 3
(VARIACIONES PORCENTUALES ANUALES)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

B. ÍNDICE DE PRECIOS DEL PRODUCTOR

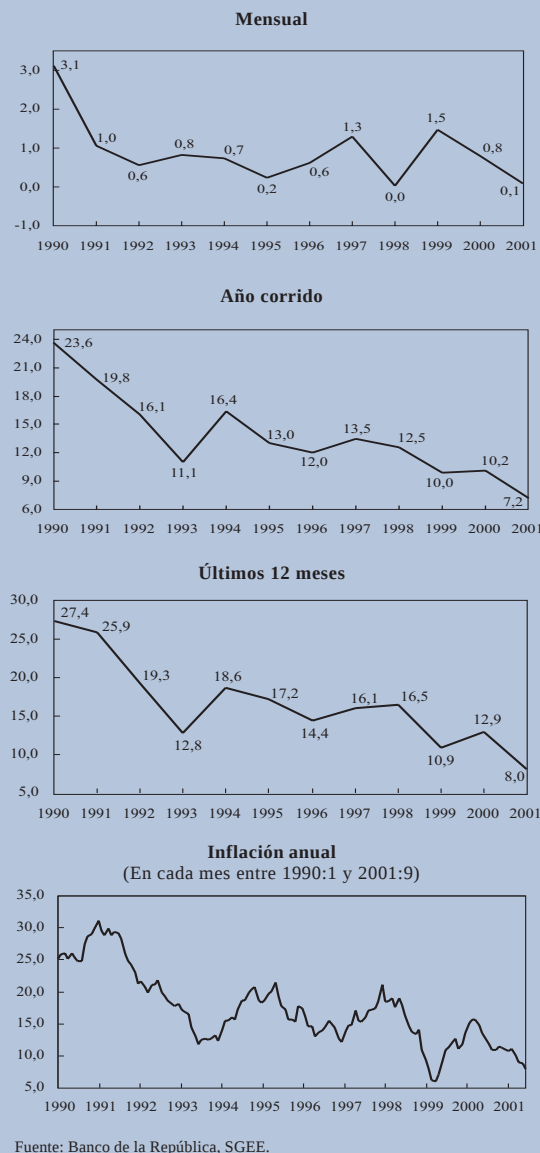
La inflación anual del productor, medida por el Índice de Precios del Productor (IPP), a septiembre se situó en 8,0%, igualando el registro de la inflación al consumidor. Este nivel de inflación del productor fue 2,2 puntos porcentuales inferior a la registrada en junio y menor 4,9 puntos porcentuales con respecto a la registrada en septiembre de 2001. La inflación anual del IPP viene descendiendo sin interrupción desde mayo pasado cuando alcanzó un nivel de 11,1%, siendo el registro de septiembre el menor para un septiembre desde 1970, año en el cual comenzó el registro del IPP (Gráfico 4). En lo corrido del año, los precios del productor acusaron una variación de 7,2%, significativamente inferior al registrado en el mismo período del año pasado (10,2%). Al igual que con la inflación anual, la variación año corrido del IPP es la más baja desde 1970.

Los precios del productor en el tercer trimestre crecieron en 0,5%, un crecimiento muy moderado, derivado del buen comportamiento de los bienes agrícolas y mineros, cuyos precios descendieron en el tercer trimestre en -1,2 y -1,8%, respectivamente. En general este comportamiento obedece a la baja devaluación acumulada en el trimestre (1,5%), a la caída de precios de los principales bienes básicos que se comercian internacionalmente y al patrón estacional de los precios de los productos agrícolas, los cuales suelen presentar los menores ajustes de precios en el tercer trimestre de cada año.

Según la clasificación por procedencia de los bienes, se destaca la caída durante el tercer trimestre de las variaciones anuales de los precios de los bienes importados, los cuales pasaron de crecer 7,6% en junio a 4,8% en septiembre. Igualmente, el crecimiento anual de los precios de los bienes producidos y consumidos disminuyó, aunque en menor proporción que los importados, al pasar de 11,1% en junio a 9,1% en septiembre.

En la Clasificación CIU, la minería, con una variación año completo de (3,4%) fue el grupo con mejor desempeño, al reducir en 20,1 puntos porcentuales su

GRÁFICO 4
ÍNDICE DE PRECIOS DEL PRODUCTOR
(VARIACIONES PORCENTUALES A SEPTIEMBRE)



crecimiento anual de precios con respecto al nivel de junio (23,5%). Este gran desplome se atribuye a la caída de la variación anual de los precios del rubro extracción de petróleo, al pasar de un crecimiento de 28,0% en junio a 3,8% en septiembre. Por su parte, los precios de la agricultura y la industria también moderaron su inflación anual durante el tercer trimestre. El grupo de la agricultura, silvicultura y pesca redujo su crecimiento anual de precios en 3,0 puntos porcentuales, creciendo 6,8% en septiembre frente a 9,8% en junio, mientras los precios de la industria pasaron de crecer 10,0% en junio a 8,5% en septiembre.

DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN

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

1. Lineamientos de política monetaria

El buen desempeño de la inflación permitió que el Banco de la República adelantara varias acciones encaminadas a garantizar una amplia liquidez al mercado durante el primer semestre del año. Dentro de ellas sobresalen: 1) la reducción de las tasas de intervención del Banco en 50 puntos básicos (pb) a comienzos de marzo, 2) el ajuste a la línea de referencia para acomodar la mayor demanda de efectivo que se produjo a raíz de la modificación en el impuesto a las transacciones, 3) la ampliación de los cupos de Repo de liquidez para evitar grandes fluctuaciones en las tasas de interés y para compensar el congelamiento de recursos de la Tesorería en el Banco de la República. Por otra parte, con el propósito de mejorar el sistema de pagos, se autorizaron Repo adicionales para facilitar a los bancos el cubrimiento de faltantes en sus cuentas del Banco de la República, originados en el proceso de compensación de cheques.

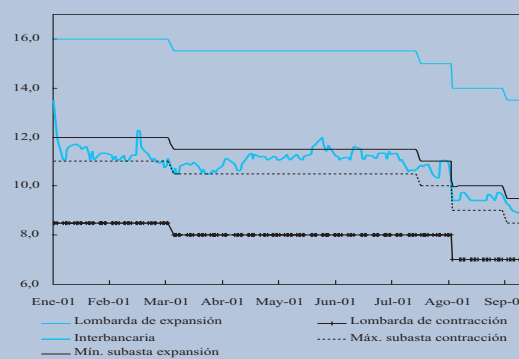
El Banco de la República siguió con esta línea de acción durante el tercer trimestre gracias a que la inflación, en este período, tuvo un comportamiento compatible con el cumplimiento de las metas de este año (8%) y del próximo (6%). Así, entre julio y septiembre, la Junta Directiva modificó las tasas de intervención en tres ocasiones. El 30 de julio se redujeron todas las tasas, a excepción de la tasa lombarda de contracción, en 50 pb, el 17 de agosto se bajaron en 100 pb, y el 17 de septiembre se fijó una reducción de 50 pb en la tasa lombarda de expansión, la tasa de la subasta de expansión y la tasa subasta de contrac-

ción. A finales de septiembre, las tasas se encontraban en el siguiente nivel: las tasas lombardas de expansión y de contracción, 13,5% y 7,0%, respectivamente; la tasa de la subasta de expansión, 9,5%, y la tasa de la subasta de contracción en 8,5% (Gráfico 5).

Además de la reducción de las tasas, en septiembre la Junta adelantó una estrategia de incremento de la liquidez mediante la autorización de compras permanentes de títulos TES, habiéndose efectuado \$20 mil millones en septiembre. Adicionalmente, se incrementó el monto de subastas de opciones para la acumulación de reservas de US\$90 millones (m) en el segundo trimestre a US\$210 m en el tercer trimestre. De este monto aprobado, sin embargo, tan solo se ejercieron US\$130 m en julio y septiembre.

Teniendo en cuenta la demanda de base monetaria implícita en la línea de referencia presentada a la Junta Directiva del Banco de la República el 28 de junio, y la evaluación permanente de las condiciones de oferta

GRÁFICO 5
TASAS INTERBANCARIA Y DE INTERVENCIÓN DEL
BANCO DE LA REPÚBLICA
(PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República.

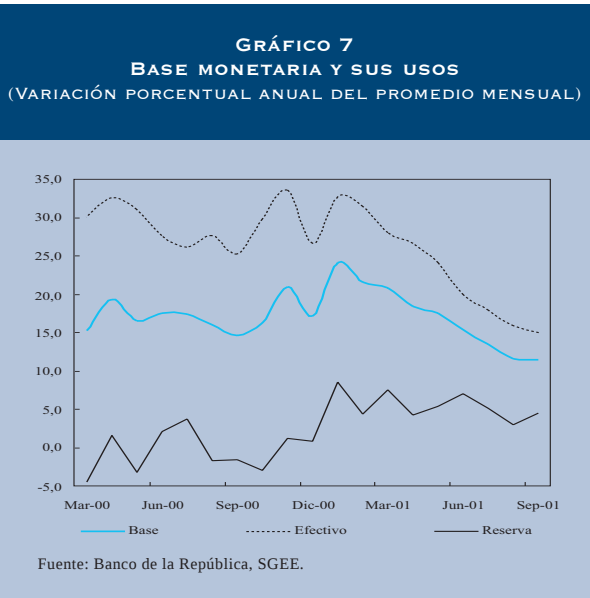
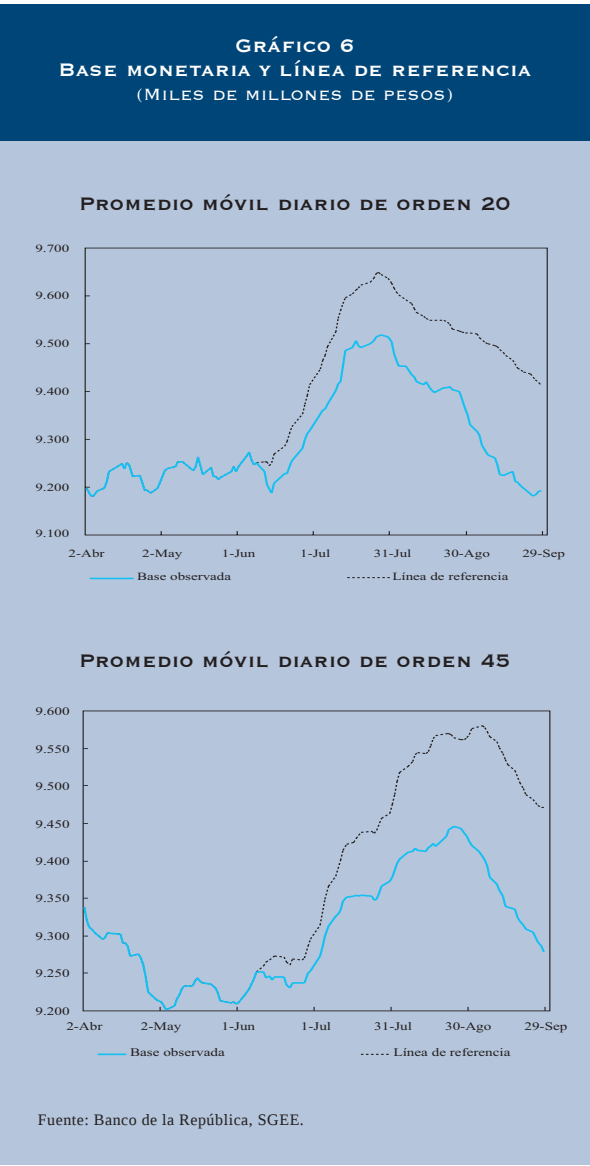
de la base monetaria, se definieron los cupos de Repo de expansión y contracción a un día durante julio, agosto y septiembre. En general, la demanda de los Repo de expansión fue inferior a la de los cupos aprobados, dado que la demanda de base durante el trimestre se ubicó por debajo del nivel de la línea de referencia. En efecto, en el mes de julio el cupo promedio de Repo de expansión a un día fue de \$994 miles de millones (mm), en agosto de \$1.039 mm y en septiembre de \$685 mm, los cuales fueron utilizados parcialmente por el mercado en 66%, 71% y 54%, respectivamente. Así mismo, los cupos promedio de las subastas de contracción a un día en julio, agosto y septiembre fueron, en su orden, de \$300 mm, \$283 mm y \$282 mm, los cuales se utilizaron en 16%, 65% y 81%, respectivamente.

2. Agregados monetarios y crediticios

A continuación, se describe el comportamiento de los agregados monetarios en el tercer trimestre del año 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 28 de septiembre se situó en \$9.014 mm. El crecimiento del saldo promedio de la base en septiembre fue de 11,4%, 4 puntos porcentuales menor que el registrado en junio. Su promedio móvil de orden 20 finalizó 2,3% por debajo del promedio móvil de la línea de referencia. Por otra parte, el promedio móvil de orden 45 se situó 2,0% por debajo del promedio móvil de la línea de referencia (Gráfico 6). La desviación de la base respecto a su línea de referencia durante el trimestre obedeció a que el crecimiento anual del saldo promedio del efectivo y de la reserva fue inferior al crecimiento implícito de estos agregados, contemplado en la línea de referencia de la base monetaria. Específicamente en septiembre, el crecimiento anual del saldo promedio del efectivo y de la reserva observado fue 14,9% y 4,5% respectivamente, mientras el crecimiento implícito en la línea de referencia para ellos era de 16,4% y 9,3%. En el último trimestre ambos agregados redujeron su ritmo de crecimiento (Gráfico 7).



A lo largo de todo el año, la base ha reducido gradualmente su ritmo de crecimiento anual. Son varias las razones que explican este fenómeno. En primer lugar, un efecto estadístico relacionado con la mayor preferencia de efectivo en 2000, que generó la aplicación del impuesto a las transacciones a finales de 1999 y sus modificaciones posteriores. Esta situación determinó un ritmo de crecimiento de la base muy superior al del crecimiento del ingreso nominal en el año 2000. En la actualidad, este fenómeno estadístico ha ido desapareciendo gradualmente. En segundo lugar, la eliminación del impuesto a las transacciones de las cuentas de ahorro menores a \$4 m a principios de 2001, lo cual estimuló la demanda de estos pasivos en detrimento de la demanda de efectivo y cuentas corrientes. Y, por último, no se puede descartar una menor demanda de efectivo motivo transacción, que está asociada a la desaceleración en el ritmo de crecimiento económico.

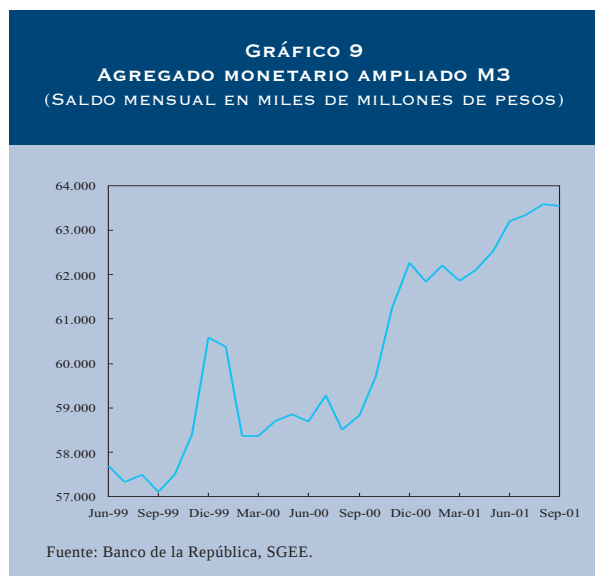
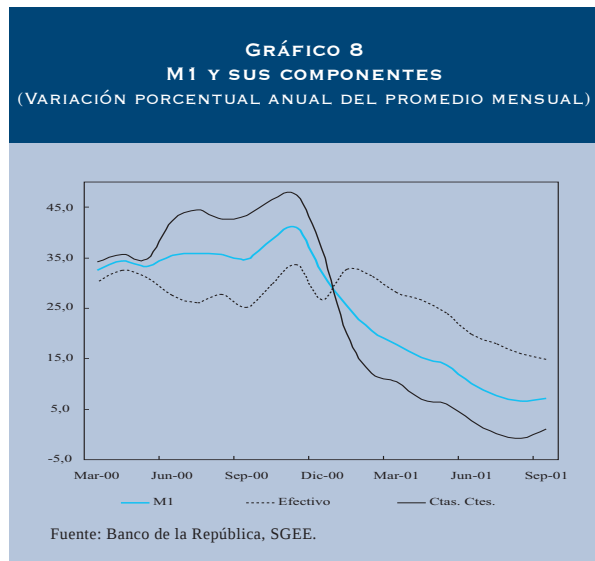
Para finales de este año, el crecimiento de la base debe estar retornando nuevamente a niveles más acordes con el crecimiento esperado del ingreso nominal. La reducción de las tasas de interés a lo largo del año y la subutilización sistemática de los cupos de Repo de expansión demuestran que el mercado tiene liquidez abundante y que la desaceleración de la base obedece a un menor crecimiento de la demanda de liquidez.

Medios de pago M1

El saldo de M1 el 28 de septiembre cerró en \$13.588 mm. En este último mes, la tasa de crecimiento anual de su saldo promedio fue menor que la registrada en junio al pasar de 10,2% a 7,2%. 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 que pasaron de 2,7% en junio a 1,1% en septiembre (Gráfico 8). El menor crecimiento de las cuentas corrientes parece estar estrechamente ligado a la eliminación del impuesto del tres por mil de las cuentas de ahorro.

M3

El saldo del agregado monetario más amplio de liquidez, M3, se situó el 28 de septiembre en \$63.560 mm



(Gráfico 9). La tasa de crecimiento anual del saldo promedio de M3 aumentó entre junio y septiembre, pasando de 6,9% a 8,8%. El M3 se ha recuperado desde comienzos de año, y en la actualidad exhibe un crecimiento anual positivo en términos reales, el primero desde 1998.

La recuperación de M3 se ha dado gracias a la aceleración en el crecimiento de los pasivos sujetos a encaje (PSE). En septiembre, estos crecieron a una tasa anual de 8,4%, superior a la observada tres meses atrás (5,9%). Este comportamiento de los PSE durante el trimestre se debe al mayor ritmo de crecimiento de las cuentas de ahorro y de los CDT. En efecto, las cuentas de ahorro en septiembre crecie-

ron 10,4% mientras que en junio lo habían hecho a 5,6%. Por su parte, la tasa de crecimiento de los CTD en septiembre fue de 9,1%, 3,7 puntos porcentuales mayor que la registrada en junio (gráficos 10 y 11).

Entre junio y septiembre el multiplicador monetario promedio de M3 aumentó, pasando de 6.713 a 6.953. Este comportamiento se explica por la caída de los coeficientes de efectivo y reserva, los cuales pasaron de 0.113 y 0.053 en junio a 0.110 y 0.051 en septiembre (Gráfico 12).

La encuesta de expectativas del Banco de la República confirma la apreciación sobre la amplia disponibilidad de liquidez a lo largo del año. En la encuesta efectuada en julio, el 56,8% de los encuestados consideró que la liquidez en ese momento era alta o suficiente. Este porcentaje es similar al que se obtuvo en encuestas anteriores. Para los meses siguientes, los encuestados no esperaban cambios sustanciales en las condiciones de liquidez (Gráfico 13).

Crédito

El saldo de la cartera neta total del sistema financiero, en moneda nacional y extranjera, ascendió el 28 de septiembre a \$45.671 mm con crecimiento de -0,5% anual. De otro lado, el crecimiento anual del saldo promedio de la cartera bruta nominal (cartera neta más provisiones) en moneda nacional para el conjunto de intermediarios financieros en el mes de septiembre fue mayor que el de junio al pasar de -1,1% a 0,2%. Al excluir la cartera de los bancos hipotecarios (resto del sistema), la tasa de crecimiento pasó de 10,5% a 8,3%, mientras que la cartera de los bancos hipotecarios disminuyó su ritmo de contracción entre junio y septiembre, pasando de -16,5% a -11,7% (Gráfico 14).

En términos reales, la cartera bruta en moneda nacional del sistema financiero registró un menor ritmo de contracción en septiembre (-7,2%) con relación al observado en junio (-8,4%). Así mismo, la cartera bruta de los bancos hipotecarios se contrajo a un menor ritmo en septiembre frente al observado tres meses atrás, pasando de -22,6% a -18,2%. La cartera de las entidades financieras no hipotecarias ha seguido creciendo en términos reales, aunque durante el último trimestre

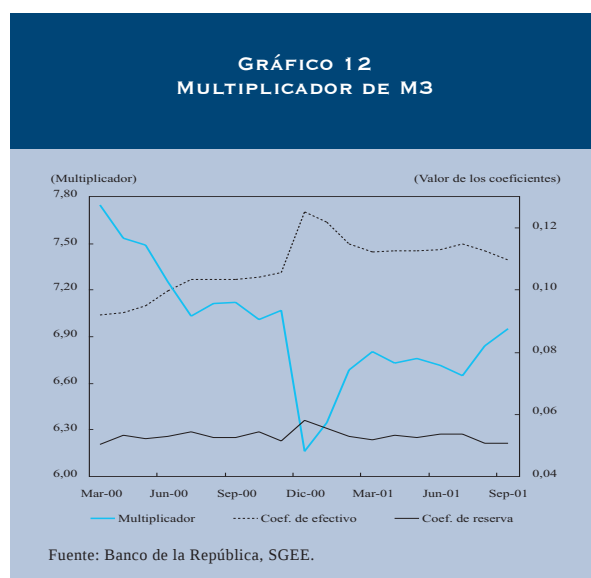
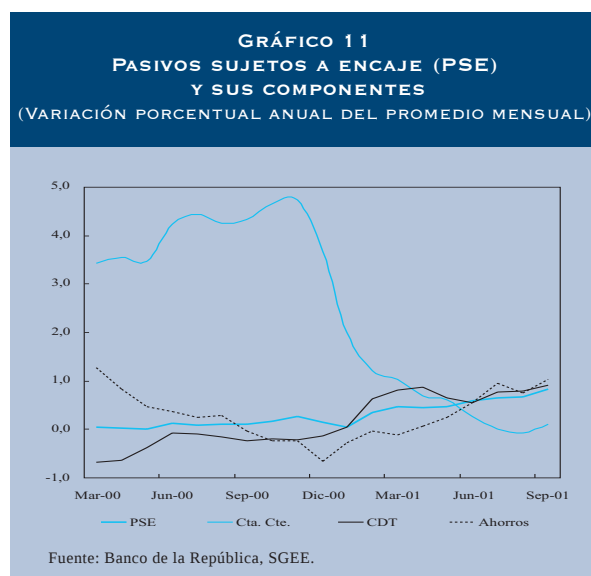
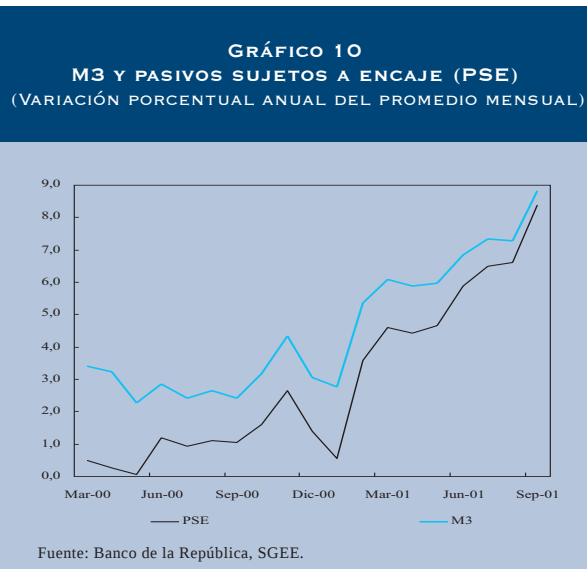


GRÁFICO 13

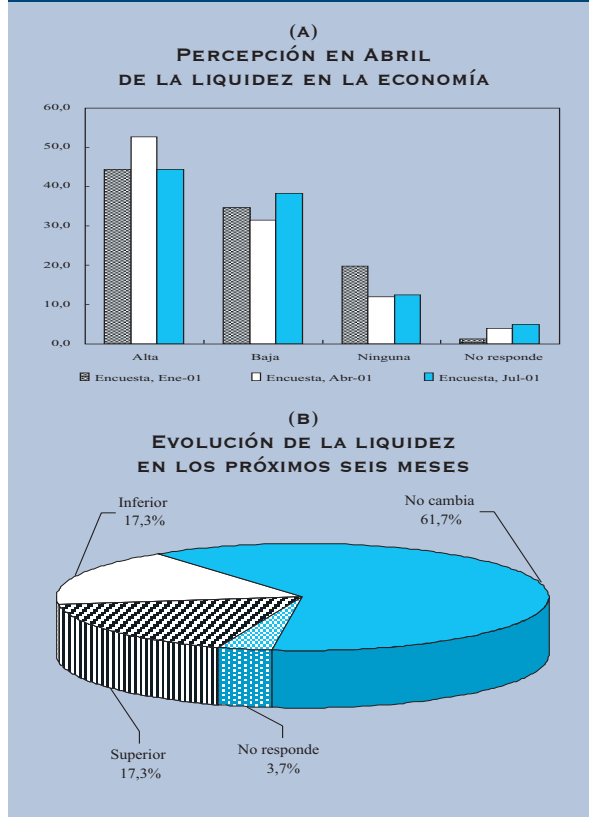
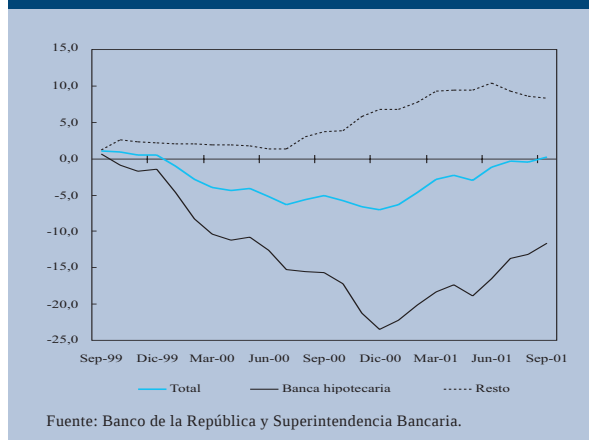


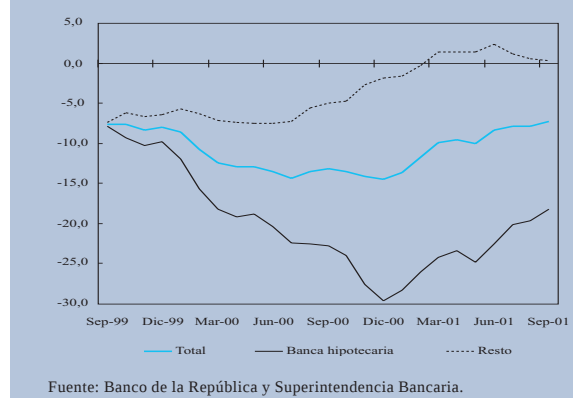
GRÁFICO 14
CARTERA BRUTA NOMINAL EN MONEDA NACIONAL
DEL SISTEMA FINANCIERO SIN FEN
(VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL DEL SALDO PROMEDIO MENSUAL)



lo hizo a un menor ritmo (0,3%) que el observado en junio (2,4%) (Gráfico 15).

La disminución en el ritmo de crecimiento de la cartera de la banca no hipotecaria puede estar asociada,

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

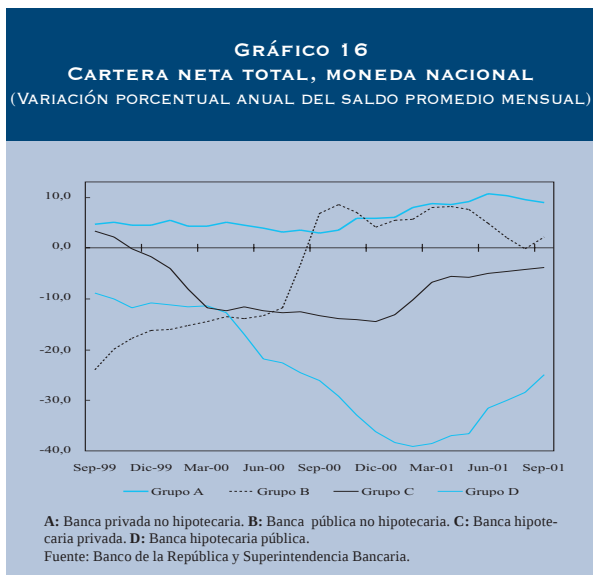


en parte, a la disminución en las expectativas de crecimiento económico por parte de inversionistas y consumidores. El menor ritmo de contracción de la cartera de la banca hipotecaria, por su parte, parece obedecer a las nuevas facilidades y mayores subsidios que ha otorgado el gobierno recientemente para la financiación de vivienda.

Por grupos de intermediarios financieros, en septiembre se registró una caída en la tasa de crecimiento anual del saldo promedio de la cartera no hipotecaria de las entidades privadas y de la cartera no hipotecaria de las entidades públicas, pasando de 10,8% y 4,9% en junio a 9,0% y 2,1% en septiembre, respectivamente. Por el contrario, la cartera de la banca hipotecaria privada disminuyó su ritmo de contracción en este mismo período pasando de -5,0% a -3,8%. Finalmente, tal y como ha sucedido desde hace varios meses, la cartera de la banca hipotecaria pública se contrajo este último mes, aunque a una tasa menor que la registrada en junio, pasando de -31,4% a -24,8% (Gráfico 16).

Como se ha señalado en informes anteriores, el nulo crecimiento de la cartera ya descrito se sigue explicando, en parte, por el efecto estadístico asociado con los retiros de cartera de los balances de los intermediarios financieros⁵. Para agosto, la cartera bruta no-

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

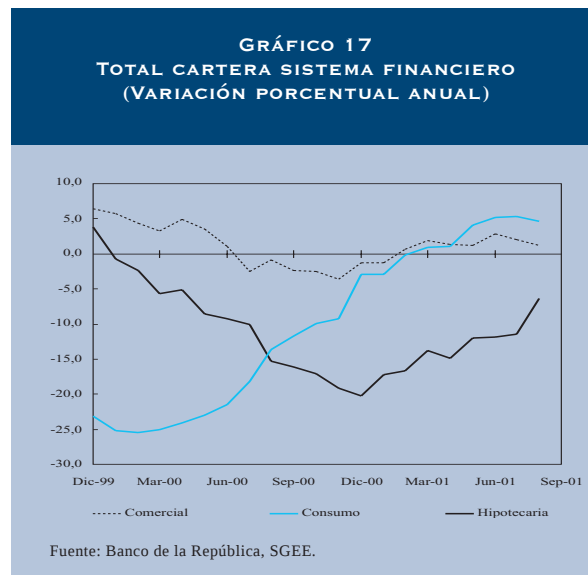


mineral corregida⁶ por estos retiros creció a una tasa anual de 5,8%, el mayor en lo corrido del año (Cuadro 5).

Por último, en el Gráfico 17 se presenta la tasa de crecimiento anual de la cartera total por tipo de crédito (comercial, consumo e hipotecario). El ritmo de crecimiento de las carteras comercial y de consumo, que venía aumentando progresivamente desde febrero del presente año, registró una desaceleración entre junio y agosto. En efecto, la tasa de crecimiento de la cartera comercial pasó de 2,8% en junio a 1,2% en agosto, mientras la tasa de crecimiento de la cartera de consumo pasó de 5,2% a 4,7% durante este mismo período. Por el contrario, la cartera hipotecaria ha registrado tasas de contracción cada vez menores desde febrero, y entre junio y agosto su ritmo de contracción disminuyó significativamente, pasando de -11,8% a -6,4%, respectivamente.

Además de una menor demanda, el lento crecimiento de la cartera puede obedecer, a una oferta restringida de crédito por parte del sistema financiero, en respuesta a las altas primas de riesgo que reclama la actividad de intermediación y a la abundante oferta de títulos TES. La encuesta de expectativas del Banco de la República refuerza esta apreciación, en la medida en que deja en claro que los agentes, en una alta proporción (56,8%

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



en la encuesta de julio) perciben como baja la actual disponibilidad de crédito. Así mismo, un buen porcentaje de ellos (72,9%), espera que hacia los próximos seis meses, la disponibilidad se mantenga baja o se reduzca aun más (Gráfico 18).

3. Tasas de interés

Durante el tercer trimestre, la tasa interbancaria, se contrajo gradualmente, siguiendo la reducción de las tasas de intervención. Ello fue posible gracias a que el Banco otorgó una amplia liquidez al mercado que satisfizo plenamente las necesidades del mismo. A finales de septiembre, la reducción era de 2,1 puntos porcentuales frente al nivel observado a finales de junio y equivalía a la reducción en las tasas de intervención de subastas. El nivel promedio de la tasa interbancaria en septiembre fue de 9,3%, el menor desde mayo de 2000 (Gráfico 5). En términos reales, la tasa interbancaria promedio del tercer trimestre se situó en 2,0%, mientras que la de septiembre fue de 1,2%. Estos niveles no sólo son menores que los observados en el segundo trimestre sino que, además, están entre los más bajos de los últimos 10 años.

Las tasas de interés del mercado también se redujeron, en respuesta a la disminución de las tasas de intervención y a la mayor liquidez otorgada por el Banco. Sin embargo, su disminución a finales del trimestre era todavía menor que la observada en la tasa interbancaria. La tasa de captación promedio medida por la

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
	Jun.	44.429.267	0,1	10.425.008	21,9	2.254.775	57.109.050	4,7
	Jul.	44.349.641	(0,1)	10.461.405	25,2	2.242.881	57.053.927	4,4
	Ago.	44.490.932	1,4	10.566.004	25,6	2.227.388	57.284.324	5,8

(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, y a 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 el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras (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 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 S.A. (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.

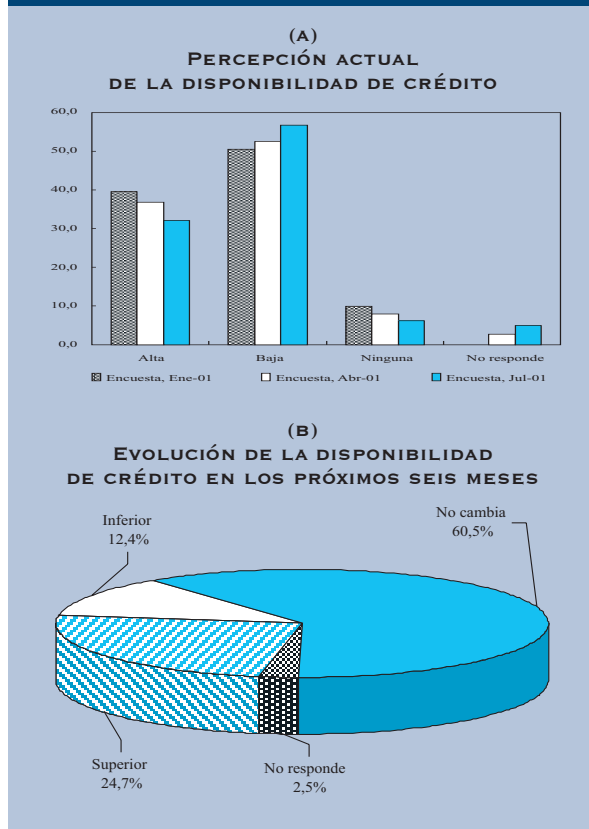
- En noviembre del mismo año vendió cartera a Finagro por \$34.000 millones, recibiendo como pago efectivo.

- En abril de 2001, Bancafé realizó la segunda venta de cartera a CISA por \$350.061,9 millones y un fideicomiso por \$58.771,6 millones.

- En junio de 2001, el Banco Caja Social y el Banco Colmena donaron cartera castigada por valor de \$102.352,6 millones a la Fundación Colmena.

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

GRÁFICO 18

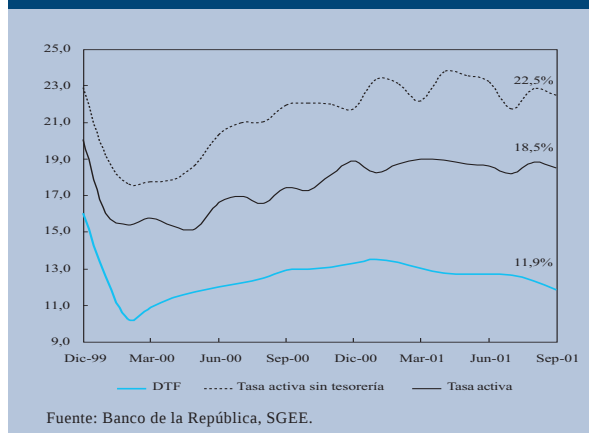


diatamente anterior, al mismo tiempo que, la tasa activa Banco de la República excluyendo los créditos de tesorería disminuyó 0,8 puntos porcentuales al pasar de 23,2% en junio a 22,5% en septiembre (Gráfico 19).

Durante el tercer trimestre del año, las tasas de interés nominales por tipo de colocación, también exhibieron descensos. Las mayores disminuciones fueron exhibidas por las tasas de colocación de crédito ordinario, de consumo y de tarjetas de crédito, las cuales disminuyeron 2,1, 1,7 y 2,0 puntos porcentuales, respectivamente. A septiembre los niveles de estas tasas eran, en su orden, 21,8%, 32,3% y 34,6%. La tasa de crédito preferencial se mantuvo inalterada en un nivel de 16,7% (Gráfico 20).

De acuerdo con algunos trabajos econométricos que estudian los mecanismos de transmisión de la política monetaria para Colombia, la respuesta completa de la DTF ante cambios en las tasas de intervención y en la tasa interbancaria se da al cabo de dos trimestres⁸. Por ello, en la medida en que no cambien las condiciones económicas sustancialmente, es de esperar que la reducción de la DTF continúe observándose en lo que resta del año.

GRÁFICO 19
TASAS DE INTERÉS NOMINALES, ACTIVAS Y PASIVAS
(TASA EFECTIVA ANUAL)



DTF se ubicó al cierre de septiembre en 11,9%, 0,8 puntos porcentuales por debajo de la cifra observada a finales de junio. Por su parte, la tasa promedio activa⁷ del Banco de la República cerró en 18,5%, 0,1 puntos porcentuales inferior a la registrada el trimestre inme-

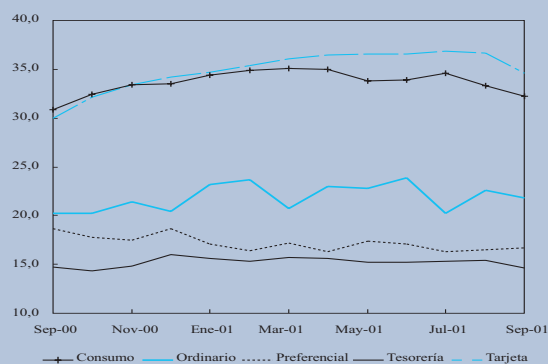
La menor reducción de las tasas activas frente a la DTF se tradujo en un aumento del diferencial de tasas. La diferencia entre la tasa activa del Banco de la República y la DTF, se situó en 6,6% a finales de septiembre, 0,7 puntos porcentuales por encima de la diferencia registrada al final del segundo trimestre (Gráfico 21). Por su parte, la diferencia entre la tasa del Banco de la República excluyendo los créditos de tesorería y la tasa de captación se incrementó marginalmente al pasar de 10,5% en junio a 10,6% a finales de septiembre.

En cuanto a las tasas de interés reales de mercado, éstas también presentaron disminuciones. La tasa real (*ex post*) de captación disminuyó al pasar de 4,4%

⁷ Tasa total del Banco de la República: Tasa de interés que incluye las tasas de crédito: consumo, ordinario, preferencial y de tesorería ponderadas por el monto total de colocación.

⁸ Véase Gómez, Javier (2001), "Forecasting and Policy Analysis with the Transmission Mechanisms Model in Colombia", Mimeo, Subgerencia de Estudios Económicos, Banco de la República.

GRÁFICO 20
TASAS DE INTERÉS NOMINAL
POR TIPO DE COLOCACIÓN
(PORCENTAJE)



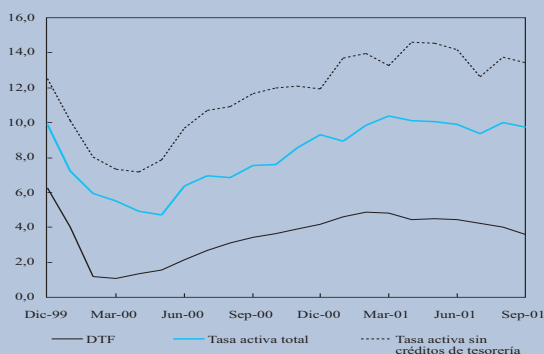
Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

GRÁFICO 21
DIFERENCIA ENTRE TASAS
ACTIVAS Y LA DTF
(PORCENTAJE)



A. Diferencia entre la tasa activa sin créditos de tesorería y DTF.
B. Diferencia entre la tasa activa total y DTF.
Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 22
TASAS DE INTERÉS REALES ACTIVA Y PASIVA
(PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República.

en junio pasado a 3,6% al cierre de septiembre. Por su parte, la tasa activa real pasó de 9,9% a 9,7% en igual período, al mismo tiempo que la tasa activa real del Banco de la República excluyendo los créditos de tesorería, disminuyó en 0,8 puntos porcentuales, al situarse a finales de septiembre en 13,4% (Gráfico 22).

El Gráfico 23 muestra cómo ha evolucionado la curva de rendimientos de la tasa básica a diferentes plazos durante los últimos cinco trimestres. En lo corrido del año, las tasas de interés a todos los plazos exhibieron importantes disminuciones. De otro lado, la pendiente de la curva de rendimientos del tercer trimestre no presentó modificaciones con respecto al trimestre anterior. Consecuentemente, al igual que en el informe anterior, no se prevé que el mercado esté anticipando cambios significativos en las tasas de interés nominales para los próximos meses.

Finalmente, otra fuente que brinda información acerca de las expectativas de tasas de interés de los agentes, es la encuesta trimestral del Banco de la República. La última encuesta realizada en julio pasado refleja que los agentes esperaban, a diciembre, que la DTF se ubicara alrededor del 13,0%, tasa inferior a la que estimaban en la encuesta de abril (13,6%). Cabe anotar que la realización de la encuesta fue anterior a las disminuciones de las tasas de intervención del Banco de la República, efectuadas entre mediados de julio y septiembre (Gráfico 24).

4. Tipo de cambio nominal

La tasa de cambio nominal cerró el mes de septiembre en \$2.332,2 por dólar, aproximadamente 33 pesos por encima del valor registrado a finales de junio. La devaluación anual alcanzó el 5,4%, mientras que en lo corrido del año, fue de 4,6% (gráficos 25 y 26).

El incremento en los cupos de las opciones *put* y la disminución en las tasas de intervención por parte del Banco de la República constituyeron medidas que condujeron, a partir de la última semana del mes de agosto, a que el tipo de cambio revirtiera la evolución revaluacionista observada desde mayo.

GRÁFICO 23
TASA BÁSICA A DIFERENTES PLAZOS (TBS)
CALCULADA POR LA SUPERINTENDENCIA BANCARIA
(PORCENTAJE)

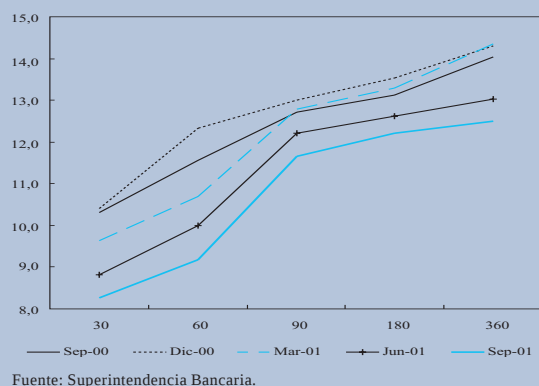


GRÁFICO 26
DEVALUACIÓN NOMINAL ANUAL
(PORCENTAJE)

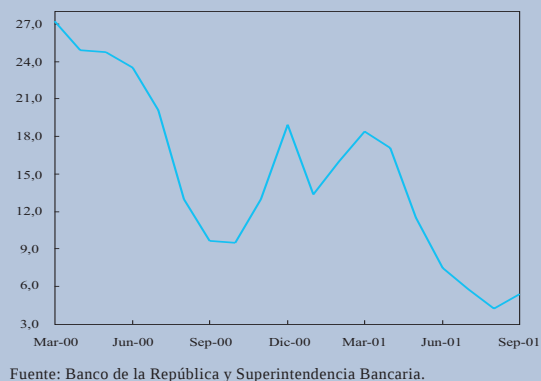


GRÁFICO 24
TASA DE INTERÉS (DTF) OBSERVADA Y EVOLUCIÓN
DE LAS EXPECTATIVAS
(TASA EFECTIVA ANUAL)

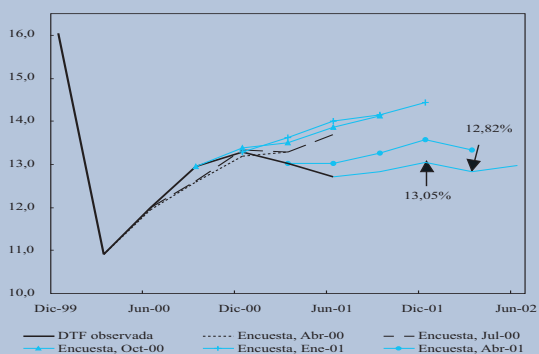
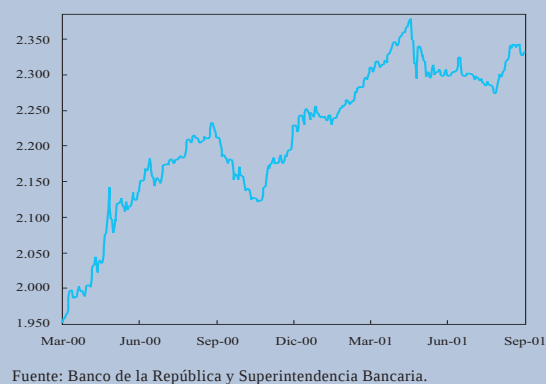


GRÁFICO 25
TASA REPRESENTATIVA DEL MERCADO
(PESOS POR DÓLAR)



Durante las dos primeras semanas de septiembre, la tasa de cambio aumentó cerca de 40 pesos, a consecuencia de la demanda del sector financiero para cubrir posición propia y adicionalmente, por la incertidumbre generada a raíz de los atentados terroristas registrados en los Estados Unidos el 11 de septiembre. No obstante lo anterior, a principios de la última semana de septiembre la monetización realizada por la Tesorería generó una apreciación de \$13 pesos en el tipo de cambio.

A partir de octubre, el precio de la divisa estadounidense podría sufrir nuevas revaluaciones, al juzgar por tres factores importantes: 1) históricamente, el último trimestre del año es considerado como un período estacionalmente ofrecido por el sector real, 2) las monetizaciones pendientes del Gobierno Nacional, y 3) los posibles reintegros que realizará el Fondo de Ahorro y Estabilización de la Industria Petrolera (FAEP) y Ecopetrol durante los últimos tres meses del año.

Si bien, en lo corrido del año, el tipo de cambio ha permanecido relativamente inmune a la incertidumbre externa, en opinión de varios analistas locales esta situación no es sostenible por mucho tiempo. Este factor podría contrarrestar la tendencia revaluacionista antes mencionada.

Finalmente, la encuesta de expectativas del Banco de la República realizada en julio muestra que los agentes esperan que en diciembre la tasa de cambio

nominal sea de \$2.415 por dólar. De cumplirse esta previsión, la devaluación nominal anual sería de 8,3%, menor que la esperada en la encuesta realizada en abril (10,5%) (Gráfico 27).

5. Tipo de cambio real

De acuerdo con la tasa de cambio real medida por el ITCR1 (1994 = 100), que utiliza el índice de precios al productor del país y de sus 20 socios comerciales, en lo corrido del año se ha observado una revaluación de 0,5% y para el año completo una revaluación de 1,3%. Si se emplea el ITCR3 (1994 = 100), que utiliza el índice de precios al consumidor, se obtiene que la devaluación anual de septiembre fue nula, y año corrido de 1,7% (gráficos 28 y 29).

La tasa de cambio real puede desagregarse en dos componentes, el interno determinado por la relación entre la devaluación nominal y la inflación internas y el externo determinado por la relación entre la inflación y la devaluación externas. Por el lado del componente externo se registraron presiones devaluacionistas explicadas por una devaluación en los países con los cuales comercia Colombia menor que la inflación externa. Esta tendencia, sin embargo, fue contrarrestada por el comportamiento revaluacionista del componente interno, el cual estuvo dominado por una inflación interna mayor que la devaluación promedio nominal del peso.

6. Diferencial de rentabilidad

En esta sección se presenta la diferencia entre la rentabilidad externa y la 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, las devaluaciones 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 los certificados de depósitos a 90 días de Nueva York. Por último, la tasa interna de referencia que se utilizó fue la DTF.

GRÁFICO 27
TASA DE CAMBIO NOMINAL OBSERVADA
Y EVOLUCIÓN DE LAS EXPECTATIVAS
(PESOS POR DÓLAR)

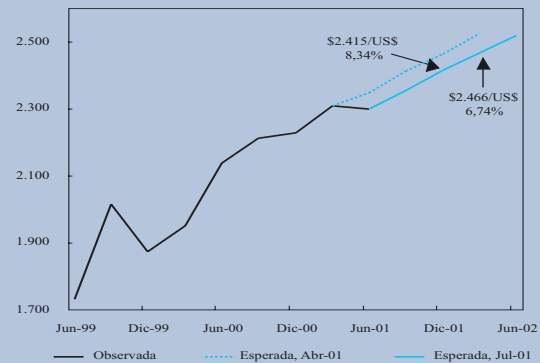
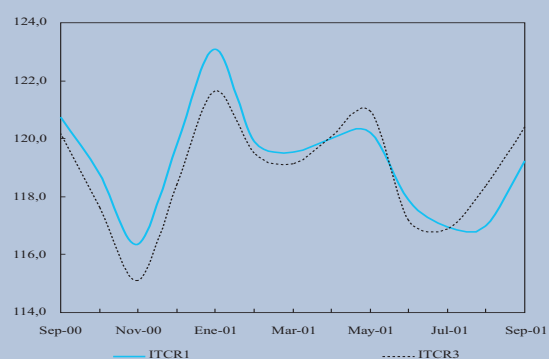
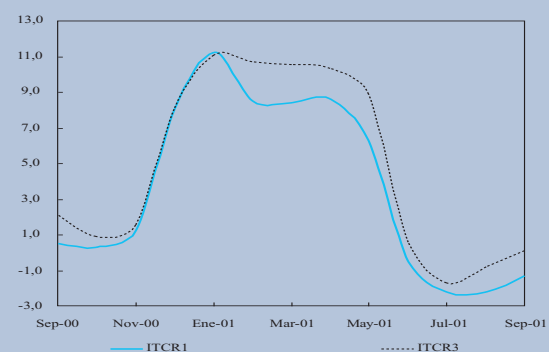


GRÁFICO 28
ÍNDICE DE LA TASA DE CAMBIO REAL,
ITCR1 E ITCR3 (1994 = 100)



Fuente: Banco de la República, SGEE.

GRÁFICO 29
DEVALUACIÓN REAL ANUAL,
ITCR1 E ITCR3, (1994=100)
(PORCENTAJE)



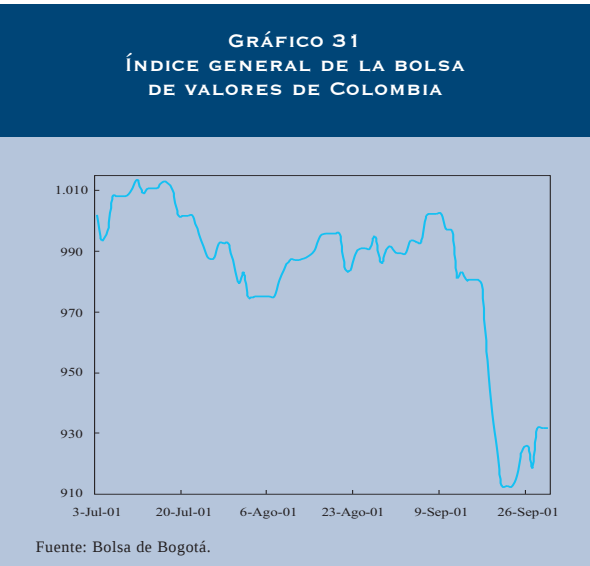
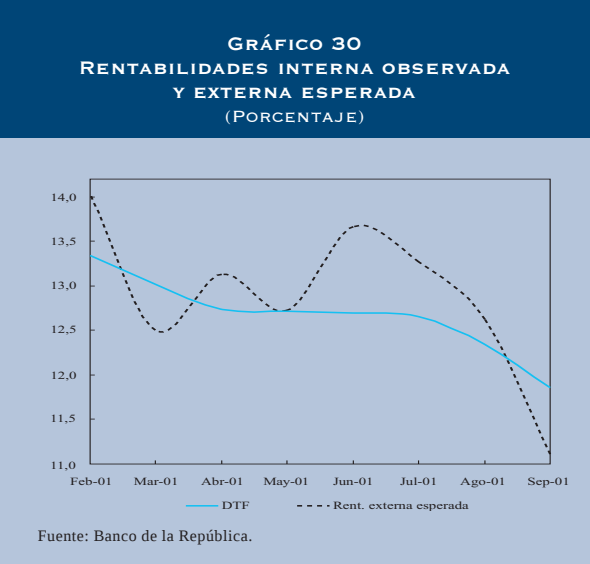
Fuente: Banco de la República, SGEE.

En el Gráfico 30 se presenta la rentabilidad externa esperada y la rentabilidad observada de las inversiones internas. Para finales de septiembre, la rentabilidad externa esperada fue de 11,1%, inferior a la DTF en 0,8 puntos porcentuales. Desde principios del año, las expectativas de devaluación reportadas por los agentes han venido mostrando reducciones, hecho que ha afectado la rentabilidad externa esperada y favorecido las inversiones denominadas en pesos. Para septiembre, las expectativas de devaluación anualizadas en los contratos entre 80 y 100 se situaron en 8,2%, las menores desde abril pasado. Fueron estas menores expectativas de devaluación junto con la rápida disminución de la tasa de interés externa, las que hicieron que la rentabilidad externa se situara por debajo de la interna a pesar de la reducción de la DTF.

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, es el Índice General de la Bolsa de Valores de Colombia (IGBC), correspondiente al indicador bursátil del mercado de la Bolsa de Valores de Colombia. Este indicador mide de manera agregada la evolución de los precios de las acciones más representativas del mercado por medio de una canasta de acciones elegidas en función de su rotación y frecuencia. La canasta de acciones que conforma el índice se calcula cada trimestre (Gráfico 31).

Durante el tercer trimestre de 2001, el comportamiento del IGBC puede dividirse en dos períodos: antes y después de los atentados terroristas ocurridos en los Estados Unidos. Antes del 11 de septiembre, el IGBC venía manteniéndose relativamente estable al fluctuar entre 975 y 1.014 puntos, reflejando, en gran parte, la estabilidad del mercado de renta fija. En ese período, los volúmenes transados fueron bajos en razón de que el mercado colombiano, al igual que el de los demás países emergentes, no logró consolidarse como una alternativa atractiva ante la desaceleración económica de los Estados Unidos, Japón y Europa. Esto también ayudó a que el IGBC no presentara mayores repuntes.



Sin embargo, después de los atentados registrados en Nueva York y Washington y ante el cierre temporal de la Bolsa de Nueva York, el IGBC registró una caída drástica en razón de la incertidumbre generada en el frente económico y político internacional. Analistas locales esperan que en el corto plazo, y en la medida en que se restablezca la confianza en los mercados externos, el volumen de negociaciones aumente, dado que los fundamentales de las empresas colombianas son saludables. Esto deberá permitir un repunte del IGBC.

Otra variable que brinda información acerca del comportamiento del precio de los activos es el índice de precios de vivienda calculado por Planeación Nacio-

nal para Bogotá y Medellín desde 1994 con periodicidad mensual. En el Gráfico 32 se presenta la inflación de los precios de vivienda en Bogotá y Medellín y la inflación medida por el IPC. A partir del segundo semestre de 1995 la inflación de los precios de la vivienda en las dos ciudades es menor que el incremento de los precios medido por la canasta del IPC, lo cual implica que a partir de ese momento el valor real de la vivienda en Colombia empezó a disminuir de manera continua, siendo esta caída más fuerte en Bogotá que en Medellín.

En lo corrido del año los precios de la vivienda en Bogotá han registrado aumentos nominales mayores que los observados en Medellín. Es así, como para agosto, último mes para el cual se dispone de información, el crecimiento anual de los precios de la vivienda en Bogotá fue de 3,7%, mientras que en Medellín este continuó siendo negativo (-1,1%). Estos crecimientos son similares a los observados en el trimestre anterior y señalan que los precios de la vivienda han seguido contrayéndose en términos reales.

8. Indicador de condiciones monetarias

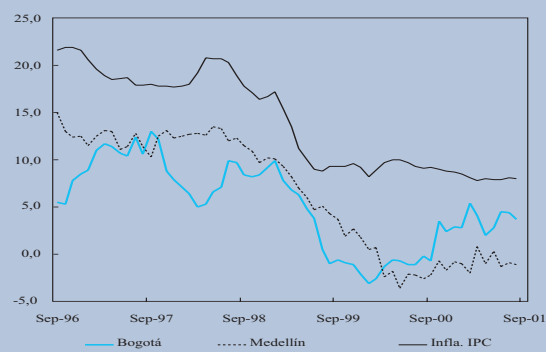
Para el tercer trimestre de 2001, la conducción de la política monetaria sobre la demanda continúa siendo holgada tal y como lo sugiere la trayectoria del indicador de condiciones monetarias de la demanda agregada, la cual siguió situándose por debajo del nivel del período base (1998.01 = 100). En este sentido, la posición actual del indicador sugiere que las condiciones monetarias son más relajadas que las prevalentes a principios de 1998. Al igual que en el segundo trimestre, este comportamiento sigue siendo el resultado de la reducción de las tasas de interés y del efecto relativo de la devaluación real (Gráfico 33).

B. OFERTA Y DEMANDA

1. Consideraciones generales

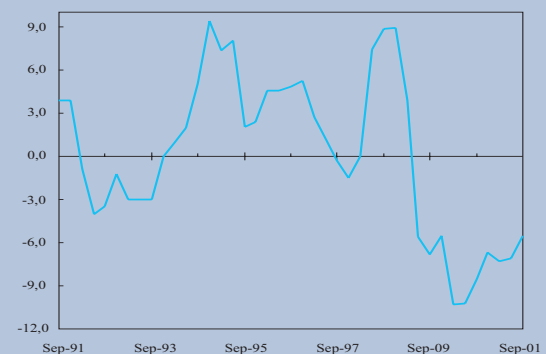
De acuerdo con las últimas cifras del DANE sobre el PIB, la economía continuó expandiéndose a un ritmo lento durante el segundo trimestre del año. A juzgar por el comportamiento de diversas variables de

GRÁFICO 32
VARIACIÓN ANUAL DE LOS PRECIOS DE VIVIENDA
EN BOGOTÁ Y MEDELLÍN Y DEL IPC
(PORCENTAJE)



Fuente: Departamento Nacional de Planeación (DNP) y DANE.

GRÁFICO 33
INDICADOR DE CONDICIONES MONETARIAS (ICM)
DE LA DEMANDA AGREGADA
(PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República, SGEE.

información sectorial, este ritmo se mantuvo durante el tercer trimestre. Para el cuarto, las perspectivas son menos claras, en gran parte, como consecuencia de la reducción en las expectativas de crecimiento mundial, a raíz de los acontecimientos de septiembre en los Estados Unidos. En la actualidad resulta factible esperar un crecimiento, para todo el año 2001, similar al observado en el primer semestre del año⁹, y algo inferior al contemplado en la meta revisada de crecimiento del Gobierno (2,4%).

⁹ Una presentación detallada de los más recientes pronósticos de crecimiento efectuados por diversos analistas locales y extranjeros se encuentra en el recuadro, al final de este informe. En promedio, el conjunto de estos analistas proyecta un crecimiento de 2,1% para 2001 y de 3,0% para 2002.

En el segundo trimestre, el crecimiento anual del PIB fue de 1,6%, una tasa muy similar a la observada en el primer trimestre (1,8%) pero inferior a la del año pasado, con lo cual se confirma la desaceleración del crecimiento en 2001. Respecto al primer trimestre, el PIB desestacionalizado a junio creció en 0,12%, un hecho positivo si se tiene en cuenta que un trimestre atrás se había contraído.

Al igual que durante el primer trimestre, en el segundo, la debilidad en el crecimiento económico se explica por el pobre desempeño de la demanda doméstica y de las exportaciones tradicionales (café y petróleo exclusi-

vamente) (Cuadro 6). En esta oportunidad, también las exportaciones no tradicionales continuaron siendo altamente dinámicas y compensaron parcialmente la debilidad de las otras fuentes de demanda.

A pesar del lento crecimiento de la demanda final en los primeros seis meses del año, éste superó el del PIB, por lo cual el balance comercial tendió a deteriorarse. La diferencia entre oferta doméstica y demanda agregada ha tenido que suplirse con las importaciones, las cuales han crecido a un ritmo considerable (16% año corrido a junio) que contrasta con su pobre desempeño en los dos años anteriores.

CUADRO 6
CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB DESDE EL PUNTO DE VISTA DE LA DEMANDA
(VARIACIÓN PORCENTUAL)

	2000 (*)					2001	
	I	II	III	IV	Anual	I	II
Producto interno bruto	1,7	3,2	3,5	2,9	2,8	1,8	1,6
Importaciones totales	3,6	6,6	8,8	3,9	5,7	10,9	21,1
Total oferta final	2,0	3,6	4,3	3,0	3,2	3,2	4,4
Consumo final	1,8	1,1	1,0	0,2	1,0	1,3	1,5
Hogares	2,2	2,6	3,0	2,2	2,6	2,2	1,7
No durables	2,3	1,5	2,1	(0,3)	1,4	0,2	(0,8)
Semidurables	4,1	7,5	8,6	10,7	7,5	6,7	6,0
Servicios	0,6	1,3	2,1	1,7	1,4	2,3	2,4
Durables	12,0	14,5	6,6	7,5	10,0	8,1	5,6
Gobierno	1,3	(2,2)	(3,2)	(3,7)	(2,0)	(0,7)	0,3
Formación bruta de capital	0,7	23,1	24,6	14,3	14,9	9,5	13,8
Formación bruta de capital fijo	(10,7)	(2,1)	4,1	9,5	(0,2)	3,9	12,2
Agropecuaria, silvicultura, caza y pesca	(7,1)	2,5	(8,7)	(6,0)	(4,8)	(15,5)	6,4
Maquinaria y equipo	(15,2)	(4,8)	13,6	18,5	1,9	17,2	36,1
Equipo de transporte	(5,8)	10,3	3,6	0,3	1,9	30,4	33,0
Edificaciones	(20,2)	(10,2)	8,8	12,2	(3,5)	9,2	14,8
Obras civiles	(0,6)	3,7	(4,8)	4,2	0,6	(12,7)	(9,8)
Servicios	(3,6)	(0,4)	0,9	3,9	0,1	0,0	0,8
Variación de existencias	(746,1)	(235,0)	(336,7)	111,2	(482,3)	60,7	25,9
Subtotal: demanda final interna	1,7	3,8	3,8	2,0	2,8	2,4	3,2
Exportaciones totales	3,8	2,9	6,8	8,2	5,5	7,1	12,5
Total demanda final	2,0	3,6	4,3	3,0	3,2	3,2	4,7

(*) Variación de variables flujo.
Fuente: DANE.

Por ramas de producción, durante el segundo trimestre el crecimiento fue mediocre para la mayoría de ellas, incluyendo la industria. Tan solo la construcción privada sobresale por su alto ritmo de crecimiento, aunque debe señalarse que esto obedece, en gran parte, al muy bajo nivel con el cual se compara la producción sectorial de este año. Al igual que en el primer trimestre, el sector de minas, por la decreciente producción de petróleo, y las ramas asociadas con el gasto público como son la construcción de obras civiles y la de servicios del gobierno, exhibieron crecimientos muy bajos o negativos. De igual manera la industria tuvo un muy mal desempeño, con un crecimiento mucho

menor que el de otros trimestres, lo cual obedece a la contracción de la producción asociada con el procesamiento de carne y de alimentos. Durante el segundo trimestre, el PIB agropecuario también se contrajo; esta vez como consecuencia de la reducción de la producción cafetera, principalmente (Cuadro 7).

Varios de los factores que explicaron el lento crecimiento a comienzos de año, y que se identificaron en informes anteriores, se mantuvieron durante el segundo y tercer trimestres. Tal es el caso del bajo nivel de confianza de los consumidores ante las altas tasas de desempleo y la inestabilidad laboral; de la reducción en

CUADRO 7
PIB TRIMESTRAL POR RAMAS DE ACTIVIDAD - SERIES DESESTACIONALIZADAS
(VARIACIONES PORCENTUALES ANUALES)

Ramas de actividad	2000					2001	
	I	II	III	IV	Anual	I	II
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	1,17	7,21	4,00	8,50	5,18	3,16	(0,26)
Café sin tostar no descafeinado	(16,78)	29,63	(8,45)	35,52	6,92	20,45	(11,64)
Animales vivos y productos animales	4,41	0,60	4,21	1,30	2,61	(1,95)	(1,84)
Productos de silvicultura y extracción de madera	1,90	4,87	1,09	0,56	2,09	0,58	(4,99)
Explotación de minas y canteras	(1,16)	(7,74)	(7,34)	(5,53)	(5,45)	(4,41)	0,73
Electricidad, gas y agua	4,98	1,83	0,68	1,79	2,30	1,22	3,07
Industria manufacturera	8,52	11,26	13,06	6,81	9,88	2,37	0,33
Carne y pescado	8,05	0,86	7,86	1,99	4,61	(2,42)	(4,02)
Azúcar	3,61	0,78	(1,48)	0,72	0,89	(0,79)	(11,24)
Bebidas	(0,56)	(1,95)	(5,19)	0,02	(1,95)	(10,25)	(5,30)
Construcción	(7,23)	(2,10)	(0,17)	5,97	(1,06)	(3,48)	0,34
Trabajos de construcción y construcciones y edificaciones	(14,80)	(9,14)	5,78	8,02	(3,04)	8,96	14,16
Trabajos y obras de ingeniería civil	(0,69)	3,76	(4,91)	4,32	0,58	(12,68)	(9,72)
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	1,57	6,37	7,65	4,72	5,06	3,94	1,87
Transporte, almacenamiento y comunicación	3,48	3,85	3,91	3,20	3,61	2,07	2,26
Establecimientos financieros, seguros e inmuebles	(1,58)	0,01	1,16	(0,61)	(0,26)	1,10	(0,65)
Servicios sociales, comunales y personales	0,64	(1,91)	(1,28)	(1,59)	(1,05)	(0,22)	0,67
Servicios del gobierno	1,44	(2,19)	(1,62)	(2,15)	(1,15)	(0,69)	0,26
Producto interno bruto	1,70	3,16	3,54	2,86	2,81	1,79	1,55

Fuente: DANE.

el ritmo de crecimiento mundial y particularmente de la economía americana; de la incertidumbre que rodea el proceso de paz y que desestimula la inversión y el consumo; de los problemas de orden público que han conducido a que algunos mercados regionales queden desconectados del resto del mercado nacional, y del nerviosismo que actualmente reina en los mercados internacionales de capital como consecuencia de los problemas que enfrentan varias economías emergentes (al respecto, véase Capítulo III).

Sin embargo, algunos de los choques negativos de oferta que habían frenado el crecimiento a comienzos del año han desaparecido para el segundo y tercer trimestres. El caso más significativo es la recuperación de la producción de petróleo en Caño Limón. De acuerdo con Ecopetrol, la extracción de crudo en este campo ha venido en aumento desde finales del segundo trimestre. Entre julio y septiembre, por ejemplo, la extracción de petróleo de este campo fue de 100 mil barriles por día (MBD) en promedio, sustancialmente mayor que la del trimestre anterior y que la del tercer trimestre de 2000. Esta circunstancia debe ayudar al crecimiento, particularmente durante el segundo semestre del año¹⁰.

Después de los atentados terroristas en los Estados Unidos, todos los factores externos adversos ya señalados se han reforzado. Para el caso colombiano, además de la muy probable recesión que deberá enfrentar la economía americana en los próximos meses hay que tener en cuenta el posible debilitamiento de la economía venezolana a raíz de los menores precios esperados para el petróleo. Este riesgo, que ya se ha venido haciendo evidente a través de una aceleración en la devaluación del bolívar, seguramente tendría efectos importantes sobre la dinámica de las exportaciones no tradicionales y, por esta vía, sobre el crecimiento del PIB.

Por todo lo anterior, no resulta factible esperar una aceleración significativa del crecimiento económico

en los próximos meses. Aún así, tampoco se prevé una desaceleración significativa adicional del crecimiento en el segundo semestre de este año sobre la base de que la demanda doméstica puede mantener su actual ritmo de expansión por inercia, por algunos meses más. Además, las exportaciones todavía no representan un componente importante de la demanda final, por lo que el efecto del menor crecimiento mundial se concentrará inicialmente en el desempeño industrial y sólo con rezago en el resto de la economía local.

Los factores externos sí deberán jugar un papel más importante en la determinación del crecimiento para el próximo año. La posibilidad de recuperar mayores tasas de crecimiento para 2002 dependerá de qué tan profunda sea la desaceleración global y en particular, qué tan duradera sea la eventual recesión en los Estados Unidos y qué tan sólido sea el comportamiento de la economía venezolana.

Sin embargo, la suerte de la economía colombiana en el próximo año seguirá también estando estrechamente ligada a factores internos. En particular a aquellos que determinen el estado de ánimo de inversionistas locales y externos, tales como el progreso del proceso de paz y el éxito del programa de ajuste, incluido el avance que se realice en la aprobación y ejecución de las reformas estructurales contempladas en él. Y, finalmente, en la evolución de la tasa de interés, hasta la fecha, el comportamiento favorable de la inflación ha permitido al Banco de la República mantener una estrategia de política que favorece el crecimiento del próximo año al permitirle reducir, de manera significativa, sus tasas de interés de intervención, contribuyendo a la disminución de toda la estructura de tasa de interés de mercado.

2. El tercer trimestre de 2001

Los datos más recientes sugieren que la economía continuó creciendo a un ritmo lento durante el tercer trimestre, similar al observado en los dos trimestres anteriores. Algunos indicadores sectoriales sobre los cuales se dispone de información parcial para este período, como la producción de petróleo y la demanda de energía eléctrica, incluso podrían sugerir una

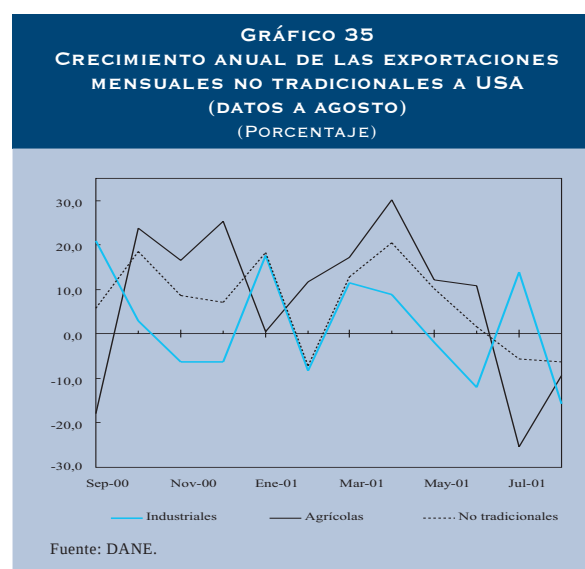
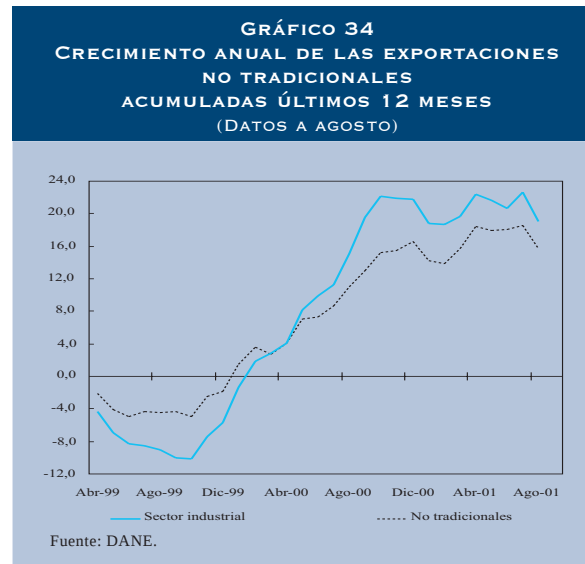
¹⁰ Durante las primeras semanas de octubre, nuevamente se detuvo la extracción de crudo de Caño Limón por problemas de orden público, por lo que esta circunstancia favorable para el crecimiento podría no volver a presentarse en el cuarto trimestre.

ligera aceleración en este ritmo. Sin embargo, para confirmar esta apreciación se requiere conocer los datos de septiembre, en vista de que los acontecimientos externos pudieron haber golpeado seriamente el crecimiento en sectores específicos.

Entre junio y agosto de 2001 las exportaciones no tradicionales continuaron siendo la principal fuente de crecimiento, especialmente en lo que corresponde al sector industrial. Para el acumulado de los últimos 12 meses a agosto, el crecimiento de las exportaciones no tradicionales totales fue de 15,7% respecto a igual período del año anterior, en tanto que el de las exportaciones no tradicionales industriales fue de 19,1% (Gráfico 34). Dicho ritmo de crecimiento es ligeramente inferior al observado al finalizar el segundo trimestre, a raíz de un desempeño menos favorable de las exportaciones en este último mes. Este menor crecimiento puede obedecer, tanto a una menor base de comparación el año pasado y en este sentido es transitorio, como a un posible quiebre en las tendencias de crecimiento de largo plazo de este agregado a raíz de la desaceleración de la economía mundial.

Durante los meses de julio y agosto sí se ha observado una desaceleración de las exportaciones no tradicionales dirigidas al mercado americano (Gráfico 35). Esta situación ha estado motivada en gran parte por un decrecimiento de las exportaciones no tradicionales agrícolas, encabezadas por las exportaciones de flores. Sin embargo, también se observa un comportamiento irregular en las exportaciones no tradicionales industriales y una contracción de las exportaciones de cuero, textiles e industria química (principalmente) desde hace varios meses, dos componentes importantes en este agregado. Es de esperar que durante septiembre, las exportaciones no tradicionales hacia los Estados Unidos se hayan resentido nuevamente, como consecuencia de la parálisis transitoria en el transporte aéreo de mercancías hacia ese país.

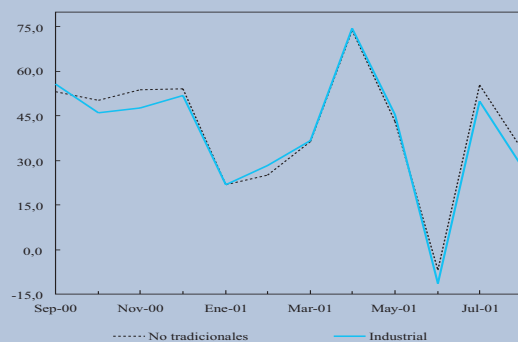
Por su parte, las exportaciones no tradicionales dirigidas a los otros dos más importantes socios comerciales del país, Venezuela y Ecuador, seguían creciendo a un ritmo saludable en agosto (gráficos 36 y 37). La ligera disminución en el ritmo de cre-



cimiento anual que puede haberse presentado en los últimos meses parece obedecer exclusivamente a fenómenos estadísticos relacionados con el hecho de comparar con una base más alta, pues en términos de valor no se ha detectado una disminución.

Buena parte de las ventas a estos países han sido impulsadas por exportaciones altamente elásticas al ingreso como son las del sector automotor, lo que las hace especialmente vulnerables a menores expectativas de crecimiento. Es por ello, que una eventual desaceleración de ambas economías como consecuencia de los acontecimientos externos recientes y de la destorcida de los precios del petróleo, puede acarrear efectos adversos en el crecimiento industrial co-

GRÁFICO 36
CRECIMIENTO ANUAL DE LAS EXPORTACIONES
MENSUALES NO TRADICIONALES A VENEZUELA
(DATOS A AGOSTO)
(PORCENTAJE)



Fuente: DANE.

GRÁFICO 37
CRECIMIENTO ANUAL DE LAS EXPORTACIONES
MENSUALES NO TRADICIONALES A ECUADOR
(DATOS A AGOSTO)
(PORCENTAJE)



Fuente: DANE.

GRÁFICO 38
CRECIMIENTO ANUAL DEL ÍNDICE DE PRODUCCIÓN
REAL DE LA INDUSTRIA AÑO CORRIDO
(CIFRAS A AGOSTO DE 2001)



Fuente: ANDI y DANE.

lombiano de un grado difícil de estimar en la actualidad. Noticias recientes como las de una contracción de las ventas de automóviles en Venezuela en los últimos meses pueden estar anticipando un quiebre en las tendencias de crecimiento de las exportaciones colombianas a dicho mercado. A lo anterior se suma la inestabilidad cambiaria reciente en el vecino país.

El dinamismo de la demanda externa ha permitido que la producción industrial continúe creciendo durante el tercer trimestre, compensando parcialmente la debilidad de la demanda interna. La información de la ANDI a agosto, señala que la producción industrial (excluida trilla de café) acumulada a este mes creció a una tasa anual de 3,5%, la cual es similar a la registrada en junio (3,6%) e inclusive superior a la de julio (2,9%) (Gráfico 38). Los resultados del DANE para ese mismo mes no fueron tan alentadores, sin embargo, la industria continuaba exhibiendo crecimientos positivos de 1,9% año corrido de acuerdo con el indicador de esa entidad. Como lo señala la información de la ANDI, este crecimiento ha estado sostenido básicamente por las ventas externas, pues las ventas internas han continuado contrayéndose.

Respecto al posible comportamiento de la producción industrial en septiembre y meses venideros, los indicadores de la Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) de agosto sobre existencias y pedidos no anticipan quiebres importantes en las tendencias de crecimiento. El indicador de existencias continuó incrementándose en julio y agosto, lo cual podría anticipar una acumulación involuntaria de inventarios y en este sentido es una mala noticia para el crecimiento de los próximos meses; pero también puede estar reflejando, en parte, el aprovisionamiento normal que efectúa la industria en este período para atender la mayor demanda de fin de año. Por su parte, el indicador de pedidos repuntó en julio y agosto, aunque debe reconocerse que lo hizo de manera muy tímida teniendo en cuenta la época del año (Gráfico 39).

De otro lado, la valoración que hacen los empresarios del sector manufacturero sobre la situación económica hoy y a seis meses tuvo una ligera recuperación en julio y agosto, tal y como lo muestra el com-

portamiento del clima de los negocios (Gráfico 40). Sin embargo, aún se mantienen en niveles inferiores a los registrados para buena parte del año anterior, reflejando la incertidumbre que existía sobre la solidez de la economía.

Otros indicadores del sector real como la energía eléctrica, las ventas financiadas con tarjetas de crédito y las importaciones no han mostrado cambios importantes en sus tendencias de crecimiento durante el tercer trimestre respecto a los dos primeros trimestres del año. En el caso del consumo de energía eléctrica, con cifras provisionales, su crecimiento anual promedio de los tres últimos meses fue de 2,8%, algo superior al del trimestre anterior (1,8%) (Gráfico 41). Las ventas mensuales financiadas con tarjetas de crédito, por su parte, siguieron creciendo en agosto a una tasa anual para el acumulado a 12 meses de 9,3%, similar a la de junio (9,2%) (Gráfico 42). Finalmente, las importaciones de todo tipo de bienes continuaron exhibiendo tasas de crecimiento anual significativas durante julio (Gráfico 43).

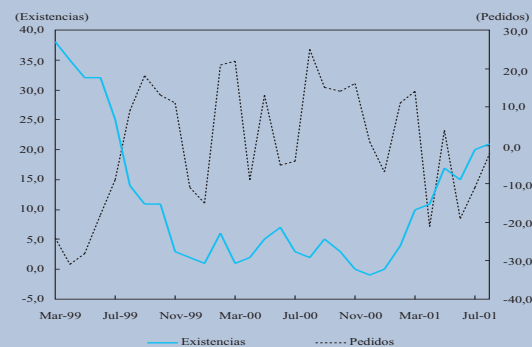
Igualmente, sectores como el de la construcción privada que iniciaron su recuperación en el primer semestre de este año (Cuadro 7), aparentemente han seguido creciendo a un buen ritmo durante el tercer trimestre, tal y como lo sugieren algunos indicadores sectoriales como son las transacciones inmobiliarias, los préstamos hipotecarios y las licencias de construcción aprobadas.

3. Consumo

De los tres grandes componentes de la demanda total (consumo, inversión y exportaciones), el consumo es el que ha presentado, en lo corrido del año, las más bajas tasas de crecimiento, explicando buena parte del lento ritmo de expansión económica del último año y medio.

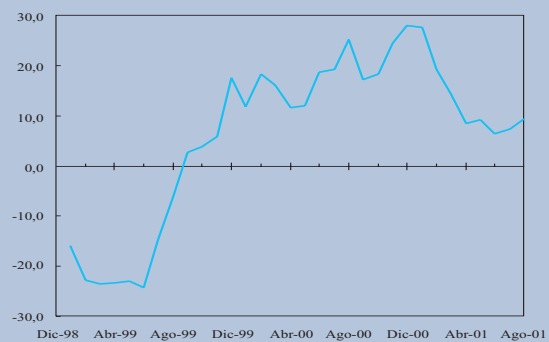
De acuerdo con el DANE, el crecimiento anual del consumo durante el segundo trimestre fue de 1,5%, una tasa ligeramente mayor que la observada en los trimestres anteriores. La aceleración en el crecimiento de este agregado en los últimos trimes-

GRÁFICO 39
ENCUESTA DE OPINIÓN EMPRESARIAL
(BALANCES - CIFRAS A AGOSTO DE 2001)



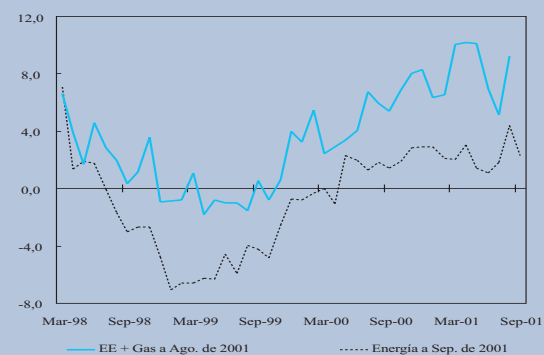
Fuente: SGEE, con base en cifras de la encuesta de opinión empresarial (EOE) de Fedesarrollo.

GRÁFICO 40
CLIMA DE NEGOCIOS
(CIFRAS A AGOSTO DE 2001)



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

GRÁFICO 41
CRECIMIENTO ANUAL DEL CONSUMO MENSUAL
DE ENERGÍA Y DE ENERGÍA + GAS
(INDUSTRIAL Y RESIDENCIAL) EN MUTB / DÍA
(PORCENTAJE)



Fuente: ISA y Ecopetrol.

GRÁFICO 42
CRECIMIENTO ANUAL DE LAS VENTAS EFECTUADAS
CON TARJETAS DE CRÉDITO, TOTAL SISTEMA
ACUMULADAS A 12 MESES (CIFRAS A AGOSTO)

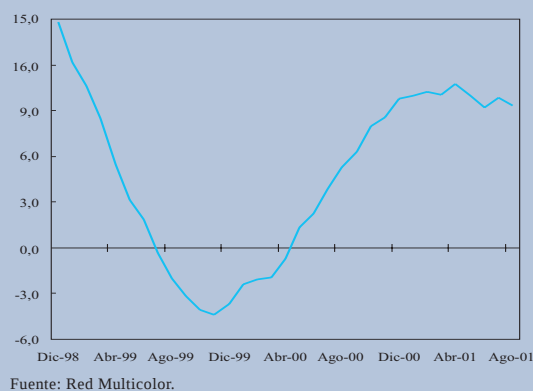


GRÁFICO 43
CRECIMIENTO ANUAL DE IMPORTACIONES TOTALES
ACUMULADAS A 12 MESES (CIFRAS A JULIO)

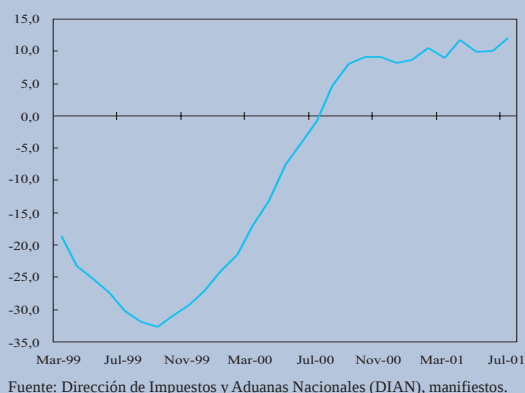
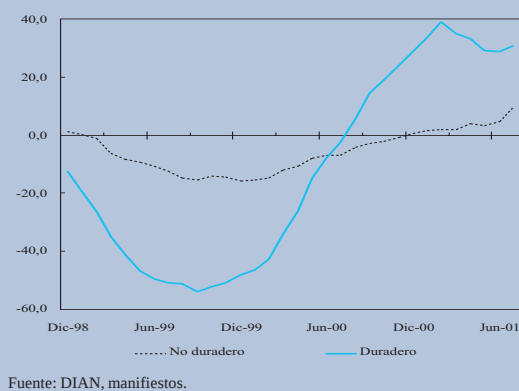


GRÁFICO 44
CRECIMIENTO DE LAS IMPORTACIONES
DE BIENES DE CONSUMO
ACUMULADAS A 12 MESES (CIFRAS A JULIO)



tres ha sido posible gracias a un mejor desempeño en el consumo del gobierno, toda vez que el consumo de hogares ha tendido a desacelerarse (Cuadro 6). De todas maneras, a junio, el consumo de hogares continuaba creciendo a tasas anuales superiores a las del consumo del gobierno, con lo cual seguía siendo el principal jalonador de este tipo de demanda y, en general, del PIB.

Respecto al consumo de hogares, conviene mencionar que su lento crecimiento ha descansado fundamentalmente en el muy pobre desempeño del consumo de bienes no durables. Desde mediados del año pasado esta demanda ha crecido muy por debajo del crecimiento del consumo total y a tasas cada vez menores, habiéndose incluso contraído en el segundo trimestre en 0,8% anual. Este comportamiento contrasta fuertemente con el del consumo de bienes durables y semidurables por parte de los hogares, e incluso con el de consumo de servicios, cuyas tendencias de crecimiento no han cambiado sustancialmente en el último año, habiendo sido sistemáticamente superiores a las del agregado. En particular, en el caso del consumo de bienes durables y semidurables, el comportamiento ha sido especialmente dinámico en los últimos trimestres, con tasas de crecimiento anual superiores al 5,0%, aunque en descenso (Cuadro 6).

Para el tercer trimestre no se anticipan cambios sustanciales en las tendencias de crecimiento del consumo. En el caso del consumo de hogares, las altas tasas de desempleo y la inestabilidad del ambiente laboral a raíz de la incertidumbre económica, no permiten esperar un ritmo de crecimiento mucho mayor que el observado hasta la fecha.

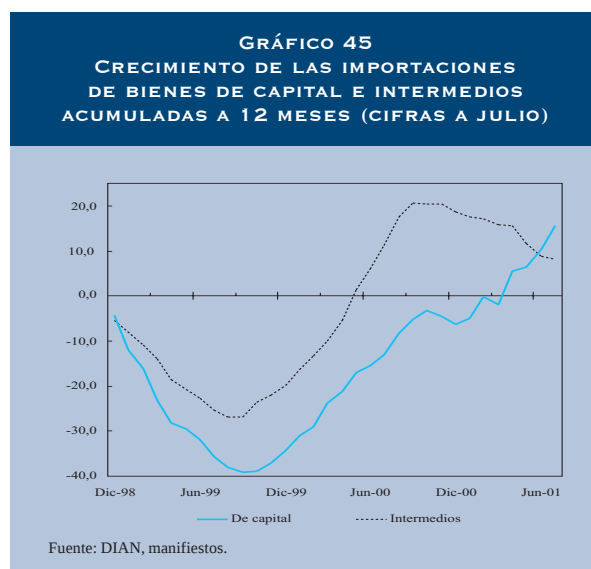
Aún así, el comportamiento de algunos indicadores permite confiar en una evolución ligeramente más favorable para el tercer trimestre. Es el caso de las ventas financiadas con tarjetas de crédito, cuyo crecimiento en julio y agosto no difiere mucho del de los meses pasados tal y como se mencionó anteriormente. De igual manera, las importaciones de bienes de consumo, tanto durable como no durable, han mantenido una buena dinámica a lo largo del año y en particular en julio, último mes para el cual se dispone de información (Gráfico 44).

4. Inversión

Durante el segundo trimestre, la inversión volvió a ser el componente más dinámico de la demanda. En esta oportunidad, su crecimiento anual fue de 13,8%, una cifra superior a la ya buena del primer trimestre (9,5%) y que además se da sobre la inversión recuperada del segundo trimestre del año anterior (Cuadro 6).

Al igual que en el primer trimestre, el crecimiento de la inversión a junio volvió a descansar exclusivamente en la inversión privada. La inversión pública no parece haber registrado un buen desempeño como lo sugiere la contracción en el gasto en obras públicas. Además del buen comportamiento de la inversión privada, en esta oportunidad también sobresale la variación de existencias, con un crecimiento anual del orden del 25,9%. La recuperación de los inventarios en este año, sin embargo, no compensa todavía la fuerte contracción del año pasado, por lo que sus niveles deben seguir estando muy por debajo de los de años anteriores.

Para el tercer trimestre, la sola reconstitución de inventarios debería favorecer el desempeño de esta demanda. Por otro lado, para el tercer trimestre, el buen comportamiento de las importaciones de bienes de capital sugiere que la inversión siguió creciendo a tasas similares a las del primer semestre (Gráfico 45). Sin embargo, la mayor incertidumbre que caracteriza el actual ambiente económico como consecuencia de los factores adversos mencionados



anteriormente, hacen prever un menor ritmo de crecimiento para este agregado en el cuarto trimestre de este año y durante el próximo.

C. SALARIOS Y EMPLEO

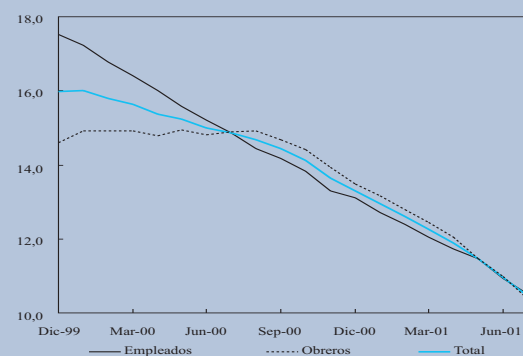
1. Salarios industriales

A julio de 2001, el ritmo de ajuste de los salarios nominales del sector industrial continuó disminuyendo. Para este mes, la variación anual promedio de los últimos 12 meses de los salarios nominales para el conjunto de trabajadores del sector fue de 10,4%, inferior a la observada tres meses atrás (12,2%). Frente a julio del año anterior, la reducción en los reajustes de los salarios nominales este año es de más de cuatro puntos porcentuales, muy superior a la inflación. Gracias a ello los reajustes reales también se han desacelerado de manera importante (gráficos 46 y 47).

Tal y como viene sucediendo desde hace más de un año, en los últimos meses la reducción en el ritmo de ajustes salariales también se dio a nivel de las prestaciones pagadas a los trabajadores del sector industrial. Una vez incorporado este componente, la remuneración total (salarios + prestaciones) se ha reajustado a tasas más acordes con el ritmo de inflación. A julio, la variación anual de la remuneración promedio de los últimos 12 meses fue de 9,5%, inferior a la de tres meses atrás (10,7%) y a la de julio de 2000 (12,7%).

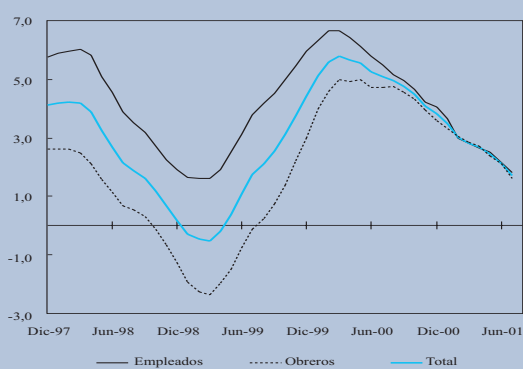
A diferencia de lo que sucede con los salarios, los cuales se han ajustado a tasas similares tanto para obreros como para empleados, en el caso de las remuneraciones, los reajustes nominales son mucho mayores para obreros (11,8% en julio) que para empleados (8,5%). De acuerdo con la muestra mensual manufacturera, esta diferencia se explica porque los obreros de la industria han logrado preservar los ajustes en sus prestaciones con mayor efectividad que los empleados, hecho que quizá tiene que ver con el mayor grado de sindicalización del primer grupo de trabajadores frente al segundo.

GRÁFICO 46
CRECIMIENTO ANUAL DEL SALARIO NOMINAL
INDUSTRIAL, PROMEDIO DE LOS ÚLTIMOS 12 MESES
 (CIFRAS A JULIO DE 2001)



Fuente: DANE, muestra mensual manufacturera.

GRÁFICO 47
CRECIMIENTO ANUAL DEL SALARIO REAL
INDUSTRIAL, PROMEDIO DE LOS ÚLTIMOS 12 MESES
 (CIFRAS A JULIO DE 2001)



Fuente: DANE, muestra mensual manufacturera.

GRÁFICO 48
CRECIMIENTO ANUAL DEL COSTO LABORAL
UNITARIO NOMINAL PARA OBREROS DEL SECTOR
INDUSTRIAL (CIFRAS A JULIO DE 2001)



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

A lo largo de todo el año, la reducción en el ritmo de ajuste de los salarios industriales no se ha traducido en una reducción de los costos laborales por unidad de producto, a juzgar por el comportamiento del Costo Laboral Unitario (CLU). Como se sabe, el CLU tiene en cuenta los cambios en los costos laborales una vez se descuentan los cambios en la productividad del trabajo. En el año, los cambios en la productividad implícita han sido nulos o negativos, por lo que las variaciones en los salarios nominales han significado incrementos en los costos laborales de la misma o de mayor magnitud.

La situación no cambió en los últimos tres meses terminados en julio, período durante el cual los CLU registraron una variación anual promedio de 10,0% aproximadamente (Gráfico 48). Esta cifra es superior a la inflación de los bienes manufactureros observada a finales del tercer trimestre¹¹, lo cual sugiere que los costos laborales se están incrementando a un ritmo mayor que el de los precios de los bienes ofrecidos por las empresas del sector, con la consiguiente reducción de sus márgenes de ganancia. Si el CLU sigue incrementándose a este ritmo, se pueden generar presiones inflacionarias en la industria para el próximo año, ya que los empresarios del sector podrían intentar recuperar sus niveles de rentabilidad ajustando sus precios muy por encima de la meta de inflación del 6%.

2. Empleo

Durante el tercer trimestre no se han observado cambios sustanciales en la situación del empleo en el país. En estos últimos meses la tasa de desempleo urbano ha seguido fluctuando en torno al 18,0%, por encima de lo observado el año pasado. En particular, en agosto, la tasa de desempleo para las 13 principales áreas urbanas fue de 18,1%, superior a la observada en agosto del año anterior (17,2%), pero inferior a la de junio (18,6%). Para el total nacional, la tasa de desempleo fue de 14,6%, también menor que la observada en junio de este año (15,1%).

Entre finales del segundo y tercer trimestres generalmente cabe esperar una reducción en las tasas de

¹¹ La variación anual del IPP para manufacturas fue de 8,5% en septiembre de 2001.

desempleo, toda vez que la población económicamente activa (PEA) tiende a reducirse con la reanudación de actividades escolares y la demanda de trabajo suele aumentar a la par con la producción destinada a atender las mayores ventas de fin de año. Es por esto que las menores tasas de desempleo en el tercer trimestre no deben ser interpretadas como un mejoramiento en las condiciones de empleo.

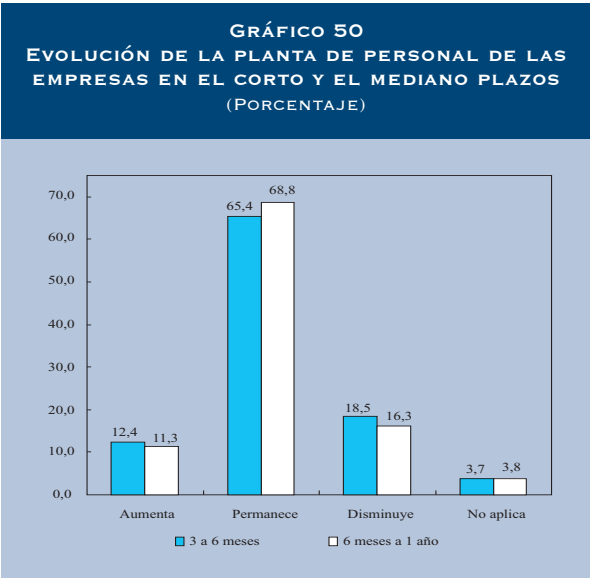
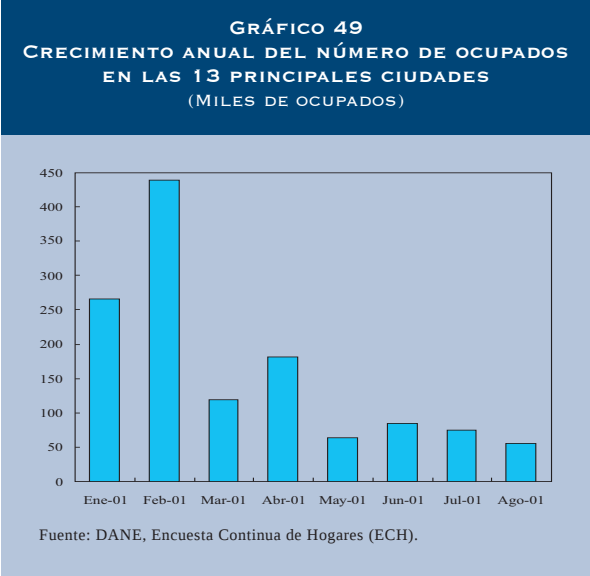
Por el lado de la oferta de trabajo, el menor nivel alcanzado por la tasa global de participación (TGP) en el año corrido frente al año anterior, sugiere que el ritmo con el cual ésta se estaba expandiendo ha disminuido. En agosto, el nivel de este indicador fue 63,6%, mientras que en agosto del año pasado era de 63,9%. Aún así, a finales del segundo trimestre y comienzos del tercero se presentó un ligero repunte en la TGP que coincide con el receso estudiantil de mediados de año.

Finalmente, el empleo para las 13 principales ciudades, tal y como lo mide la encuesta continua de hogares (ECH) se incrementó nuevamente en julio y agosto respecto a igual período del año anterior en cerca de 65 mil nuevos puestos de trabajo. Si bien, de acuerdo con este indicador, el empleo urbano se ha incrementado continuamente a lo largo del año, el volumen al cual lo ha venido haciendo, ha disminuido de manera preocupante (Gráfico 49).

El lento crecimiento económico esperado para lo que resta de este año y para el próximo no permiten ser muy optimistas acerca de un mejoramiento sustancial en los niveles de empleo. La encuesta de expectativas de julio, efectuada por el Banco de la República, da indicios en esta dirección. De acuerdo con ella, el 84,0% de los encuestados piensa mantener o reducir su planta de personal en el corto plazo (entre tres y seis meses), mientras que el 85,0% piensa hacer lo mismo en el largo plazo (de 6 meses a 1 año) (Gráfico 50). Estos porcentajes son similares a los que se obtuvieron en encuestas pasadas.

3. Pactos de incremento salarial

El Cuadro 8 contiene las cifras del Ministerio de Trabajo y Seguridad Social sobre los incrementos salariales pactados a uno y dos años.



La parte superior del Cuadro 8 presenta el porcentaje de trabajadores beneficiados por negociaciones de incremento salarial a un año, realizadas entre enero y septiembre de 2001. Se observa que el 8,2% de los trabajadores beneficiados con los pactos firmados logró incrementos menores que el 8,75%, y el 25,5% incrementos iguales al 8,75%; el 60,9% dentro del rango comprendido entre el 8,8% y el 11,0%. Apenas el 5,4% de los beneficiados pactó por encima del 11,0%. De esta forma, el 33,7% de los trabajadores obtuvo incrementos salariales a un año por debajo del 8,8%, porcentaje menor que el reportado a finales del segundo trimestre (38,4%) y al de finales del primer trimestre (45,6%). Esto resulta sorprendente

CUADRO 8
PORCENTAJE DE BENEFICIADOS POR NIVEL
DE INCREMENTO SALARIAL PACTADO
(ENERO-SEPTIEMBRE DE 2001)

Negociaciones a un año					
<8,75		8,75	[8,8-11,0]	>11,0	
8,2		25,5	60,9	5,4	
Negociaciones a dos años					
<10,0	[10,0-15,0]	IPC	[IPC + 0,2-IPC + 2,5]	SML	Otros
15,0	2,7	33,7	44,9	1,7	2,0

SML = Salario mínimo legal.

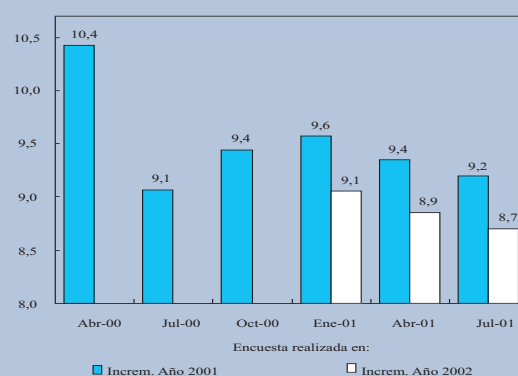
Fuente: Ministerio de Trabajo y Seguridad Social.

dado que la inflación ha venido cayendo continuamente en el transcurso del año y el desempleo sigue siendo muy alto.

La parte inferior del Cuadro 8 registra el porcentaje de trabajadores beneficiados con pactos de incremento salarial a dos años, realizados entre enero y septiembre del presente año. En lo corrido del año, la mayoría de los trabajadores había pactado incrementos salariales para 2003, dentro del rango [IPC-IPC + 2,5] (78,6%). La concentración de pactos en este rango es muy similar a la de junio, pero inferior a la del primer trimestre (88,1%). Finalmente, cabe anotar que el porcentaje de trabajadores con aumentos por debajo del 10,0% fue de 15,0%, significativamente mayor que el observado a comienzos del año, lo que puede señalar que las expectativas de inflación se están consolidando en niveles de un dígito.

Los resultados de la encuesta de expectativas del Banco de la República realizada en julio, también muestran que el mercado laboral ha disminuido sus expectativas de inflación para este año y el próximo. En la encuesta de julio, los encuestados tenían expectativas de incremento salarial de 9,2% y 8,7% para 2001 y 2002, respectivamente. Estas expectativas son menores que las registradas a comienzos de año y que eran de 9,6% para este año y de 9,1% para el próximo (Gráfico 51).

GRÁFICO 51
EVOLUCIÓN DE LA PLANTA DE PERSONAL DE LAS
EMPRESAS EN EL CORTO Y EL MEDIANO PLAZOS
(PORCENTAJE)

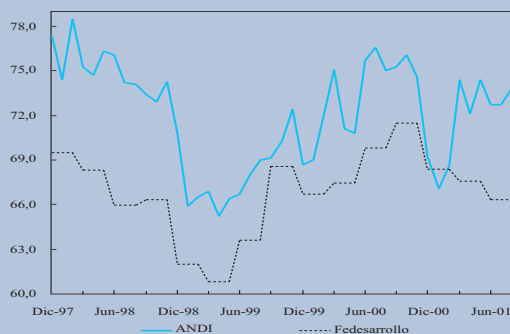


D. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA

Los dos indicadores de utilización de capacidad instalada presentados en este informe coinciden en registrar menores niveles en los últimos tres meses terminados en agosto, que aquellos observados en el mismo período del año anterior. Específicamente, para los meses de julio y agosto de 2001 la ANDI midió una utilización de capacidad instalada del 73,3%, en promedio, en tanto que Fedesarrollo, para un período similar, lo hizo en 66,3%. La cifra de la ANDI implica una reducción de la utilización de capacidad instalada del 3,3% frente al nivel observado el año pasado, en tanto que la cifra de Fedesarrollo implica una contracción del 4,9% (Gráfico 52).

Una reducción anual, clara y simultánea, de los dos indicadores de utilización de capacidad instalada no se presentaba desde mediados de 1999 cuando la economía se encontraba en plena recesión. A finales de 2000 y comienzos de 2001 también se observó alguna reducción en el indicador de la ANDI, pero en dicha oportunidad esta situación estuvo concentrada en el desplome de la utilización de capacidad instalada de la industria de bebidas, a raíz de la huelga que afectó a la más importante empresa del sector. Por el contrario, las cifras disponibles para el

GRÁFICO 52
UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA
(CIFRAS A AGOSTO DE 2001)



Fuente: ANDI y Fedesarrollo.

tercer trimestre muestran una caída generalizada en los niveles de utilización de capacidad por sectores, lo que sin duda es un mal síntoma para el crecimiento de los próximos meses y en especial para las perspectivas de la inversión en el sector industrial, pues todo parece indicar que la realizada el año anterior y en lo corrido del presente año está quedando subutilizada.

En términos de precios, sin embargo, lo anterior significa que no deberían presentarse presiones inflacionarias de demanda importantes en los próximos meses a nivel de los precios industriales, favoreciendo el cumplimiento de las metas de inflación de este año y del próximo.

E. SITUACIÓN FISCAL

1. Resultados del primer semestre de 2001

Al cierre del primer semestre, el sector público consolidado registró un déficit por \$2.446 mm, el cual representa 1,3% del PIB anual. Al igual que en el primer trimestre, este resultado se enmarca dentro de los términos del acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI), en el que se fijó como meta un déficit semestral por \$2.600 mm. Frente al primer semestre del año anterior se observa un deterioro de

la situación fiscal asociado al aumento del déficit del Gobierno Nacional Central y a la reducción del superávit fiscal del resto del sector público no financiero (Cuadro 9).

En relación con las finanzas del Gobierno Nacional Central, en el Cuadro 10, se observa cómo las rentas totales registraron un crecimiento anual de 22,5%, y los ingresos tributarios de 27,3%. Los impuestos más dinámicos fueron los de gasolina, transacciones financieras e IVA externo con crecimientos de 42,8%, 40,2% y 34,2%, respectivamente. El crecimiento del recaudo en el impuesto a la gasolina tiene origen en las contribuciones para la descentralización e hidrocarburos, las cuales a partir del año 2001 empezaron a contabilizarse en este rubro de ingreso. La dinámica de los otros dos impuestos se asocia al aumento de tarifas introducido por la reforma tributaria aprobada a finales del año anterior. Cuando se compara las cifras observadas con la proyección semestral de ingresos tributarios efectuada por el Confis, se observa un menor recaudo por algo más de \$400 mm. Este menor recaudo se concentra en los impuestos de renta y de IVA interno, los cuales se vieron afectados por la desaceleración de la actividad económica de la primera parte del año.

Por el lado de los gastos, los intereses de la deuda crecieron a una tasa anual de 29,4%, los de funcionamiento 17,0% y los de inversión 24,3%. Dentro de los pagos de funcionamiento, los servicios personales crecieron 16,5%, los gastos generales 71,4% y las transferencias 13,1%. La expansión del rubro de gastos generales está asociada a la adquisición de equipo militar que generó erogaciones por \$316 mm en el semestre. El préstamo neto ascendió a \$571 mm de los cuales se destacan las operaciones de crédito a través de la Cuenta Especial de Deuda Externa (CEDE) por \$358 mm y las operaciones de deuda garantizada por \$213 mm.

El financiamiento del déficit del gobierno provino en su mayor parte de recursos del crédito externo e interno y del traslado de utilidades del Banco de la República. El financiamiento externo neto alcanzó

CUADRO 9
DÉFICIT Y SUPERÁVIT DE OPERACIONES EFECTIVAS DEL PRIMER SEMESTRE 1/
SECTOR PÚBLICO CONSOLIDADO

Concepto	Miles de millones de pesos		Porcentaje del PIB	
	2000	2001	2000	2001
Eléctrico	317,0	408,0	0,2	0,2
Carbocol	142,0	0,0	0,1	0,0
FAEP	722,0	320,0	0,4	0,2
Ecopetrol	1.165,0	894,0	0,7	0,5
Telecom	(124,0)	(61,0)	(0,1)	0,0
Resto de entidades 2/	138,0	81,0	0,1	0,0
Seguridad Social	510,0	571,0	0,3	0,3
Regional y Local	771,0	(11,0)	0,5	0,0
Fondo Nacional del Café	(148,0)	27,0	(0,1)	0,0
1. Subtotal resto del sector público	3.493,0	2.229,0	2,1	1,2
2. Gobierno Nacional	(2.920,0)	(4.557,0)	(1,7)	(2,4)
A. Total sector público no financiero (SPNF) (1 + 2)	573,0	(2.328,0)	0,3	(1,2)
B. Pérdidas y ganancias de caja del Banco de la República	461,0	709,0	0,3	0,4
C. Pérdidas y ganancias de caja de Fogafin	(189,0)	56,0	(0,1)	0,0
D. Costo de la reestructuración financiera	(272,0)	(813,0)	(0,2)	(0,4)
E. Ajustes	(935,0)	(70,0)	(0,6)	0,0
F. Total sector público consolidado (A + B + C + D + E)	(362,0)	(2.446,0)	(0,2)	(1,3)

1/ Déficit (-) o Superávit (+).

2/ Incluye EPM y Emcali.

Fuente: Confis.

\$5.032 mm producto de desembolsos por \$7.596 mm y amortizaciones por \$2.564 mm. El financiamiento interno neto se ubicó en \$1.961 mm con desembolsos por \$6.519 mm frente a amortizaciones por \$4.558 mm. El traslado de utilidades del Banco de la República ascendió a \$1.452 mm. Las colocaciones de TES efectuadas durante el semestre alcanzaron \$6.265 mm de los cuales \$3.963 mm corresponden a inversiones convenidas y forzosas y \$2.303 mm a subastas.

2. Resultados fiscales del Gobierno Nacional Central a julio

Al finalizar julio el Gobierno Nacional Central acumulaba un déficit por \$5.196 mm el cual representa el 2,7% del PIB anual. Frente a la proyección anual para 2001 efectuada a finales del año anterior, se observaba una ejecución de 57,8% en los ingresos

y de 58,5% en los gastos. Por el lado de los ingresos, el nivel de ejecución alcanzaba el 61,1% en renta, 61,9% en IVA interno, 65,0% en gasolina, 56,7% en IVA externo y 53,7% en aduanas. Cuando se compara estos indicadores con el programa mensual de ingresos establecido por el gobierno, se evidencia un rezago en la ejecución del recaudo de aduanas y renta, cercano a los cuatro y cinco puntos porcentuales respectivamente. En menor medida también, se observa un rezago en la ejecución de los impuestos de IVA externo e interno, el cual se compensa parcialmente con el mayor nivel de ejecución del impuesto a la gasolina. Por el lado del gasto, las cifras revelan un nivel de ejecución de 71,5% en intereses, 55,9% en funcionamiento, 45,2% en inversión y 75,3% en préstamo neto. Al finalizar julio, los desembolsos de crédito externo alcanzan la meta establecida inicialmente para 2001

CUADRO 10
OPERACIONES EFECTIVAS DEL PRIMER SEMESTRE
GOBIERNO NACIONAL CENTRAL
(MILES DE MILLONES DE PESOS)

	Enero-Junio		Crecimiento anual
	2000	2001	
I. Ingresos totales (A + B + C + D)	11.459,0	14.041,0	22,5
A. Tributarios	10.276,0	13.082,0	27,3
Renta	4.727,0	5.834,0	23,4
IVA interno	2.667,0	3.361,0	26,0
IVA externo	1.123,0	1.507,0	34,2
Gravamen	833,0	1.044,0	25,3
Gasolina	404,0	577,0	42,8
Transacciones financieras	508,0	712,0	40,2
Otros	14,0	47,0	235,7
B. No tributarios	336,0	287,0	(14,6)
C. Fondos especiales	186,0	98,0	(47,3)
D. Recursos de capital	661,0	574,0	(13,2)
Rendimientos financieros	497,0	334,0	(32,8)
Excedentes financieros	80,0	99,0	23,8
Otros	84,0	141,0	67,9
II. Gastos totales (A + B + C + D)	15.696,0	18.922,0	20,6
A. Intereses	3.692,0	4.777,0	29,4
Externos	1.086,0	1.610,0	48,3
Internos	2.606,0	3.167,0	21,5
B. Funcionamiento	10.601,0	12.398,0	17,0
Servicios personales	1.916,0	2.232,0	16,5
Gastos generales	583,0	999,0	71,4
Transferencias	8.102,0	9.167,0	13,1
C. Inversión	946,0	1.176,0	24,3
D. Préstamo neto	457,0	571,0	24,9
III. Ajustes por causación	1.317,0	324,0	(75,4)
IV. Déficit (-) o Superávit (+) de caja (I - II + III) 1/	(2.920,0)	(4.557,0)	56,1
V. Financiamiento (A + B + C + D)	2.920,0	4.557,0	56,1
A. Crédito externo neto	1.974,0	5.032,0	154,9
Desembolsos	2.569,0	7.596,0	195,7
Amortizaciones	595,0	2.564,0	330,9
B. Crédito interno neto	2.677,0	1.961,0	(26,7)
Desembolsos	5.834,0	6.519,0	11,7
Amortizaciones	3.157,0	4.558,0	44,4
C. Utilidades del Banco de la República	516,0	1.452,0	181,4
D. Otros	(2.247,0)	(3.888,0)	73,0
VI. Déficit como porcentaje del PIB	(1,7)	(2,4)	40,1

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

CUADRO 11
RESULTADOS DE OPERACIONES EFECTIVAS A JULIO DE 2001 DEL
GOBIERNO NACIONAL CENTRAL
(MILES DE MILLONES DE PESOS)

	Enero-Julio	Proyección año completo	Porcentaje de ejecución
I. Ingresos totales (A + B + C + D)	16.558,0	28.644,0	57,8
A. Tributarios	15.263,0	25.532,0	59,8
Renta	6.406,0	10.488,0	61,1
IVA interno	4.284,0	6.926,0	61,9
IVA externo	1.770,0	3.121,0	56,7
Gravamen	1.229,0	2.287,0	53,7
Gasolina	679,0	1.044,0	65,0
Transacciones financieras	839,0	1.568,0	53,5
Otros	56,0	98,0	57,1
B. Ingresos no tributarios	294,0	337,0	87,2
C. Fondos especiales	121,0	589,0	20,5
D. Recursos de capital	880,0	2.186,0	40,3
Rendimientos financieros	371,0	815,0	45,5
Excedentes financieros	358,0	1.250,0	28,6
Otros	151,0	121,0	124,8
II. Gastos totales (A + B + C + D)	22.076,0	37.741,0	58,5
A. Intereses	5.379,0	7.523,0	71,5
Externos	1.733,0	3.241,0	53,5
Internos	3.646,0	4.282,0	85,1
B. Funcionamiento	14.669,0	26.234,0	55,9
Servicios personales	2.788,0	5.384,0	51,8
Gastos generales	1.075,0	1.631,0	65,9
Transferencias	10.806,0	19.219,0	56,2
C. Inversión	1.462,0	3.232,0	45,2
D. Préstamo neto	566,0	752,0	75,3
III. Ajustes por causación	322,0	996,0	32,3
IV. Déficit (-) o Superávit (+) (I - II + III) 1/	(5.196,0)	(8.101,0)	64,1
V. Financiamiento (A + B + C + D)	5.196,0	8.101,0	64,1
A. Crédito externo neto	5.170,0	4.113,0	125,7
Desembolsos	7.858,0	7.812,0	100,6
Amortizaciones	2.688,0	3.699,0	72,7
B. Crédito interno neto	2.235,0	4.474,0	50,0
Desembolsos	7.981,0	12.846,0	62,1
TES	7.673,0	11.900,0	64,5
Amortizaciones	5.746,0	8.372,0	68,6
C. Utilidades del Banco de la República	1.452,0	802,0	181,0
D. Otros	(3.661,0)	(1.288,0)	284,2
VI. Déficit como porcentaje del PIB	(2,7)	(4,3)	

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

y las colocaciones de TES ascienden a 64,5% del monto programado para el año (Cuadro 11).

Los porcentajes de ejecución de ingresos sugieren que la meta de recaudo establecida por el gobierno en su plan financiero podrían no cumplirse, especialmente en el caso del impuesto de renta. Por el lado de la ejecución del gasto no parecen existir problemas importantes en su ejecución, salvo en el rubro inversión. Sin embargo, los pagos por este concepto no son efectuados de manera regular a lo largo del año, por lo que es muy factible que el atraso en su ejecución se corrija en la segunda mitad del año.

Finalmente, es necesario anotar que el Confis planea modificar la proyección fiscal anual del gobierno, con

el fin de ampliar las metas de gasto y ajustar los ingresos de acuerdo con el comportamiento observado en el recaudo a lo largo del año. Estos cambios conducirían a un aumento de 4,3% a 5,0% del PIB en el déficit anual del gobierno y a una revisión de las fuentes de financiamiento¹². Esto implicaría una revisión de la meta de déficit del sector público consolidado acordada con el FMI para el año 2001, de 2,8% del PIB a 3,3%.

¹² Estas proyecciones no incluyen las consecuencias del reciente fallo de la Corte Constitucional sobre incremento salarial de los funcionarios públicos para este año. Al considerar las consecuencias de este fallo, los pagos por funcionamiento podrían reducirse cerca de \$300 mil millones, lo cual podría traducirse en un menor déficit del gobierno por 0,15% del PIB, siempre y cuando la totalidad de este monto se pueda ahorrar.

III

CONTEXTO INTERNACIONAL

A. ASPECTOS GENERALES

Durante el tercer trimestre, las perspectivas de crecimiento económico mundial se deterioraron. En este período, tanto las economías industrializadas como las emergentes exhibieron signos claros de desaceleración económica, los cuales se acentuaron después de los atentados terroristas en los Estados Unidos. En la actualidad, es claro que las dudas sobre la capacidad de defensa de la Unión Americana ante este tipo de ataques y la guerra contra el terrorismo liderada por este país, han deteriorado la confianza de inversionistas y consumidores disminuyendo seriamente las perspectivas de crecimiento mundial para el próximo año. Como consecuencia de ello, las nuevas previsiones de crecimiento para finales de 2001 y para 2002 son mucho más pesimistas que las realizadas en el trimestre anterior (Cuadro 12).

En los Estados Unidos, incluso antes de los atentados terroristas del 11 de septiembre, las principales variables de información hacían prever que esta economía había entrado en un período de recesión. Algo similar sucedió con los países de la zona del euro, en donde la actividad económica también se había resentido, aunque no lo suficiente como para hablar de recesión. Finalmente, en los últimos tres meses, se confirmaron las previsiones más negativas de crecimiento del Japón, y en la actualidad es claro que dicha economía se está contrayendo.

La crisis económica mundial como consecuencia de los hechos de septiembre ha agudizado los problemas de las economías emergentes. En particular, las

economías latinoamericanas, que enfrentaban riesgos importantes hace tres meses tal y como fue señalado en el anterior Informe sobre Inflación, los han visto crecer a raíz de dichos eventos. En el frente regional, la crítica situación financiera de Argentina y la fuerte desaceleración de las economías mejicana y la brasileña constituyen las fuentes principales de preocupación. A ello se suma, por su puesto, la desaceleración económica de los Estados Unidos, que podría afectar las balanzas de pagos de estos países, no solo por los menores volúmenes exportados sino también por la disminución de los precios del petróleo y de los principales productos básicos de exportación.

Si bien la desaceleración en el ritmo de crecimiento de los Estados Unidos ha estado acompañada de una disminución en la tasa de interés por parte del Federal Reserve Board (Fed), lo que es una situación favorable para las economías endeudadas como las latinoamericanas; analistas locales e internacionales coinciden en afirmar que este efecto no podrá contrarrestar el desempeño negativo de las menores exportaciones y su alcance sobre el nivel de crecimiento económico.

Teniendo en cuenta las proyecciones de crecimiento económico para los principales socios comerciales de Colombia, las cuales se explicarán detalladamente a continuación, el crecimiento global ponderado por volumen de comercio exterior colombiano al finalizar 2001, se estima, será de 1,7%, cifra menor en 0,7 puntos porcentuales que la prevista en el trimestre anterior (2,4%). Estas previsiones, sin embargo, solo consideran los efectos de los sucesos de septiembre de manera muy parcial, por lo que podrían corregirse a la baja en los próximos meses.

CUADRO 12
TASA DE CRECIMIENTO ANUAL Y PRONÓSTICOS PARA LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS
SOCIAS COMERCIALES DE COLOMBIA (*)

	2000	2001	2002
Mundo	3,8	1,1	3,2
Estados Unidos	5,0	0,9	0,7
Zona del euro	3,5	1,5	1,4
Japón	1,5	(0,7)	(1,4)
América Latina			
Argentina	(0,5)	(1,5)	0,4
Brasil	4,5	1,3	1,0
Chile	5,5	3,3	3,3
Ecuador	1,9	6,0	3,0
México	6,9	0,0	3,1
Perú	3,1	(0,3)	3,0
Venezuela	3,2	2,9	1,6
Colombia	2,8	2,3	3,4

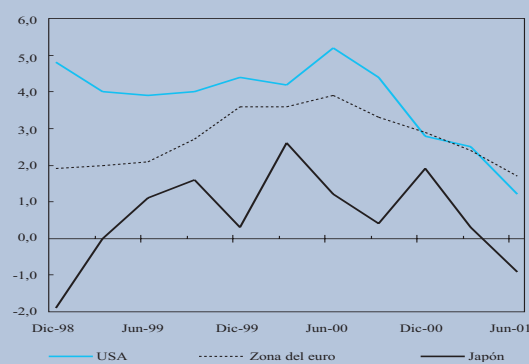
(*) Pronósticos realizados por J. P. Morgan el 28 de septiembre de 2001.

1. Los Estados Unidos

Durante el segundo trimestre del año, la desaceleración económica en los Estados Unidos se acentuó. En este período, el PIB real reportó una tasa de crecimiento anual de 1,2%, cifra significativamente menor que el 2,5% alcanzado en el primer trimestre (Gráfico 53). A nivel general, todos los componentes de la demanda agregada registraron desaceleraciones importantes, siendo especialmente seria la caída exhibida por la inversión privada no residencial y las exportaciones. No obstante lo anterior, los consumos privado y público continuaron creciendo a tasas positivas.

En cuanto al crecimiento para el tercer trimestre del año, es muy probable que éste sea negativo, algo que se esperaba incluso antes de los atentados terroristas del 11 de septiembre. A la fecha, todo parece indicar que la economía de los Estados Unidos entró en un período de recesión. En su reporte del 19 de septiembre, el Fed¹³ señaló que durante agosto y principios de septiembre, los 12 distritos económicos en los que esta entidad divide a la Nación, registraron una dis-

GRÁFICO 53
TASA DE CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB
(PORCENTAJE)



Fuente: Bloomberg.

minución en la actividad manufacturera y un crecimiento débil en las órdenes de pedidos. El índice NAPM¹⁴ también permite inferir que la actividad manufacturera continuó decreciendo al completar, a finales de septiembre, 14 meses consecutivos por debajo de los 50 puntos. El Fed también llamó la aten-

¹³ Información obtenida del "Beige Book" del Fed. Los datos de este Informe fueron recopilados antes del 10 de septiembre de 2001.

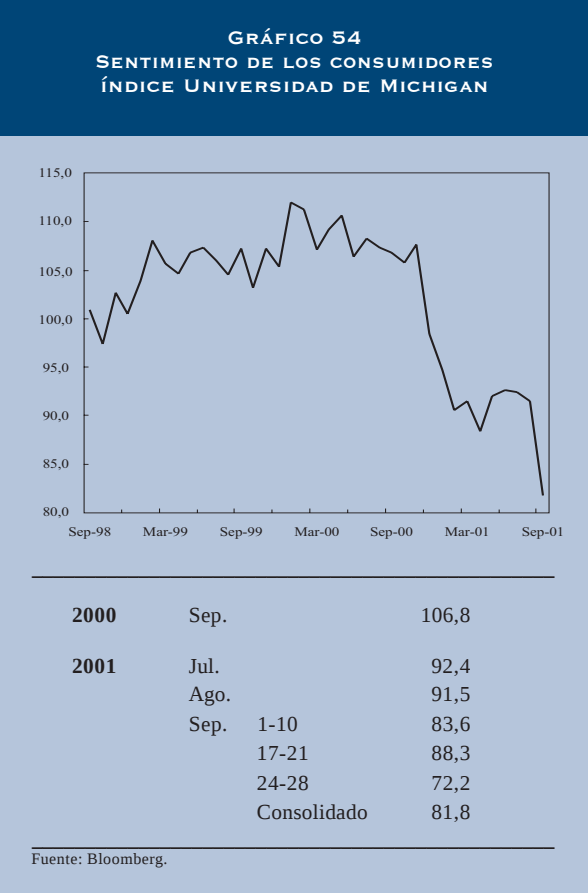
¹⁴ Cuando este índice se sitúa por debajo de los 50 puntos es interpretado como una contracción de toda la economía.

ción sobre la reducción del consumo en la mayor parte del país y sobre el relajamiento del mercado laboral en todos los distritos de la Nación. Finalmente, la tasa de desempleo en los Estados Unidos continuó aumentando rápidamente, al situarse en 4,9% a finales de agosto, 0,4 puntos porcentuales por encima de la tasa registrada en julio.

En opinión del Fed, si bien la perspectiva económica a largo plazo del país no se debilitó significativamente tras los atentados terroristas del 11 de septiembre, el grado de incertidumbre acerca del corto y mediano plazos sí se incrementó en gran medida, lo cual podría repercutir negativamente sobre el gasto de consumo. De acuerdo con el Fed y diversos analistas internacionales, el principal riesgo que enfrenta la economía estadounidense en la actualidad lo constituye una caída pronunciada del consumo en el corto plazo, lo que se traduciría en una disminución de la actividad económica en general.

Los temores del Fed respecto al debilitamiento del consumo se ven confirmados por el comportamiento reciente del índice de confianza de los consumidores medido por la Universidad de Michigan. Este índice brinda información acerca de cómo reaccionaron los consumidores antes, durante y después de los atentados. Como se observa en el Gráfico 54, durante la primera semana después del atentado terrorista, el índice registró un incremento de 4,7 puntos. Sin embargo, durante la cuarta semana de septiembre, el índice de confianza de los consumidores retrocedió 16,1 puntos. Para la totalidad del mes, el índice se situó en 81,8 puntos, su nivel más bajo desde noviembre de 1993.

Dado que gran parte del ahorro de los consumidores norteamericanos se concentra en acciones, otra variable que puede ayudar a medir el efecto de los atentados terroristas sobre el gasto es el comportamiento de las bolsas de valores de ese país. Desde su reapertura el 17 de septiembre, los principales índices de la Bolsa de Valores de los Estados Unidos, registraron cinco días consecutivos de caídas importantes. Si bien, en las siguientes semanas ha habido



alguna corrección de esta tendencia, en parte, como respuesta a los anuncios del gobierno para reactivar la economía, ésta no logró compensar las pérdidas iniciales. En la actualidad, las malas noticias en materia de crecimiento económico y las expectativas sobre el éxito de la campaña militar en Medio Oriente continúan frenando la recuperación de los índices bursátiles. En la medida que los mercados financieros permanezcan volátiles, los balances corporativos podrían presentar pérdidas adicionales, afectando por esta vía, el consumo privado y la inversión de capital.

Pese al pesimismo reinante, diversos analistas internacionales esperan que el actual período contraccionista de la economía estadounidense sea de corta duración. En general, se espera que a partir de la segunda mitad de 2002, o incluso antes, la economía norteamericana presente signos de recuperación.

El optimismo anterior se basa en la posible implementación de políticas macroeconómicas destinadas a estimular el consumo y la inversión privada. Entre las nue-

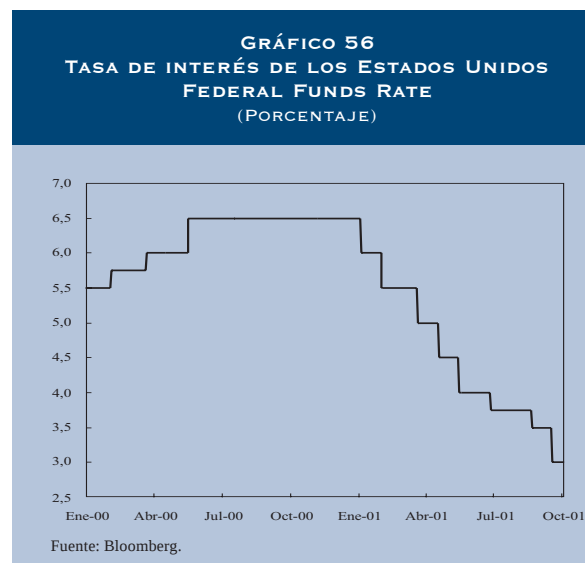
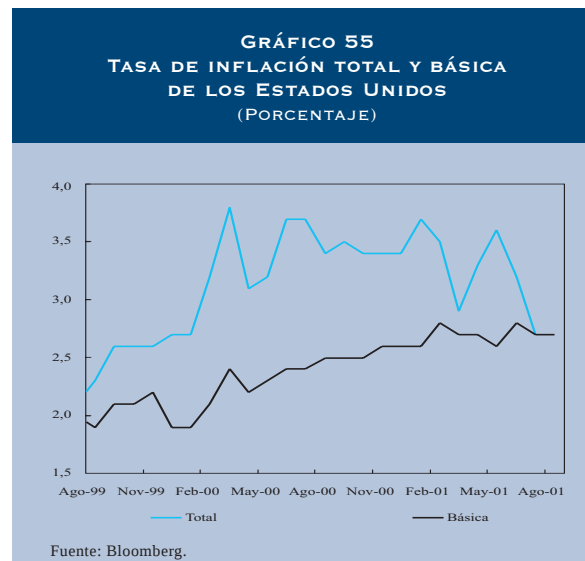
vas políticas que se adopten se encuentra un incremento en el gasto del gobierno y el recorte de impuestos. Cálculos preliminares de analistas internacionales estiman que estas políticas fácilmente podrían superar los US\$100 billones. El efecto directo de esta inyección de capital a la economía norteamericana podría incrementar en un punto porcentual el crecimiento real del PIB, sin considerar el aumento adicional en el crecimiento debido a los efectos multiplicadores.

A los estímulos fiscales se suma el probable relajamiento de la política monetaria, el cual debe constituirse en una fuente de apoyo adicional a los mercados financieros y a la actividad económica. El buen comportamiento de la inflación ha otorgado mayor margen de maniobra al Fed. En julio, el crecimiento anual de los precios al consumidor fue 2,7%, sustancialmente inferior al registrado en los primeros meses del año (Gráfico 55). Por razón de la menor inflación reportada y de la disminución en las expectativas de inflación, el 21 de agosto el Fed decidió reducir en 25 pb su tasa de intervención.

Antes del 11 de septiembre, el mercado financiero y diversos analistas internacionales preveían que este recorte en la tasa de interés fuese el último del año. Sin embargo, ante los atentados terroristas ocurridos en Nueva York y Washington y en un intento por restablecer la confianza en los inversionistas, el pasado 17 de septiembre el Fed redujo en 50 pb su tasa de intervención y la situó en 3,0%.

En vista de que la economía está atravesando un período de recesión y de que en el corto plazo, la inflación no constituye un peligro para el manejo macroeconómico de los Estados Unidos, diversos analistas internacionales prevén un recorte de 50 pb en la tasa de intervención por parte del Fed a principios de octubre (Gráfico 56)¹⁵. De confirmarse estas previsiones, la tasa de intervención de los Estados Unidos se situaría en 2,5%, la menor tasa observada desde 1962. Tampoco se descartan reducciones

¹⁵ El Fed redujo, efectivamente, la tasa 50 pb el 2 de octubre de 2001.



adicionales en lo que resta del año de profundizarse las perspectivas negativas de la economía.

Así las cosas, se espera que la economía norteamericana se contraiga en lo que resta del año y a comienzos del próximo. Pero se prevé que la misma logre recuperarse en el segundo semestre del próximo año y que para el cuarto trimestre de 2001 alcance un crecimiento anual que podría fluctuar, alrededor del 0,9% (Cuadro 12).

2. Zona del euro

En el segundo trimestre de 2001, el crecimiento anual del PIB en los 12 países de la zona del euro fue 1,7%,

cifra significativamente menor que el 2,4% registrado en el primer trimestre (Gráfico 53). Una vez más, el motor de dicho crecimiento lo constituyó el gasto de consumo privado, el cual ha exhibido una fuerte recuperación en el primer semestre, estimulado por los recortes de impuestos y por la menor inflación observada en la región. Sin embargo, el empeoramiento en las condiciones económicas globales, ocasionó que las exportaciones de la región reportaran nuevamente una fuerte desaceleración en junio. Por su parte, las importaciones registraron un crecimiento anual negativo, fruto del deterioro del gasto de inversión y de la reducción de las existencias en la zona del euro.

En lo que respecta a la actividad económica durante el segundo semestre del año, la mayoría de las variables de información de la región hace prever un crecimiento económico lento. La producción industrial en la zona del euro durante julio, registró un crecimiento anual de -1,1%, siendo el quinto resultado negativo de los siete primeros meses de 2001 y ubicando a la producción industrial aproximadamente 6,0% por debajo del nivel observado en diciembre. En agosto, los indicadores de confianza de los consumidores y de los inversionistas reportaron un retroceso adicional, reflejando así, la percepción negativa de las condiciones económicas por parte de los agentes, incluso antes de los atentados terroristas en los Estados Unidos. Adicionalmente, el desplome de las bolsas europeas registrado hacia finales de septiembre, podría deprimir las ganancias corporativas en lo que resta del año, afectando negativamente el ingreso de los hogares y el gasto de inversión.

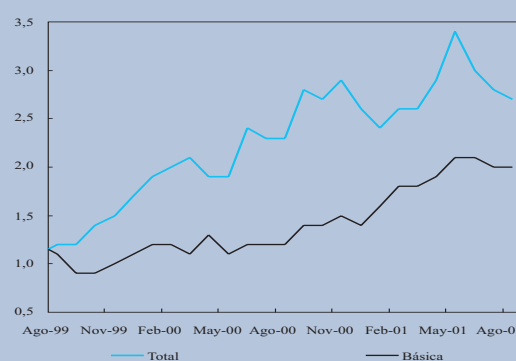
En materia de precios, en los últimos meses, la inflación en la zona del euro ha registrado descensos sustanciales, después de haber presentado repuntes importantes durante los primeros cinco meses del año. Es así como en julio y agosto de este año, el crecimiento anual del IPC fue de 2,8% y 2,7%, respectivamente (Gráfico 57). Estos menores incrementos en los precios al consumidor de la región obedecen, en gran parte, a la disminución en los precios de los energéticos, así como también, a la relajación de las presiones inflacionarias por el lado de la demanda.

Adicionalmente, otro factor que podría contribuir a la moderación de las presiones inflacionarias es la

reciente revaluación de la tasa de cambio. Hasta mediados de septiembre, el euro frente al dólar había presentado una devaluación constante. Sin embargo, a raíz de los atentados terroristas, los inversionistas buscaron refugio en el euro, aumentando su demanda y conduciendo a una ligera revaluación de la moneda europea frente al dólar (Gráfico 58).

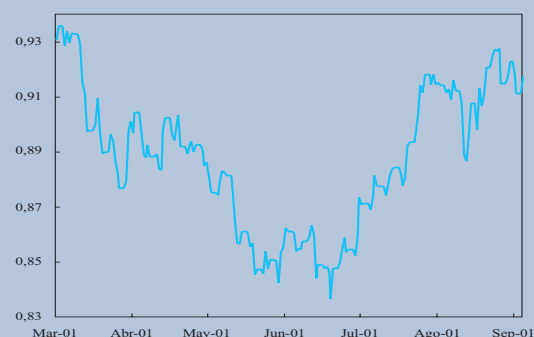
Finalmente, la moderación salarial de los últimos años y las menores expectativas de inflación por parte de los agentes económicos, son otras circunstancias que han incrementado la probabilidad de que la zona del euro registre una tasa de inflación inferior al 2,0% en el mediano plazo.

GRÁFICO 57
INFLACIÓN TOTAL Y BÁSICA
ZONA DEL EURO
(PORCENTAJE)



Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO 58
TASA DE CAMBIO DE LA ZONA DEL EURO
(EUROS POR DÓLAR)



Fuente: Bloomberg.

Consecuentemente con los resultados en materia de inflación, tasa de cambio y crecimiento en los últimos meses, el Banco Central Europeo (BCE) redujo el pasado 30 de agosto su tasa de intervención en 25 pb. Posteriormente, y ante los ataques terroristas registrados en los Estados Unidos, el BCE realizó varias operaciones de “ajuste fino de provisión de liquidez” en un intento por estabilizar los mercados financieros. De igual manera, y con el propósito de reanimar la confianza de los inversionistas, el 17 de septiembre, el BCE disminuyó su tasa de interés en 50 pb, ubicando así, este instrumento monetario en 3,75%.

Para el corto plazo, diversos analistas internacionales, esperan que la autoridad monetaria europea continúe con los recortes en la tasa de interés en vista de que no se prevén cambios en las tendencias de la inflación y de que el deterioro de las condiciones externas debe mantenerse. Así mismo, es claro que la estricta política monetaria adoptada por dicha institución desde noviembre de 1999 contuvo el crecimiento económico de la región. Así las cosas, es posible que se observen nuevas reducciones en la tasa de intervención del BCE y que a principios de 2002 ésta se sitúe cerca del 3,0% (Gráfico 59).

Finalmente, a pesar del reciente y esperado relajamiento de la política monetaria ejecutada por el BCE, la estimación de crecimiento para finales del año en la actualidad es menor que la prevista tres

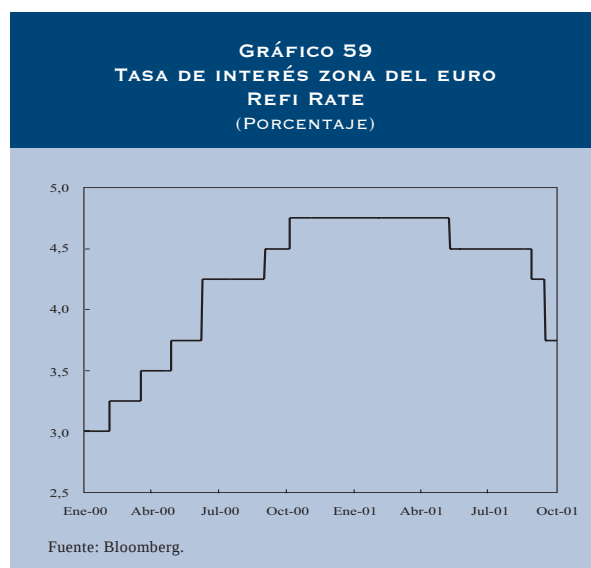
meses atrás. La previsión de crecimiento anual del PIB para los 12 países de la zona del euro es 1,5%, menor en 1,0 puntos porcentuales que la presentada en el anterior Informe sobre Inflación.

3. Japón

En lo corrido del año, la situación económica japonesa ha empeorado, a tal punto que, diversos analistas internacionales consideran que este país entró en la cuarta recesión de los últimos 10 años. En particular, durante el segundo trimestre, el crecimiento anual del PIB fue -0,9%, menor que el 0,3% registrado al final del primer trimestre de 2001 (Gráfico 53). A pesar de que el consumo de los hogares registró un crecimiento trimestral positivo en este período, permaneció en niveles bajos, reflejando el deterioro en los ingresos y la incertidumbre generada por el incremento en la tasa de desempleo (esta tasa alcanzó en agosto el 5%, la mayor observada desde 1960). Al mismo tiempo, la inversión fija privada continuó su disminución, evidenciando el deterioro de las condiciones económicas tanto regionales como globales, y las exportaciones netas reales presentaron un crecimiento anual negativo como resultado del enfriamiento de la economía global y de la menor demanda externa de bienes relacionados con la tecnología.

La mayoría de las variables de información disponibles a la fecha señalan un debilitamiento en las tendencias de crecimiento y además, sugieren que la economía japonesa todavía no ha tocado fondo. Indicadores líderes como la confianza de los inversionistas y el crédito privado continuaron disminuyendo. Algo similar sucedió con las órdenes de maquinaria y la construcción residencial durante julio. La producción industrial durante agosto registró un crecimiento anual de -11,7%. Finalmente, la mayoría de los indicadores del consumo privado, permaneció dentro de terreno negativo y exhibió un debilitamiento en su tendencia.

Ante los pobres resultados analizados en materia de crecimiento económico, el nuevo gobierno anunció en septiembre la futura puesta en marcha de las reformas estructurales reclamadas por diferentes sectores de la economía. Dicho paquete de reformas



incluye la eliminación de los préstamos no ejecutables (*non-performing loans*) por parte del sistema financiero, el monitoreo al sistema financiero en dicho proceso y planes para motivar la movilidad laboral, entre otras medidas. No obstante, en el corto plazo, estas medidas podrían tener un impacto negativo sobre el crecimiento económico y el empleo y desencadenar una pronunciada espiral deflacionaria, por lo que diversos analistas no consideran factible que dichas medidas se ejecuten.

En materia de inflación, tanto el crecimiento anual de los precios al consumidor como las medidas de inflación básica continuaron siendo negativas, y se prevé que dichas tendencias se mantengan, por lo menos, en el corto plazo (Gráfico 60). Esta situación ha hecho posible que el Banco Central del Japón suavice su estrategia de política al incrementar a más de 6 trillones de yenes su meta monetaria y al disminuir de 0,25% a 0,10% su tasa de interés, entre otras medidas, para ampliar la liquidez. En opinión de diversos analistas internacionales, dichas medidas no tendrán un impacto significativo en la economía, por lo que se espera que continúen las presiones por parte del gobierno para que el Banco Central ejecute una política monetaria aún más relajada.

Finalmente, y en razón de lo expuesto anteriormente, las perspectivas de crecimiento para la economía japonesa en el mediano plazo son negativas. Así, se

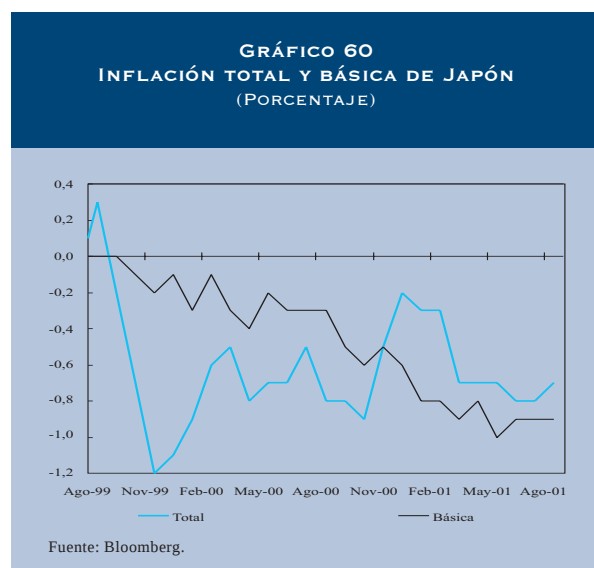
espera que esta economía alcance un crecimiento cercano al -0,7% en 2001, previsión inferior, en 1,6 puntos porcentuales al crecimiento previsto en el Informe sobre Inflación anterior.

4. América Latina

Durante el tercer trimestre de 2001, las perspectivas de crecimiento económico para los países latinoamericanos han sufrido un deterioro significativo. En el frente externo, el enfriamiento de la economía mundial, mayor que el previsto en el pasado informe, sin lugar a dudas, reducirá la demanda externa afectando negativamente las exportaciones regionales y contrayendo los precios de los productos básicos de exportación. Por su parte, la reducción observada y la esperada en las tasas de interés externas no compensarán este menor crecimiento, en parte, porque no se considera factible que dichas reducciones se extiendan a las tasas de interés domésticas. Adicionalmente, en el frente interno, la fuerte desaceleración económica brasileña y los problemas financieros de Argentina constituyen un importante riesgo para la región, debido al posible efecto contagio.

En lo que resta del año, esta serie de factores negativos podría traducirse en una disminución de los flujos de capitales, con el consecuente debilitamiento de las balanzas de pagos de los países y la mayor devaluación de sus monedas. Al mismo tiempo, esto podría aumentar las presiones sobre las tasas de interés, obligando a realizar un endurecimiento de la política fiscal que, a su vez, frenaría el ritmo de crecimiento.

Al igual que en el informe anterior, el mayor riesgo para la estabilidad de la región sigue proviniendo de la situación financiera argentina. A pesar de que el siete de septiembre el FMI confirmó el paquete de préstamos adicionales que recibirá este país, y que el Congreso argentino aprobó la “ley de déficit cero”, mediante la cual el gobierno se compromete a no gastar más de lo que recauda, analistas internacionales dudan acerca de la efectividad de estas políticas. Esta percepción negativa se ha reflejado ampliamente en el costo del endeudamiento externo argentino, el cual se incrementó a niveles sin precedentes du-

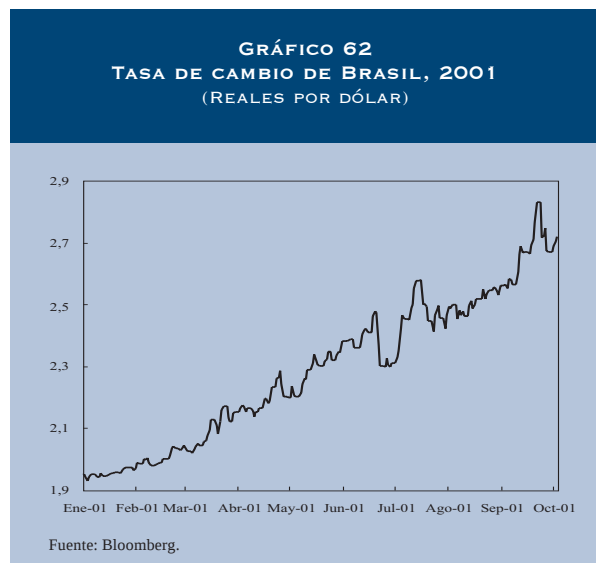
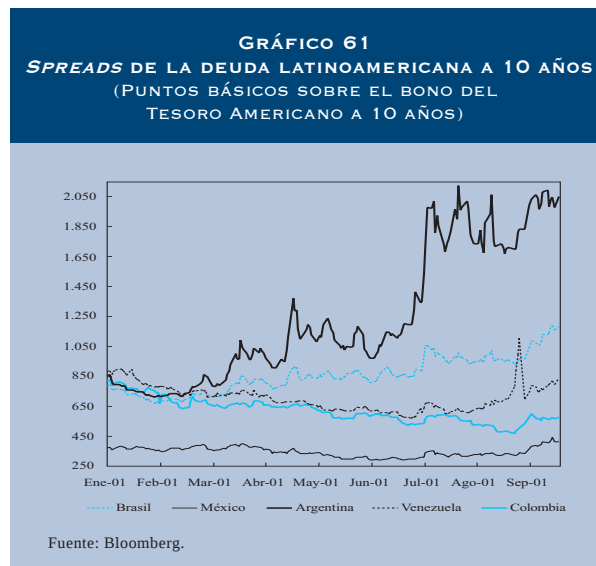


rante el tercer trimestre. En promedio, a septiembre, el *spread* de la deuda soberana argentina a 10 años se situó 730 pb por encima del promedio registrado durante el segundo trimestre. De igual forma, el primero de agosto, el costo de los bonos soberanos argentinos a 10 años alcanzó la cifra récord de 2.124,7 pb por encima de los bonos del Tesoro Norteamericano (Gráfico 61).

Por otra parte, el menor nivel de actividad económica, debilitó considerablemente el recaudo de impuestos, lo cual podría obligar a una reducción adicional y más drástica del ya menguado gasto público, si se pretende cumplir con la medida de “déficit cero”. Esto, por supuesto, reduce aún más las perspectivas de crecimiento de los próximos trimestres, lo que pone en tela de juicio la consistencia del programa de estabilización. En la actualidad, para 2001 se espera una tasa de crecimiento anual de -1,5%, cifra menor que la prevista tres meses atrás.

La inestabilidad argentina ha tenido y seguirá teniendo profundas repercusiones en la economía brasileña dado el tamaño de su comercio bilateral. El efecto más notorio ha sido sobre la tasa de cambio y el costo de endeudamiento externo (Gráfico 61). A la situación externa se ha sumado la crisis política y energética por la que atraviesa el país, la cual además ha desembocado en un efecto negativo sobre la balanza de pagos y las perspectivas de crecimiento económico.

La combinación de todos estos choques ha debilitado al real, a tal punto que a finales de septiembre, la devaluación anual alcanzó una tasa anual de 44,7%, ejerciendo una fuerte presión sobre los tipos de interés y la tasa de inflación (Gráfico 62). Por razón de lo anterior, el Banco Central de Brasil ha expresado dudas acerca de su capacidad para cumplir la meta de inflación en 2002. En el corto plazo, se prevé un endurecimiento adicional de la política monetaria y fiscal, estrategia que definitivamente afectará negativamente al crecimiento económico. Se espera que a finales de 2001, Brasil registre un crecimiento real anual de 1,3%, proyección menor que la presentada el trimestre anterior.



En cuanto a la economía mejicana, ésta continuó desacelerándose, a juzgar por el incremento en la tasa de desempleo, y la contracción de la demanda doméstica y del crédito real al sector privado. La desaceleración económica de los Estados Unidos y los menores precios del petróleo hacen más preocupante este panorama. Gracias a la restrictiva política monetaria adoptada por el Banco de México, se espera que la inflación a finales de año se ubique en niveles bajos, lo que ayudará a que las tasas de interés se mantengan estables. Adicionalmente, el gobierno ha manifestado su compromiso con la reforma fiscal y las menores metas de inflación para 2002 y 2003, hecho que ha influido negativamente en las expectativas de crecimiento

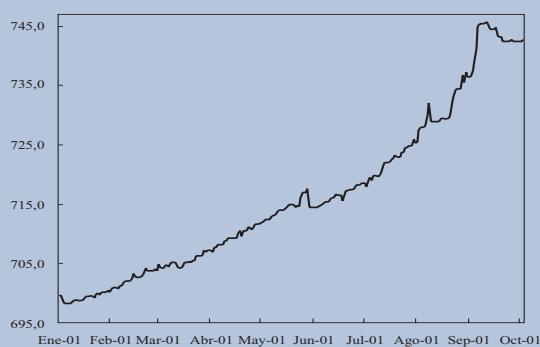
para el presente año. Se espera que México alcance una tasa de crecimiento nula durante todo 2001.

Respecto a los países andinos, sus previsiones de crecimiento también fueron revisadas a la baja. A pesar de que las menores tasas de interés de los Estados Unidos y la zona del euro podrían tener un efecto positivo no despreciable sobre el costo del endeudamiento externo de estos países, el menor crecimiento mundial ha reducido sus niveles de exportación y los precios de sus productos básicos de exportación, incrementando las presiones sobre las tasas de cambio y los tipos de interés y por este canal, debilitando sus condiciones financieras y económicas.

En Venezuela, a pesar de que el PIB real registró una tasa anual de 2,9% durante el segundo trimestre del año, las perspectivas de crecimiento económico sufrieron un deterioro importante en los últimos meses. Los principales indicadores económicos del tercer trimestre señalan una desaceleración importante de la economía en este período. A ello se suma la caída del precio del petróleo, la cual, de mantenerse, afectará drásticamente el crecimiento del país para el próximo año. Debe tenerse en cuenta que el 80% de las exportaciones venezolanas están directamente relacionadas con el sector petrolero y que el 50% de los ingresos totales del gobierno provienen de dicho sector. Adicionalmente, una disminución en los precios del petróleo afectaría la recaudación de impuestos no petroleros, debido a que los menores ingresos del sector exportador petrolero disminuyen la demanda doméstica, menguando el nivel de la actividad económica a nivel general.

En los últimos meses, el gobierno venezolano ha anunciado la imposición de restricciones a cierto tipo de importaciones, nuevos límites a las tenencias de moneda extranjera por parte de los bancos, una reforma agraria y un impuesto adicional a la renta. Estas medidas generaron un drástico incremento en la salida de capitales del país en los últimos meses, hecho que presionó la devaluación de la tasa de cambio (Gráfico 63). Para frenarla, el Banco Central de Venezuela aumentó la tasa de interés. Sin embargo, esta política no contuvo los ataques especulativos, por lo

GRÁFICO 63
TASA DE CAMBIO DE VENEZUELA, 2001
(BOLÍVARES POR DÓLAR)



Fuente: Bloomberg.

que las reservas internacionales han continuado disminuyendo. A la inestabilidad cambiaria se suma los anuncios sobre una reforma impositiva que busca controlar el déficit fiscal de los próximos años y el cual amenaza convertirse en inmanejable.

Por supuesto, todos estos factores contribuyen a minar aún más la confianza de inversionistas y empresarios en el país, reduciendo las perspectivas de crecimiento en el mediano plazo. Previendo lo anterior, analistas internacionales esperan que el crecimiento del PIB real en este país alcance una tasa de crecimiento de 2,9% al finalizar el año y de sólo 1,6% para 2002, muy por debajo de los crecimientos promedios presentados en el informe anterior.

Respecto a Ecuador, se espera que continúe exitosamente con su proceso de recuperación económica. Las últimas cifras del PIB señalan que esta economía, durante el segundo trimestre del año, alcanzó un crecimiento real anual de 6,8%, el cual fue auspiciado, principalmente, por la recuperación de su demanda doméstica. Para el segundo semestre del año, este ritmo de crecimiento podría frenarse un poco si las presiones del FMI acerca de la ejecución de la reforma fiscal y financiera fuerzan al gobierno ecuatoriano a efectuar recortes adicionales en el gasto público. Adicionalmente, el menor precio del petróleo podría afectar los ingresos exportadores, conduciendo a una desaceleración de la demanda doméstica y de

los ingresos fiscales. No obstante lo anterior, dada la cercanía del próximo proceso electoral, se espera que el gobierno sea cauto en el momento de disminuir el gasto público o incrementar los impuestos.

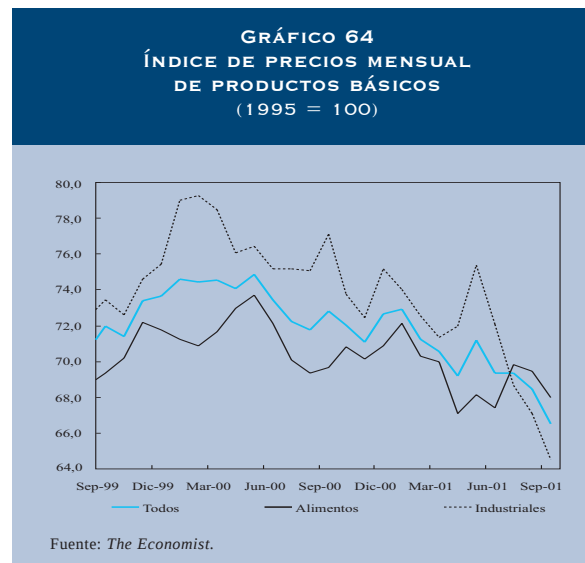
En el corto plazo, se prevé que el crecimiento económico ecuatoriano continuará gracias a la mayor inversión privada, a la fuerte inversión pública sostenida por la construcción de un nuevo oleoducto, a la recuperación de la demanda doméstica y al exitoso proceso de dolarización. En tal sentido, esta economía podría finalizar el año con una tasa de crecimiento que fluctúe alrededor del 6,0%. Para el próximo año, sin embargo, se espera un crecimiento menor (3,0%) como resultado de la desaceleración de la economía mundial.

B. PRECIOS DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS

1. Evolución general y proyecciones para 2001

Durante el tercer trimestre de 2001, los precios de los principales productos básicos mantuvieron la tendencia 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 4,1% entre junio y septiembre pasados, ubicándose este último mes 8,7% por debajo del nivel observado en septiembre de 2000 (Gráfico 64).

La caída de los precios internacionales de los productos básicos en el tercer trimestre del año se registró principalmente en el grupo de bienes industriales. En este período el subíndice de precios de los bienes industriales cayó 10,5%, situándose en septiembre pasado 16,3% por debajo del nivel registrado un año atrás. Esta caída en el subíndice de industriales es consecuencia de la fuerte reducción del índice de metales (10,8% entre junio y septiembre de este año y 23,3% respecto a igual mes del año anterior) lo cual puede atribuirse a la desaceleración de la economía mundial. En contraste, el subíndice de precios de los alimentos aumentó en el trimestre 0,8%, crecimiento que no impidió que el subíndice se ubicara



en septiembre pasado 2,4% por debajo del nivel observado en el mismo mes del año 2000.

Para Colombia, se ha construido un índice a partir de los precios internacionales de los principales productos exportados observados (café, petróleo, ferroníquel, azúcar, carbón y banano)¹⁶, y de sus proyecciones para todo el año 2001¹⁷. Con los precios observados al tercer trimestre, para todo el año 2001 se espera que el índice disminuya 9,8%, caída mayor que la pronosticada al finalizar el segundo trimestre del año (8,7%) (Gráfico 65). Este cambio en el pronóstico se debe principalmente a las menores proyecciones en el precio del petróleo, del café y del azúcar.

En el caso del café y el azúcar, se espera un menor precio que el previsto hace tres meses debido a incrementos en la oferta mundial. La disponibilidad de azúcar en el mundo ha aumentado por las mayores exportaciones realizadas por parte de Brasil, estimuladas por la devaluación del real frente al dólar. En cuanto al café, sus inventarios en los países consumidores siguen siendo altos, por lo cual no se espera una recuperación en el precio internacional del grano en el corto plazo.

¹⁶ Estos bienes corresponden al 51% del total de las exportaciones colombianas.

¹⁷ Los pronósticos presentados se basan en información proporcionada por el FMI y los gremios exportadores.

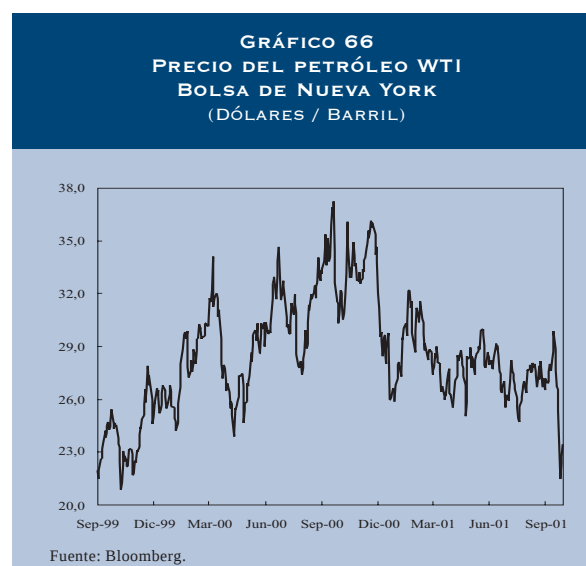
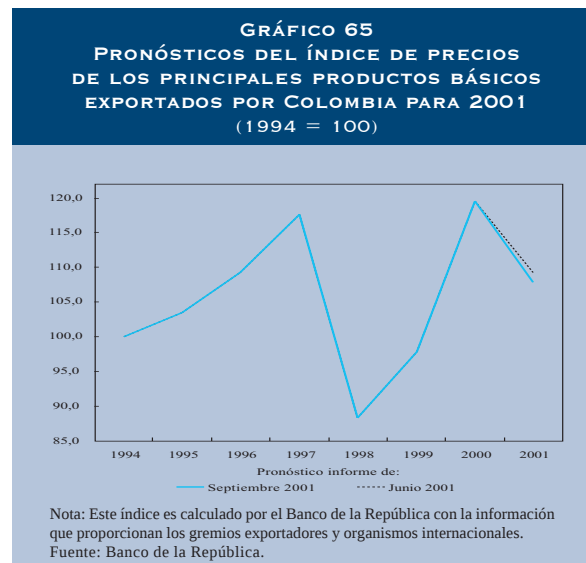
Por el lado del petróleo, en este informe se espera un menor precio para 2001 que el previsto hace tres meses. Esto como consecuencia de una desaceleración de la economía mundial superior a la inicialmente prevista y dada la alta confianza que tiene el mercado en el compromiso recientemente adquirido por la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), de mantener la demanda abastecida en caso que se presenten conflictos en el Medio Oriente.

2. El petróleo

Las políticas adoptadas por la OPEP tendientes a estabilizar los precios del crudo siguieron teniendo éxito durante gran parte del tercer trimestre como lo demuestra el hecho de que el precio del petróleo fluctuó dentro de los niveles definidos por la organización en su mecanismo de bandas¹⁸. Sin embargo, luego del repunte momentáneo registrado en la semana del 11 de septiembre, como consecuencia de los ataques terroristas en los Estados Unidos, el precio del crudo descendió sorpresivamente y una semana después había caído 27,9%, alcanzando US\$21,5 por barril el 24 de septiembre (Gráfico 66).

Durante la última semana de septiembre, el precio promedio del barril de petróleo fue de US\$22,3, siendo el más bajo desde finales de 1999. Este marcado descenso en el precio del crudo se atribuye, principalmente, a dos factores. En primer lugar, a la reducción en la demanda de crudo por la desaceleración de la economía mundial, y especialmente, a la de los Estados Unidos, luego de los ataques terroristas del 11 de septiembre. En segundo lugar, al compromiso adquirido por la OPEP con los Estados Unidos para mantener el mercado abastecido en caso de que el conflicto disminuya la oferta mundial de petróleo. Este anuncio se ratificó en la reunión del 28 de septiembre, cuando los países miembros de la OPEP decidieron mantener la producción diaria definida desde el primero del mismo mes (23,2 millones de barriles diarios)¹⁹.

¹⁸ 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 comportamiento del precio del crudo en lo que resta del año depende, por una parte, de las decisiones que adopte la OPEP con relación a la cuota de producción diaria y, por otra, del desarrollo de las acciones anti-terroristas de los Estados Unidos en el Medio Oriente. Es posible que la OPEP decida recortar la producción diaria de crudo antes de la próxima reunión programada para el 14 de noviembre, si el mercado no logra estabilizar el precio y éste sigue descendiendo. La OPEP está actualmente en una situación difícil, ya que debe decidir entre cumplir el compromiso pacta-

¹⁹ El 25 de agosto la OPEP decidió recortar la producción de crudo por tercera vez en el año. El recorte se hizo a partir del 1 de septiembre en una magnitud de un millón de barriles diarios.

do con los Estados Unidos o defender el mecanismo de bandas fijado desde marzo de 2000.

En opinión de diversos analistas, es poco probable que el precio del crudo alcance, durante el último trimestre, los niveles registrados en enero y febrero del presente año (US\$28). Esto es respaldado por el comportamiento de los precios de los contratos a futuro en la bolsa de Nueva York, los cuales han seguido la evolución de los precios del petróleo durante el trimestre. El descenso de los precios del crudo registrado durante la última semana de septiembre se ve reflejado en los contratos a futuro de uno, seis y 12 meses (Gráfico 67). Para el 24 de septiembre, estos se cotizaban a US\$22.0, US\$22.7 y US\$21.9, respectivamente, muy por debajo de los niveles alcanzados una semana atrás luego de los ataques terroristas del 11 de septiembre (US\$28.8, US\$27.8 y US\$25.6). Así, de los contratos a seis y 12 meses se desprende que el mercado espera para el corto plazo, precios inferiores a los observados durante la mayor parte de 2001.

Sin duda alguna, la incertidumbre actual es mayor que la usual, por lo que resulta difícil prever cuál va a ser el comportamiento del precio del crudo con un margen de confianza razonable, incluso en lo que resta del año. Sin embargo, si las condiciones actuales del mercado se mantienen, el precio del crudo debería ubicarse, en el cuarto trimestre de 2001, en niveles inferiores a los registrados durante el tri-

mestre anterior. De esta forma, el precio del petróleo en el último trimestre del año podría estar, en promedio, entre US\$22 y US\$23 por barril, lo cual implicaría que durante el año el precio promedio del crudo será, alrededor de US\$26 por barril, ligeramente inferior al contemplado en el Informe sobre Inflación del pasado junio.

3. El café

A pesar de la puesta en marcha del “Plan de retención del café”²⁰ por parte de la Asociación de Países Productores de Café (APPC)²¹ en junio del año anterior, el precio internacional del grano no ha logrado recuperarse y durante el tercer trimestre mantuvo su tendencia descendente. Entre julio y septiembre, la cotización del café colombiano fue, en promedio, US\$71,0 centavos/libra, 9% menor que el precio promedio del trimestre anterior (Gráfico 68). El mismo comportamiento se presentó en los precios de los contratos a futuro. Los contratos a uno, seis y 12 meses, que cerraron en junio en US\$56.1, US\$62.3 y US\$70.6 centavos/libra, respectivamente, se ubicaron, para el cierre del mes de septiembre, en niveles significativamente inferiores (US\$48.3, US\$52.6 y US\$57.0 centavos/libra) (Gráfico 69).

La caída en el precio internacional del café registrada desde enero de 2000 se atribuye, principalmente, al exceso de oferta que se ha registrado en el mercado mundial. Debido a que el Plan de retención no tuvo el efecto deseado sobre la oferta mundial, este fue suspendido a partir del 1 de octubre. Teniendo en cuenta esto y las condiciones actuales del mercado, es poco probable que se observe una recuperación durante este año y el siguiente. En efecto, se espera que en el último trimestre del año, el precio promedio se ubique en US\$71 centavos/libra y, en consecuencia, el precio promedio durante el año estaría alrededor de US\$74 centavos/libra.



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

²¹ 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.

GRÁFICO 68
PRECIO DEL CAFÉ ARÁBIGO-COLOMBIA
BOLSA DE NUEVA YORK
 (US\$CTVOS. / LIBRA)



Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO 69
CONTRATOS A FUTURO
PRECIO CAFÉ ARÁBIGO
BOLSA DE NUEVA YORK
 (US\$CTVOS. / LIBRA)



Fuente: Bloomberg.

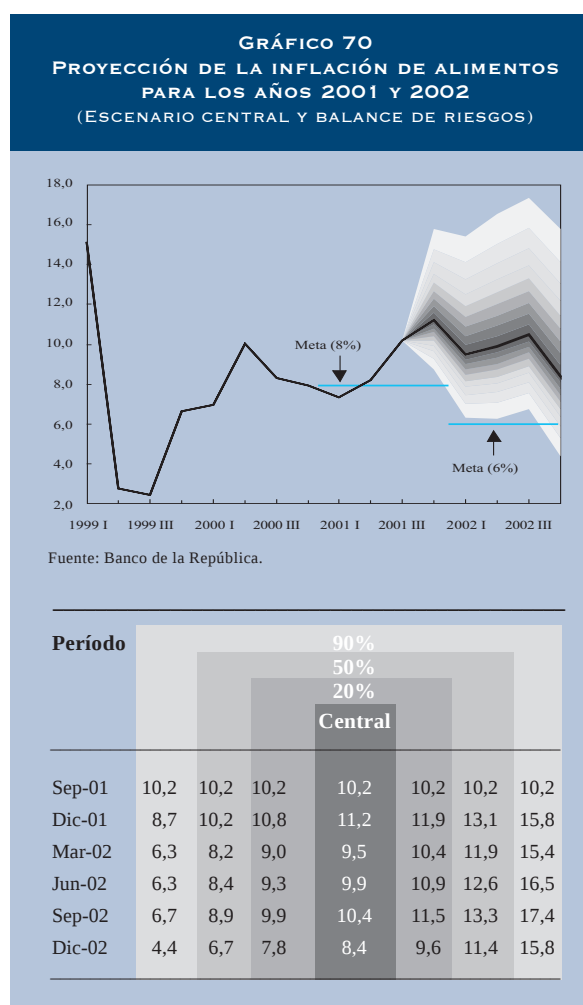
IV

PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN

Con cifras de precios al tercer trimestre es bastante probable que la inflación termine el año en un nivel cercano al de la meta propuesta del 8%. Para el próximo año, no se prevén presiones inflacionarias por el lado de la demanda que dificulten el cumplimiento de la meta del 6%. Sin embargo, sí subsiste una importante incertidumbre que proviene de dos fuentes principales: 1) la oferta de alimentos y 2) la evolución del sector externo y su efecto sobre los costos y la devaluación.

Las proyecciones que se detallan en este informe suponen que existe una alta probabilidad de que se presente un fenómeno de "El Niño" a partir de diciembre del año en curso y durante gran parte del próximo. Respecto al informe de junio, esta probabilidad se incrementó sustancialmente, según lo sugieren diversos organismos encargados de la proyección del clima. La aparición de un fenómeno de "El Niño" en dicho lapso podría implicar lluvias por debajo de lo normal. Esto reduciría la oferta de alimentos e incrementaría sus precios por encima de los niveles observables bajo condiciones climáticas normales. En la actualidad, la incertidumbre también se extiende a la intensidad con que se presentaría tal fenómeno. Un fenómeno fuerte de esta naturaleza tiende a producir reducciones más pronunciadas de la oferta agrícola, y por ende, mayores incrementos en los precios de los alimentos, que uno moderado. Para efectos del presente informe se supuso que es igualmente probable observar cualquiera de las dos modalidades.

El impacto de las condiciones climáticas sobre la inflación es capturado a través de un modelo satélite de precio de los alimentos. En el Gráfico 70 se muestra la senda central proyectada para lo que resta del



presente año y para el próximo. La senda central sugiere que la inflación de alimentos se situará, en promedio, en 11,2% durante el cuarto trimestre del presente año y en 8,4% para el cuarto trimestre del próximo año. El fenómeno de "El Niño" tendrá como efecto el incremento de la inflación anual de alimentos durante los tres primeros trimestres del próximo año. Para el cuarto trimestre la inflación se reducirá en respuesta a las mejores condiciones de oferta que deberían propiciar los altos precios de

finales de este año y comienzos del próximo, tal y como ha sucedido en oportunidades anteriores.

Además de los dos factores señalados, el comportamiento de los precios de los alimentos el próximo año también seguirá estando afectado por la fase de retención del ciclo ganadero, tal y como sucedió este año. Como se mencionó extensamente en el informe anterior, la fase de retención del ciclo ganadero, que se inició a comienzos de este año, probablemente se extenderá durante el próximo, dado que su duración usual es de alrededor de dos años. Esto acarreará nuevas reducciones en la oferta de carne con el consiguiente incremento de sus precios y los de sus sustitutos, algo que tiene un impacto importante en la inflación, dada la alta ponderación de estos bienes en la canasta del IPC.

En materia de tipo de cambio, para el presente informe se mantuvieron supuestos similares a los efectuados en el informe anterior. Esto implica que en lo que resta del año y durante el próximo, el tipo de cambio real mantendrá niveles similares a los observados a la fecha. Sin embargo, este escenario podría subestimar la devaluación ante los acontecimientos recientes en el frente externo, en especial la mayor desaceleración de la economía mundial frente a lo esperado hasta hace algunos meses y la posibilidad creciente de que se desencadene una crisis financiera en algunos mercados emergentes.

La desaceleración de la economía mundial puede favorecer la estabilidad cambiaria si esta viene acompañada de reducciones en las tasas de interés internacionales que desincentiven la salida de capitales. Sin embargo, este aspecto favorable podría compensarse ampliamente por los efectos de una reducción en el ritmo exportador, un deterioro de los términos de intercambio y una mayor dificultad de acceso al mercado de capitales. En el presente informe, por ejemplo, ya se prevé una reducción en los precios de los principales productos de exportación de 9,8%, en promedio, para el presente año, mayor que la prevista en el informe pasado (véase Capítulo III). A lo anterior se suma las dificultades financieras que en la actualidad enfrentan algunos países de la re-

gión y la mayor necesidad de recursos externos del sector público para 2002, todo lo cual podría conducir a una devaluación adicional, que tendría un impacto sobre la inflación no previsto en la proyección central que se presenta en este informe.

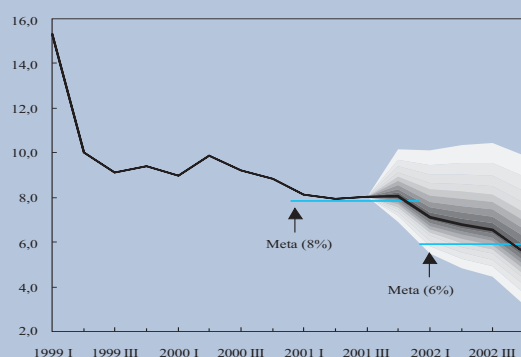
Ahora bien, el menor crecimiento mundial y en particular el de economías importantes para nuestro comercio exterior como la de los Estados Unidos, la de Venezuela y la de Ecuador (Capítulo III), tienden a reducir la demanda agregada y, por esta vía, a disminuir las presiones inflacionarias el próximo año. Parte de este efecto ha sido capturado por las proyecciones de inflación al suponer un crecimiento para la economía de los Estados Unidos cercano al 0% para el próximo año, menor que aquel previsto en trimestres anteriores.

El pronóstico central de la inflación total para el promedio del cuarto trimestre de 2002 es de 5,5%, compatible con la meta del 6%, pero ligeramente superior al que se había obtenido en las proyecciones presentadas en el informe del segundo trimestre (5,3%) (Gráfico 71). Las proyecciones también arrojan un pronóstico para el cuarto trimestre de este año (8,0%) mayor que el obtenido en junio (7,5%), pero compatible con la meta del 8,0%.

El ligero incremento en los pronósticos de inflación para este y el próximo años guarda relación con un incremento, mayor que el previsto, en los precios de los alimentos hasta septiembre de 2000 y con sus mayores proyecciones para lo que resta de este año y para 2002. Con cifras a junio, por ejemplo, se había proyectado una inflación anual de alimentos para el tercer trimestre de este año de 8,6% en promedio, inferior a la que efectivamente se observó (10,2%).

Al igual que en los pronósticos a junio, en los actuales la senda central de inflación está acompañada por un balance de riesgos sesgado hacia arriba (Gráfico 71). Este sesgo permite capturar la incertidumbre actual sobre la evolución de los precios de los alimentos y la devaluación. De acuerdo con él, la inflación para el cuarto trimestre de 2002 puede situarse entre 4,6% y 7,3% con un 50% de probabilidad.

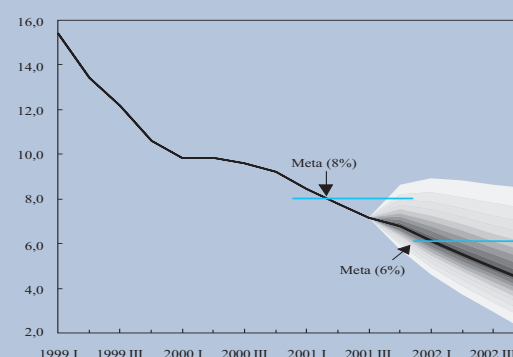
GRÁFICO 71
PROYECCIÓN DE LA INFLACIÓN AL CONSUMIDOR
PARA LOS AÑOS 2001 Y 2002
 (ESCENARIO CENTRAL Y BALANCE DE RIESGOS)



Fuente: Banco de la República.

Período	90% 50% 20% Central						
Sep-01	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
Dic-01	6,9	7,6	7,9	8,0	8,4	8,9	10,2
Mar-02	5,5	6,4	6,8	7,1	7,6	8,4	10,1
Jun-02	4,8	6,0	6,5	6,8	7,3	8,3	10,3
Sep-02	4,4	5,7	6,2	6,5	7,1	8,1	10,4
Dic-02	3,2	4,6	5,2	5,5	6,2	7,3	9,9

GRÁFICO 72
PROYECCIÓN DE LA INFLACIÓN SIN ALIMENTOS
PARA LOS AÑOS 2001 Y 2002
 (ESCENARIO CENTRAL Y BALANCE DE RIESGOS)



Fuente: Banco de la República.

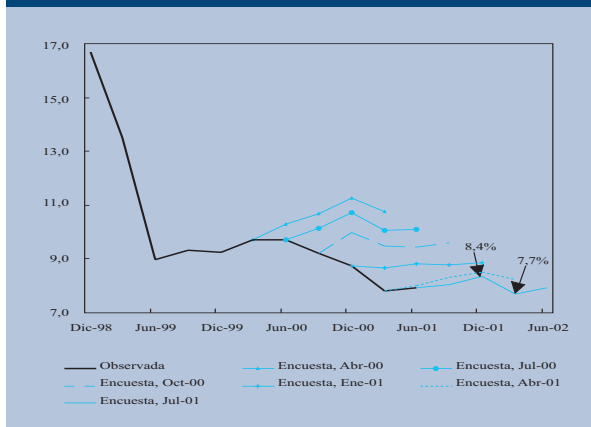
Período	90% 50% 20% Central						
Sep-01	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1	7,1
Dic-01	5,7	6,3	6,6	6,8	7,1	7,5	8,6
Mar-02	4,6	5,5	5,9	6,1	6,6	7,3	8,9
Jun-02	3,7	4,8	5,2	5,5	6,0	6,9	8,8
Sep-02	2,9	4,1	4,6	4,9	5,5	6,5	8,6
Dic-02	2,2	3,5	4,0	4,4	5,0	6,1	8,5

Si bien los pronósticos de la inflación total e inflación de alimentos no se redujeron en esta oportunidad frente a los presentados en junio, los de la inflación básica, medida a partir de la inflación sin alimentos, sí lo hicieron. La senda central proyectada para la inflación sin alimentos sugiere que esta se puede situar en promedio en 6,8% para el cuarto trimestre de este año y en 4,4% para el cuarto trimestre de 2002 (Gráfico 72). En el anterior informe las proyecciones eran de 7,2% y 5,6% respectivamente. La menor inflación básica este año y el próximo es consistente con el menor crecimiento observado durante la primera mitad de 2001 frente a las previsiones iniciales y el menor crecimiento que se prevé para los próximos trimestres habida cuenta del deterioro de la economía mundial. Esta situación permite confiar en que las presiones inflacionarias de demanda no serán un problema el próximo año.

Finalmente, el comportamiento reciente de las expectativas de inflación permite ser optimistas respecto a la reducción de esta en el próximo año. De acuerdo con la encuesta de expectativas realizada por el Banco de la República en el mes de julio, los encuestados redujeron nuevamente sus expectativas de inflación a todos los horizontes. Así, por ejemplo, para diciembre del presente año los agentes económicos prevén una inflación de 8,4%, por debajo de la que esperaban en la encuesta inmediatamente anterior (encuesta de mayo, 8,5%). La última encuesta señala igualmente que para marzo del próximo año los encuestados esperan una inflación de 7,7%, también por debajo de la obtenida anteriormente (8,2%), mientras que para junio, esperan una de 7,9% (Gráfico 73).

Los resultados de la última encuesta de expectativas en materia de inflación son alentadores, pues indican que por primera vez estas se redujeron por deba-

GRÁFICO 73
INFLACIÓN OBSERVADA
Y EVOLUCIÓN DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN
(PORCENTAJE)



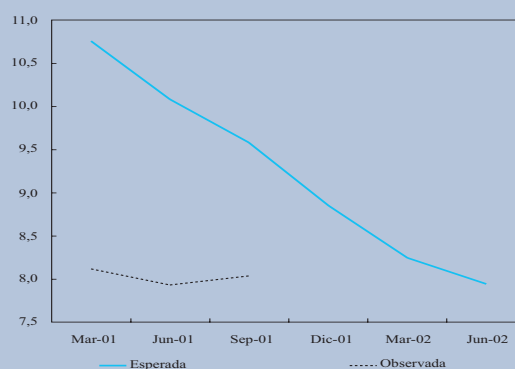
jo del 8,0% para el próximo año. Si bien las expectativas de inflación para el primer semestre del año pudieran considerarse como altas dada la meta de inflación del 6%, debe tenerse en cuenta que las mismas siempre han tendido a sobrestimar la inflación observada, a todos los horizontes, tal y como se muestra en los gráficos 74 y 75.

La reducción de las expectativas de inflación es un hecho clave para garantizar una reducción significativa de la inflación el próximo año, dada la importancia que tradicionalmente han tenido los mecanismos de indexación en Colombia. Un hecho preocupante al respecto es la forma como se está pactando en la actualidad la mayoría de los reajustes salariales en las convenciones colectivas de trabajo para los próximos dos años, los cuales siguen vinculados automáti-

GRÁFICO 74
INFLACIÓN OBSERVADA
Y ESPERADA A SEIS MESES
(PORCENTAJE)



GRÁFICO 75
INFLACIÓN OBSERVADA
Y ESPERADA A 12 MESES
(PORCENTAJE)



camente a la inflación pasada, en algunos casos adicionada en varios puntos (véase Capítulo II).

PROYECCIONES DE ANALISTAS LOCALES Y EXTERNOS SOBRE LAS PRINCIPALES VARIABLES MACROECONÓMICAS

A continuación, se hace una revisión de las proyecciones más recientes efectuadas por analistas locales y extranjeros sobre las principales variables de la economía colombiana para 2001 y 2002. Debe tenerse en cuenta que, varios de los analistas reseñados a continuación no habían tenido en cuenta los efectos de los acontecimientos externos sobre variables como el crecimiento, a la fecha en que se producía este informe.

Proyecciones para 2001

En el Cuadro 1, se detallan las proyecciones realizadas para el presente año. El cambio más importante en los pronósticos de analistas locales y extranjeros en el último trimestre corresponde al crecimiento. En términos generales, el crecimiento previsto para todo el año 2001 disminuyó a septiembre con relación al que se había reportado en junio. En la actualidad, el crecimiento esperado por los analistas locales es de 1,8%, 0,7 puntos porcentuales menor que el de junio. Por su parte, los analistas externos prevén un crecimiento para este año de 2,3%, menor en 0,6 puntos porcentuales que el de hace tres meses. El mayor optimismo de los analistas externos puede obedecer a que las proyecciones que aquí se reportan, son en su caso anteriores a los atentados terroristas en los Estados Unidos.

El menor optimismo en materia de crecimiento contrasta con el mayor optimismo respecto al desempeño de la inflación. Tanto analistas locales como externos redujeron sus pronósticos de inflación de manera importante y ahora prevén para este año tasas de 8,2% y 8,4% respectivamente, muy similares a las de la meta establecida por el Banco de la República.

Respecto a la tasa de cambio nominal, los analistas locales esperan que el dólar se sitúe a finales del año en \$2.400, por debajo de lo que esperaban hace un trimestre, mientras que los analistas externos prevén que esté en \$2.415, también menor que lo esperado en el trimestre pasado. Estos valores corresponden a devaluaciones a fin de año de 7,7% y 8,3% respectivamente.

En materia de tasas de interés, los analistas locales disminuyeron sus pronósticos de manera importante y en consonancia con la reducción de las tasas de interés pasivas durante los últimos tres meses. En la actualidad prevén que la DTF se sitúe alrededor del 12,0% para el fin de año.

Finalmente, los analistas proyectan que el déficit fiscal para 2001 se sitúe entre 3,1% y 3,2%, sin presentar cambios respecto a los pronósticos anteriores. Cabe señalar que este nivel es cercano al que eventualmente se acordará con el FMI.

Proyecciones para 2002

El Cuadro 2 muestra las principales proyecciones para el año 2002. Comparadas con las previsiones relativas a 2001, los analistas en general son más optimistas en materia de crecimiento e inflación. En general, para el año 2002, ellos esperan una aceleración del crecimiento del orden de un punto porcentual, siendo nuevamente los externos los que prevén una mayor tasa. Así mismo, todos los analistas creen que la inflación se reducirá por debajo del 8%

el próximo año. Sin embargo, sus pronósticos todavía distan mucho de la meta del 6% establecida por el Banco de la República. Al respecto, hay que señalar cómo en los dos últimos años la mayoría de analistas ha tendido a sobrestimar la inflación de manera importante.

CUADRO 1
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		Tasa de desempleo %
						Fiscal (% del PIB)	Cta. Cte.	
Analistas locales								
Revista Dinero 1/	14-Sep-01	1,8	8,2	2.420	13,0 2/	2,8 3/	1,9	19,0 2/
Javier Fernández Riva 4/	3-Oct-01	1,7	8,1	2.445	12,2	3,1	n.d.	17,0
Suvalor-Corfinansura 5/	3-Oct-01	1,9	8,1	2.430	12,2	3,2	n.d.	n.d.
ANIF 6/	2-Oct-01	1,6	8,2	2.385	12,2	n.d.	2,9	18,5
Fedesarrollo 7/	Jul-01	1,8	8,2	2.322	14,2 2/	3,3	2,7	17,6
Promedio		1,8	8,2	2.400		2,5		
Analistas externos								
Goldman Sachs 8/	27-Sep-01	1,8	8,0	2.379		3,3	2,7	n.d.
IDEA global 8/	20-Ago-01	2,4	8,0	2.410		2,7	2,9	n.d.
J. P. Morgan 8/	6-Sep-01	2,3	8,0	n.d.		3,1	0,8	n.d.
ABN Amro Bank 8/	19-Sep-01	2,0	8,0	2.404		4,5	0,7	n.d.
Salomón Smith Barney 8/	28-Sep-01	1,6	8,1	2.441		3,2	2,9	n.d.
Deutsche Bank 8/	20-Sep-01	2,3	8,2	2.445		3,3	3,3	n.d.
Morgan Stanley 8/	22-Jun-01	3,0	9,5	2.415		2,8	0,7	n.d.
Merrill Lynch 8/	3-Sep-01	3,0	9,0	2.410		2,8	1,5	n.d.
Promedio		2,3	8,4	2.415		3,2	1,9	n.d.

CUADRO 2
PROYECCIÓN DE LAS PRINCIPALES VARIABLES MACROECONÓMICAS PARA 2002

	Fecha de la proyección	Crecimiento del PIB real %	Inflación IPC %	Tasa de cambio nominal (fin de)	DTF nominal %	Déficit		Tasa de desempleo %
						Fiscal (% del PIB)	Cta. Cte.	
Analistas locales								
Revista Dinero 1/	14-Sep-01	2,3	7,0	2.700	15,0 2/	2,2 3/	3,0	20,0 2/
Javier Fernández Riva 4/	3-Oct-01	3,0	8,0	2.730	13,0	2,5	n.d.	16,0
Suvalor-Corfinansura 5/	3-Oct-01	2,9	7,6	2.640	12,2	2,2	3,2	n.d.
ANIF 6/	2-Oct-01	2,7	7,0	2.576	12,0	n.d.	3,0	17,5
Fedesarrollo 7/	Jul-01	3,0	8,1	2.538	15,3 2/	3,4	3,7	16,7
Promedio		2,8	7,5	2.637			3,2	
Analistas externos								
Goldman Sachs 8/	27-Sep-01	2,5	7,0	2.495		3,1	3,2	n.d.
IDEA global 8/	20-Ago-01	3,7	6,0	2.602		1,6	2,7	n.d.
J. P. Morgan 8/	6-Sep-01	3,4	6,5	n.d.		2,2	1,3	n.d.
ABN Amro Bank 8/	19-Sep-01	3,0	9,0	2.547		4,0	1,2	n.d.
Salomón Smith Barney 8/	28-Sep-01	2,3	8,5	2.729		2,5	3,3	n.d.
Deutsche Bank 8/	20-Sep-01	3,5	8,0	2.520		2,8	3,8	n.d.
Morgan Stanley 8/	22-Jun-01	3,5	9,0	2.559		2,5	2,3	n.d.
Merrill Lynch 8/	3-Sep-01	3,7	8,0	2.550		2,3	2,1	n.d.
Promedio		3,2	7,8	2.572		2,6	2,5	n.d.

n.d. No disponible.

1/ Revista *Dinero*, 14 de septiembre de 2001, No. 141.

2/ Promedio año.

3/ Metodología, FMI.

4/ Javier Fernández Riva y asociados, 3 de octubre de 2001.

5/ "Suvalor-Corfinansura", 3 de octubre de 2001.

6/ ANIF, "Guía empresarial", octubre de 2001.

7/ "Perspectivas económicas de corto y mediano plazo", julio de 2001.

8/ Informe, ¿Cómo nos ven afuera?, SMR, 28 de septiembre de 2001.

Este Informe fue preparado
por la Subgerencia de Estudios Económicos
del Banco de la República.
Editado y diagramado por la Sección de Publicaciones
Económicas del Departamento de Comunicación Institucional
e impreso por Lito Camargo Ltda.
en octubre de 2001.

