



INFORME SOBRE INFLACIÓN
JUNIO DE 2002

BANCO DE LA REPÚBLICA

ISSN-1657-7973

PRESENTACIÓN, RESUMEN Y CONCLUSIONES

EVALUACIÓN DE LA SITUACIÓN INFLACIONARIA A JUNIO DE 2002

✧ La inflación, al finalizar el segundo trimestre del año 2002 fue de 6,2%, nivel superior en 0,3 puntos porcentuales al registro de marzo de 2002 e inferior en 1,7 puntos porcentuales con respecto a junio del año pasado. La inflación cayó en los primeros cuatro meses del año, para luego repuntar en mayo y junio.

✧ Esta mayor inflación anual registrada en los dos últimos meses, está asociada con el mayor crecimiento en los precios de los alimentos, los cuales pasaron de crecer 7,2% en marzo a 9,2% en junio. Dicho repunte en la inflación de los alimentos es el reflejo de los mayores precios de la papa, cuya oferta en lo corrido de este año se vio afectada por las menores siembras en el último semestre del año pasado. Para el resto del año, se espera que la oferta de este producto continúe siendo limitada por lo que podrán presentarse incrementos adicionales en su cotización.

✧ Además de lo anterior, es probable que, en el segundo semestre, el grupo de alimentos registre inflaciones crecientes, también por la ya confirmada presencia del fenómeno de El Niño, el cual se extenderá hasta comienzos del próximo año. Por último, la fase de retención ganadera, aunque menos intensa que la vivida el año pasado, aportará una presión adicional a través del precio de la carne de res y sus sustitutos.

✧ También, la aceleración de la inflación anual está asociada con la aceleración de la devaluación de la tasa de cambio observada desde abril pasado. La devaluación se transmitió casi de inmediato al IPP de importados, cuyos incrementos anuales comenzaron a repuntar desde mayo. Sin embargo, la transmisión de la devaluación a la inflación del consumidor ha sido menos clara, aunque sí generó una mayor inflación anual en el IPC de grupos claramente transables como medicinas y gastos varios en los últimos meses.

✧ Todos los indicadores de inflación básica se situaron al finalizar el primer semestre de 2002, por debajo de la inflación observada y de la inflación objetivo. Con respecto al primer trimestre del año, el promedio de los indicadores de inflación básica descendió 0,3 puntos porcentuales, al pasar de 5,6% en marzo a 5,3% en junio. Este promedio se estabilizó en 5,3% en mayo y junio. El indicador de inflación básica que más redujo su nivel en los últimos tres meses fue el IPC sin alimentos y el IPC sin alimentos primarios, servicios públicos y combustibles, los cuales cayeron 0,3 puntos porcentuales. Por su parte, el núcleo inflacionario descendió 0,1 puntos porcentuales frente al nivel que exhibió en marzo anterior.

✧ La inflación de bienes transables pasó de crecer 5,8% en marzo a 6,0% en junio, sin que se haya transferido plenamente la devaluación acumulada en los meses de mayo y junio. De igual

manera, algunos precios de los bienes no transables aceleraron su crecimiento, al pasar de 6,0% en marzo a 6,4% en junio. Este repunte en los no transables es consecuencia, en su totalidad, del mayor ajuste en el IPC anual en junio en el subgrupo de flexibles (14,8%) frente al de marzo pasado (-1,8%). La papa es el rubro que explica, en gran medida, el repunte en los precios de los flexibles.

✧ La inflación del productor cerró el segundo trimestre en 2,9%, nivel inferior en 0,7 puntos porcentuales con respecto al observado en marzo (3,6%). Esta caída es consecuencia del menor crecimiento en los precios de los bienes producidos y consumidos, los cuales pasaron de 4,4% en marzo a 3,4% en junio, según la clasificación por procedencia, y del menor aumento en los precios de la agricultura y la industria, según la clasificación CIIU. En mayo la inflación del productor alcanzó su nivel histórico más bajo (2,3%), sin embargo, en junio se incrementó 2,9%, al comenzar a transferirse el repunte del dólar de los últimos dos meses. Es por esta misma razón que el IPP de importados creció 1,6%, 0,8 puntos porcentuales por encima del nivel alcanzado en marzo (0,8%).

✧ Los pronósticos de inflación del Banco de la República efectuados con la información de precios de junio sugieren que la tendencia actual de la inflación sigue siendo compatible con la meta del 6% para este año y con una reducción adicional de la inflación durante 2003, también acorde con una meta operativa de 5% para dicho año. La senda central del pronóstico de corto plazo para el promedio del cuarto trimestre predice una inflación total de 5,8% y una sin alimentos de 4,7%. Por su parte, la combinación de pronósticos obtenida a partir de los diferentes modelos uniecuacionales del Banco, estima una inflación total para diciembre de 2002 de 5,0%.

✧ La cifra de crecimiento del primer trimestre reportada por el DANE estuvo por debajo de las previsiones del Gobierno, incluso después de controlar por el efecto generado por Semana Santa. La desaceleración del crecimiento a comienzos de año es el reflejo de la debilidad evidenciada en la mayoría de los componentes de la inversión, con la notable excepción de la inversión en edificaciones que exhibió un crecimiento importante, gracias a la recuperación del sector de vivienda. En el frente externo se observó una desaceleración por la contracción de las exportaciones de petróleo y de las exportaciones no tradicionales dirigidas a los Estados Unidos, y por la pérdida de dinamismo de las exportaciones hacia Venezuela. Finalmente, el consumo de hogares fue el componente de la demanda más dinámico, tal y como habíamos anticipado en el informe anterior.

✧ Para el segundo trimestre, se espera una aceleración del crecimiento, en parte, porque el efecto de Semana Santa debe operar en sentido contrario al que lo hizo en el primer trimestre. El comportamiento reciente de varios indicadores del sector real confirma esta tendencia. La producción industrial en abril registró un importante repunte, que compensó parcialmente la contracción observada en marzo. Otros indicadores como el consumo de energía, las ventas de automóviles y los indicadores de la construcción de vivienda continuaron mostrando un aceptable desempeño.

✧ A pesar de lo anterior, se considera que la economía continuará enfrentando obstáculos en la parte externa. Sobresalen la recesión en Venezuela y el mayor nerviosismo de los mercados de capitales hacia América Latina a raíz de los problemas de confianza que han surgido en varias de las economías de la región. Estas circunstancias probablemente afectarán la demanda externa en una magnitud mayor que la prevista a comienzos del año, frenando las posibilidades de

expansión de varios sectores exportadores, principalmente del sector industrial, y reduciendo la disponibilidad de recursos externos para financiar gasto. Para lo que resta del año, se estima que la principal fuente de crecimiento seguirá siendo la demanda doméstica privada, y particularmente el consumo de los hogares. La reciente mejoría del indicador de confianza de los consumidores es un indicio en este sentido.

✧ En la actualidad, la economía sigue operando por debajo de su capacidad potencial, tal como lo señalan la todavía alta tasa de desempleo y el bajo nivel que registran los indicadores de capacidad instalada utilizada para la industria. Las estimaciones sobre la brecha del producto (la diferencia entre el PIB observado y el PIB potencial) efectuadas por la Subgerencia de Estudios Económicos (SGEE) sugieren que para el primer trimestre del año ésta se situó alrededor del -3,0% del PIB potencial y que durante el año continuará en terreno negativo. En vista de lo anterior, no se anticipan presiones inflacionarias originadas en la demanda para el resto del año, que puedan poner en peligro el cumplimiento de la meta de inflación.

✧ La estabilización de la inflación alrededor del 6% durante el segundo trimestre, así como la aceptable probabilidad de cumplir la meta del 6% para este año y de continuar reduciendo la inflación en el año 2003 facilitaron que la Junta Directiva relajara la postura de su política monetaria. Así, en abril, mayo y junio la Junta redujo las tasas de intervención en 200 puntos básicos (pb). De esta manera, en los seis primeros meses del año se acumularon reducciones en las tasas de intervención por 300 pb para la tasa lombarda de contracción y de 325 pb para las tasas restantes.

✧ Adicionalmente, en los últimos tres meses, la Junta otorgó liquidez permanente a través de la compra definitiva de TES por valor de \$240 miles de millones (mm) y del ejercicio de opciones para la acumulación de reservas por US\$100 millones (\$226 mm).

✧ La amplia liquidez otorgada por el Banco y la reducción de las tasas de intervención permitieron disminuciones adicionales en las diferentes tasas de interés del mercado. Así, la tasa interbancaria se situó, en promedio, en junio en 5,4%, 220 pb por debajo de la de marzo. De igual modo, la DTF se redujo en el segundo trimestre en 220 pb, situándose en junio en 8,4%. Finalmente, las tasas activas también exhibieron disminuciones, siendo las más pronunciadas las de tarjeta de crédito y de consumo (por 386 y 309 pb, respectivamente).

✧ Durante el segundo trimestre de este año, la base monetaria tendió a colocarse por encima de la línea de referencia seguida por la Junta Directiva. Este distanciamiento fue mayor en el mes de junio, cuando la base se situó 2,3% y 1,3% por encima del promedio móvil de orden 20 y de orden 45 de la línea de referencia, respectivamente, jalonada por una mayor demanda de efectivo y de reserva frente a la prevista. En cuanto al agregado más amplio de liquidez (M3), su crecimiento anual en junio fue 9,1%, acelerándose frente al observado hace tres meses (7,3%). En términos generales, durante estos últimos tres meses se mantiene la tendencia observada desde comienzos de año hacia una recomposición del portafolio del público a favor de activos líquidos como efectivo, cuentas corrientes y cuentas de ahorro, y en contra de CDT.

✧ La cartera total del sistema financiero (en moneda nacional), que mostró una ligera recuperación hacia finales del año pasado y comienzos de este, volvió a desacelerarse a partir de marzo y para

finales del segundo trimestre se encontraba virtualmente estancada. La desaceleración de este indicador se explica, entre otras razones, por el efecto contable de la titularización de una parte de la cartera hipotecaria a comienzos de mayo y por los castigos de cartera. Sin embargo, también sigue obedeciendo a la escasa demanda de crédito por parte de inversionistas y consumidores.

✧ Después de tres trimestres de relativa estabilidad en el tipo de cambio, el peso retomó una tendencia devaluacionista a partir de abril, que se acentuó hacia finales del trimestre coincidiendo con las noticias sobre el mayor nerviosismo de los mercados internacionales acerca de la estabilidad de varias economías de la región. A finales de junio, la devaluación anual ascendió a 4,3%, en tanto que la devaluación año corrido fue de 4,7%. Además del deterioro de las condiciones externas, incluido un crecimiento de la economía americana menor que el esperado, la aceleración de la devaluación fue propiciada también por el canje de deuda externa por interna efectuado por el Gobierno en mayo.

✧ En términos generales, la inflación al consumidor se ha comportado dentro de las tendencias previstas por el Banco de la República en informes anteriores. En particular, la inflación básica, indicador que recoge los efectos de la política monetaria, ha seguido disminuyendo lentamente, y a junio se situó por debajo de la meta de inflación. Así mismo, la proyección central del modelo de mecanismos de transmisión (MMT) y de otros modelos, no contempla cambios importantes en esta tendencia en los próximos meses. Ello permitiría contar con cierto margen de seguridad para el cumplimiento de una meta de inflación para 2003, inferior a la de este año.

✧ En lo corrido del año, las presiones inflacionarias se han originado principalmente en la inflación de alimentos, y en menor medida en los precios de algunos bienes transables como las medicinas. Para el resto del año se espera que los precios de los alimentos sigan ejerciendo presiones alcistas, que podrían extenderse hacia el comienzo del próximo año, en especial por la presencia de un fenómeno de El Niño moderado, cuya aparición a partir del segundo semestre ya se encuentra prácticamente confirmada. De todas maneras, el repunte de los precios de los alimentos será transitorio, y su disminución, a más tardar a partir del segundo semestre del próximo año, podría contribuir a reducir la inflación total de forma significativa.

✧ Aunque la proyección central de inflación no se ha modificado sustancialmente, el balance de riesgos sí lo ha hecho en los últimos meses, especialmente como resultado del empeoramiento de las condiciones externas. La crisis argentina y el incremento sustancial de la percepción de riesgo sobre Brasil, aumentan las posibilidades de una crisis de confianza en las economías regionales por contagio (a pesar de no registrarse un aumento significativo de los “*spreads*” de la deuda externa), la economía colombiana podría ser vulnerable a esta situación, dada la magnitud acumulada de deuda pública externa, la concentración de amortizaciones e intereses durante los dos próximos años y el todavía importante déficit fiscal.

✧ Un eventual incremento de la percepción del riesgo sobre Colombia, aumentaría sustancialmente las expectativas de devaluación para lo que resta de 2002 y para el 2003. Si bien, en el corto plazo, el efecto sobre precios de una mayor devaluación será menor en vista de que se presentaría en el contexto de una demanda débil, en el largo esta situación no necesariamente se presentará. De acuerdo con las proyecciones presentadas en este informe, si se observara una

devaluación sustancial en 2002 y 2003, sería más difícil que la inflación sitúe en el rango anunciado entre 4% y 6% para la meta de 2003.

✧ Fuera de la mayor devaluación, recientemente han surgido otros factores de riesgo que podrían complicar la reducción de la inflación hacia el próximo año. Uno de ellos tiene que ver con los anuncios recientes en el incremento de las tarifas de varios servicios públicos para 2003. Sin tener aún cifras claras sobre la magnitud de estos aumentos, la difícil situación financiera por la que atraviesan varias de las empresas del sector, hace factible que se autoricen incrementos muy por encima de las metas de inflación. Otro factor de riesgo tiene relación con una probable ampliación de la base gravable del IVA a partir del próximo año, para fortalecer al fisco nacional. Como ya se ha visto en oportunidades anteriores, tal medida repercutiría en los precios de los productos gravados, produciendo, inicialmente, un incremento transitorio en la inflación, que podría tener efecto permanente más adelante si se traduce en un cambio de las expectativas.

✧ En resumen, los pronósticos de inflación apuntan al cumplimiento de la meta de 6% para 2002. Así mismo, sugieren que la inflación de 2003 puede situarse en un rango de entre 4% y 6%, compatible con los anuncios efectuados por la Junta en torno a la meta de 2003. El ligero repunte de la inflación en los dos últimos meses está asociado con los mayores precios de los alimentos y no obedece a un incremento de la inflación básica, la cual se sigue situando por debajo de la meta de 6%, según los diferentes indicadores utilizados por el Banco. Por otro lado, los diversos indicadores de la actividad real sugieren una aceleración del crecimiento económico en relación con el primer trimestre, en parte, como resultado de un mejor comportamiento de la demanda interna. Sin embargo, esta tendencia favorable se está contrarrestando por la caída de la demanda externa, debido a la recesión de Venezuela y a las dificultades que enfrentan algunas exportaciones dirigidas al mercado de los Estados Unidos. Por esta razón, la economía seguirá operando por debajo de su potencial en lo que resta del presente año. Con base en las anteriores consideraciones, la JDBR decidió mantener su actual nivel de tasas de intervención. Así, las tasas de interés de intervención vigentes son: lombarda de expansión 9,0%, subasta de expansión 5,25%, subasta de contracción 4,25% y lombarda de contracción 3,25%.

Junta Directiva del Banco de la República

INFORME SOBRE INFLACIÓN
JUNIO DE 2002

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

SUBGERENCIA DE ESTUDIOS ECONÓMICOS

Hernando Vargas Herrera

Subgerente

DEPARTAMENTO DE PROGRAMACIÓN E INFLACIÓN

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

Mario Nigrinis Ospina

(*) En la elaboración de este Informe colaboraron Luis Fernando Melo Velandia, Rocío Clara A. Mora Quiñones, Jorge Enrique Ramos Forero, Norberto Rodríguez Niño, Leopoldo Fergusson, Pablo Querubín y Jesús Antonio Bejarano R.

CONTENIDO

I.	DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN	13
	A. AGREGADOS MONETARIOS Y CREDITICIOS	13
	B. OFERTA Y DEMANDA	26
	C. SALARIOS Y EMPLEO	34
	D. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA Y BRECHA DEL PRODUCTO	36
	E. SITUACIÓN FISCAL	37
II.	CONTEXTO INTERNACIONAL	39
	A. VISIÓN GENERAL	39
	B. AMÉRICA LATINA	42
	C. PRECIOS DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS	43
III.	EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN	47
	A. ASPECTOS GENERALES	47
	B. INFLACIÓN BÁSICA	48
	C. INFLACIÓN TRANSITORIA	51
IV.	PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN	56
	A. LOS SUPUESTOS DE LOS PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN	56
	B. LOS RIESGOS	59
	C. LAS PROYECCIONES DE INFLACIÓN	60

DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN

A. AGREGADOS MONETARIOS Y CREDITICIOS

1. Lineamientos de política monetaria

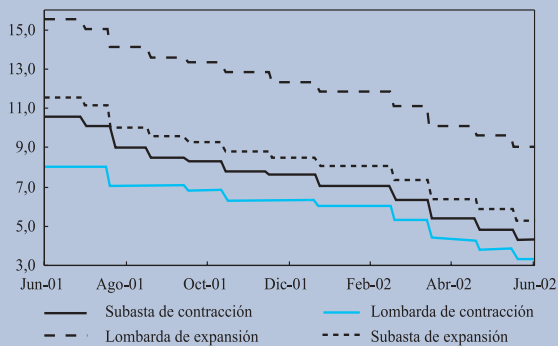
El comportamiento, tanto el observado como el esperado de la inflación, de la actividad económica y el entorno internacional permitió a la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) mantener una política monetaria holgada durante el segundo trimestre del año. La Junta considera que esta postura no comprometía el logro de la meta de inflación del 6% fijada para este año, pero sí facilitaba el mayor crecimiento económico posible. En los meses de abril, mayo y junio, la JDBR redujo las tasas de interés de intervención del Banco en 100, 50 y 50 puntos básicos (pb), respectivamente, acumulando en lo corrido del año una reducción de 325 pb (Gráfico 1). En junio, las tasas de interés de intervención vigentes fueron de:

9,0% lombarda de expansión, 5,25% subasta de expansión, 4,25% subasta de contracción y 3,25% lombarda de contracción.

Además de la reducción de las tasas de intervención, el Banco de la República otorgó liquidez permanente por un monto cercano a los \$466,0 mm, a través de la compra de reservas internacionales y las compras definitivas de TES. Respecto al primer mecanismo, durante el segundo trimestre la JDBR definió un cupo de subasta de opciones para la acumulación de reservas internacionales de US\$100 millones (m) mensuales. Este cupo se ejerció en su totalidad en el mes de abril, con lo cual se suministró a la economía liquidez permanente por un monto de \$226,6 mm (Cuadro 1). En mayo y junio, sin embargo, no se ejerció opción alguna de venta de divisas, reflejando el reciente aumento del ritmo de devaluación nominal. En cuanto al segundo mecanismo, el 26 de abril la JDBR decidió anticipar alguna parte de las compras definitivas de títulos TES en el mercado secundario, efectuando compras por un valor de \$240 mm entre el 29 de abril y el 28 de junio (Cuadro 2).

Teniendo en cuenta la demanda de base monetaria implícita en la línea de referencia y la evaluación permanente de las condiciones de oferta de la base monetaria, se definieron los cupos de Repos de expansión y de contracción a un día del segundo trimestre. En general, en ese período el cupo promedio de Repos de expansión (\$765,7 mm) fue subutilizado, demandándose sólo el 56,5%. De igual forma ocurrió con el cupo de Repos de contracción, del cual se utilizó el 59,8% (Cuadro 3).

GRÁFICO 1
TASAS DE INTERVENCIÓN
DEL BANCO DE LA REPÚBLICA
(PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República.

CUADRO 1
EJERCICIO DE OPCIONES PUT
COMPRA DE RESERVAS INTERNACIONALES NETAS

Fecha	Cupo subastado	Monto ejercido	TRM	Monto ejercido en \$mm
	Millones de dólares			
Ene-02		27,5	2.291,2	63,0
Ene-15		22,5	2.297,3	51,7
Total enero	50,0	50,0		114,7
Feb-05		1,5	2.266,6	3,4
Total febrero	50,0	1,5		3,4
Mar-08		50,0	2.289,8	114,5
Total marzo	50,0	50,0		114,5
Total I trimestre	150,0	101,5		232,6
Abr-02		68,0	2.264,6	154,0
Abr-05		32,0	2.269,4	72,6
Total abril	100,0	100,0		226,6
Total mayo	100,0	0,0		0,0
Total junio	100,0	0,0		0,0
Total II trimestre	300,0	100,0		226,6

Fuente: Banco de la República.

CUADRO 2
COMPRAS PERMANENTES DE TES
(MILES DE MILLONES DE PESOS)

Semanas	Valor
Abril 29-Mayo 3	26,6
Mayo 6-Mayo 10	40,5
Mayo 14-Mayo 17	40,1
Mayo 20-Mayo 24	20,4
Mayo 27-Mayo 31	16,0
Junio 4-Junio 7	18,8
Junio 11-Junio 14	16,3
Junio 17-Junio 21	20,9
Junio 24-Junio 28	40,3
Total	240,0

Fuente: Banco de la República.

2. Agregados monetarios y crediticios

a. Base monetaria

En los meses de abril y mayo la base monetaria creció a tasas muy similares a las implícitas en la línea de referencia¹. En junio, sin embargo, la base monetaria comenzó a crecer a un mayor ritmo, con lo cual, al finalizar el mes, tanto el promedio móvil de orden 20 como el de orden 45 de la base monetaria se situaron por encima de los valores implícitos en línea de referencia (2,3% y 1,3%, respectivamente) (Gráfico 2). Esta desviación de la base con respecto a su línea de referencia fue el resultado de un crecimiento anual² de la demanda de efectivo y reserva (20,7% y 10,8%, respectivamente) (Gráfico 3) superior al

¹ Línea de referencia presentada a la JDBR el 1 de marzo de 2002.

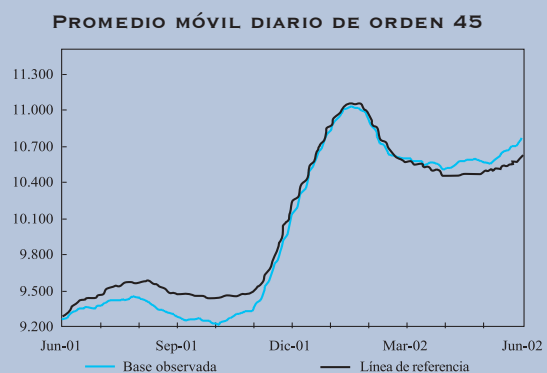
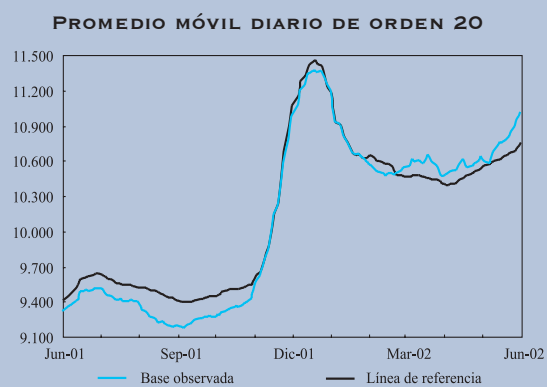
² Los crecimientos anuales de los agregados monetarios a los que se hace referencia corresponden a la variación anual del saldo promedio mensual.

CUADRO 3
REPOS DE EXPANSIÓN Y CONTRACCIÓN A UN DÍA (*)
 PROMEDIO DIARIO
 (MILES DE MILLONES DE PESOS)

	Expansión			Contracción		
	Cupo	Uso	Uso %	Cupo	Uso	Uso %
Enero	565,9	293,7	51,9	1.300,0	271,1	20,9
Febrero	920,0	432,8	47,0	1.050,0	243,0	23,1
Marzo	1.018,8	647,7	63,6	529,4	140,5	26,5
Promedio I trimestre	834,9	458,1	54,9	959,8	218,2	22,7
Abril	727,5	325,3	44,7	1.210,0	781,1	64,6
Mayo	769,6	396,3	51,5	804,3	550,2	68,4
Junio	800,0	575,8	72,0	725,0	307,2	42,4
Promedio II trimestre	765,7	432,5	56,5	913,1	546,2	59,8

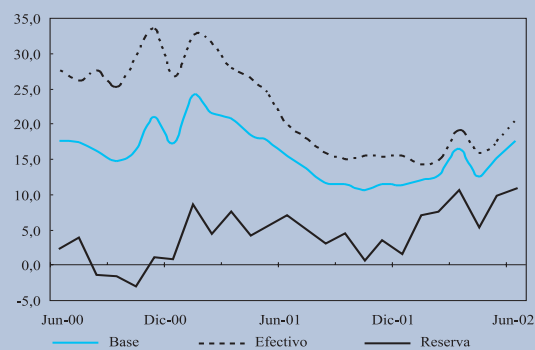
(*) Operaciones por subasta. Datos actualizados a 28 de junio, promedio del mes monetario.
 Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 2
BASE MONETARIA Y LÍNEA DE REFERENCIA
 (MILES DE MILLONES DE PESOS)



Fuente: Banco de la República, SGEE.

GRÁFICO 3
BASE MONETARIA Y SUS USOS
 (VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL DEL PROMEDIO MENSUAL)



Fuente: Banco de la República, SGEE.

previsto implícitamente por la línea de referencia de la base monetaria (18,9% y 5,9%, respectivamente).

b. M3

A junio, el agregado de liquidez más amplio (M3) crecía a una tasa anual de 9,1%, superior a la registrada tres meses atrás (7,3%) (Gráfico 4). La aceleración en el ritmo de crecimiento de M3 durante el segundo trimestre ha estado acompañada de una recomposición del portafolio del público hacia activos más lí-

quidos. En efecto, a la par con la aceleración en el crecimiento del efectivo, señalada anteriormente, en este período se observó una aceleración importante en el crecimiento anual de las cuentas corrientes y de las cuentas de ahorro. La contrapartida de esta mayor demanda de activos líquidos ha sido una reducción en la demanda de CDT. En los últimos tres meses, la demanda de CDT continuó contrayéndose, y, a junio, su nivel era 7,7% inferior que el observado en igual mes del año anterior (Gráfico 5).

La mayor preferencia de liquidez ya se observaba desde finales del año 2001 y durante todo el primer trimestre de 2002, pero se aceleró en los últimos tres meses estimulada probablemente por la caída en la tasa de interés pasiva. La reducción de las tasas de interés a niveles inferiores a los promedios históricos ha reducido el costo de oportunidad de mantener activos líquidos. A lo anterior se suma la existencia del impuesto a las transacciones financieras (tres por mil), que en la práctica reduce el margen de remuneración que se obtiene por mantener CDT y otros activos menos líquidos, desestimulando su demanda y favoreciendo la de las cuentas de ahorro, algunas de las cuales están exentas del pago de este tributo.

El comportamiento del multiplicador monetario de M3 durante el segundo trimestre del año refleja el cambio en las preferencias del mercado mencionadas anteriormente. En efecto, la mayor demanda de efectivo, cuentas corrientes y cuentas de ahorro redujo el multiplicador monetario en mayo y junio. Así, el multiplicador pasó de 6,517 en abril a 6,238 en junio, consecuencia de los mayores coeficientes de efectivo y reserva, los cuales pasaron de 0,121 y 0,052 a 0,126 y 0,055, respectivamente (Gráfico 6).

La amplia disponibilidad de liquidez en la economía es confirmada por la encuesta de expectativas del Banco de la República. En la encuesta realizada en abril, el 63,0% de los encuestados percibió la liquidez como alta, siendo el mayor porcentaje de todas las encuestas efectuadas desde abril del año 2000. Para los meses siguientes, la mayoría de los encuestados no esperaba cambios sustanciales en las condiciones de liquidez (Gráfico 7).

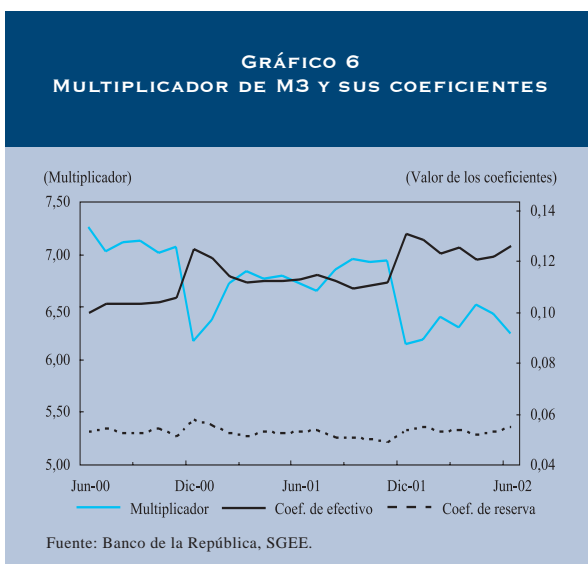
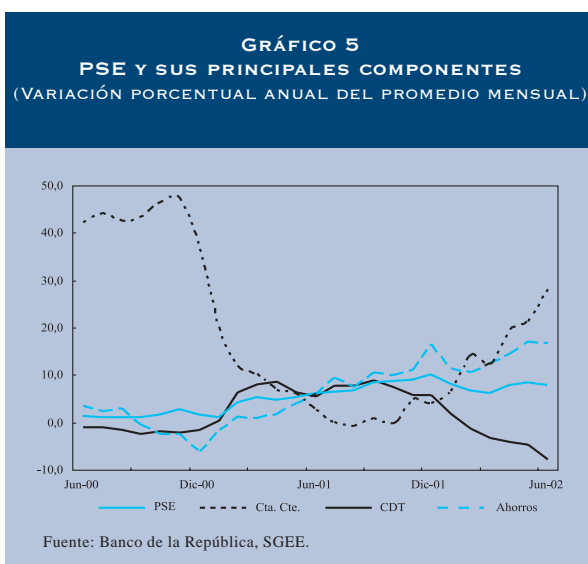
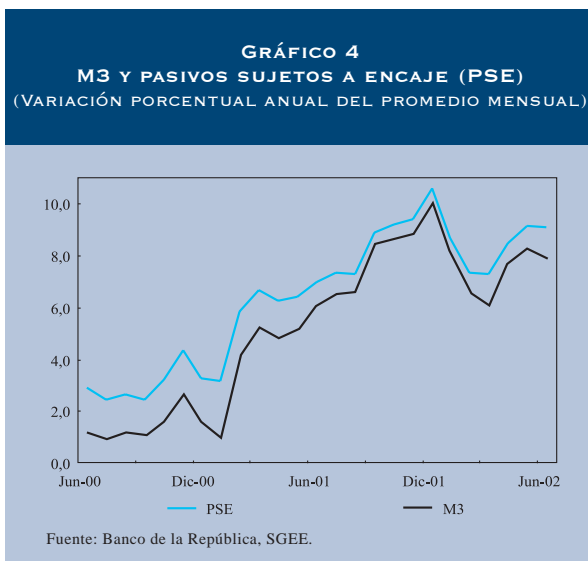
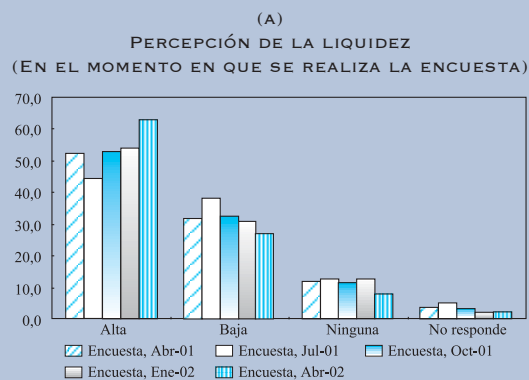
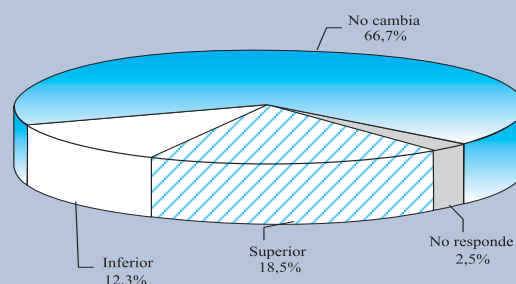


GRÁFICO 7
LIQUIDEZ EN LA ECONOMÍA, ENCUESTA DE ABRIL
(PORCENTAJE)



(B)
EVOLUCIÓN DE LA LIQUIDEZ EN LOS PRÓXIMOS SEIS MESES
(A PARTIR DE ABRIL DE 2002)



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

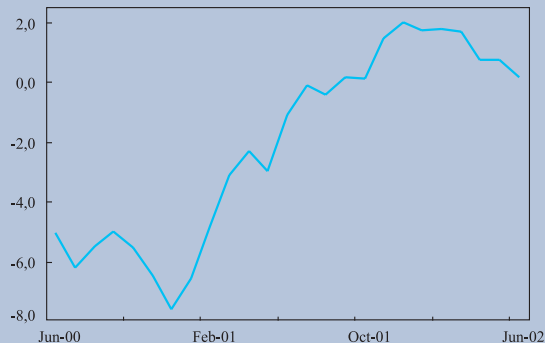
c. Cartera y crédito

La ligera recuperación que exhibió el crédito hacia finales del año pasado y a comienzos del presente no se mantuvo durante el segundo trimestre. Por el contrario, en este período, la cartera nominal en moneda nacional de todo el sistema financiero se desaceleró y a junio su tasa de crecimiento anual era nula (0,2%) (Gráfico 8).

El comportamiento de la cartera durante el segundo trimestre del año estuvo determinado, en buena parte, por el efecto contable que tuvo la titularización de parte de la cartera hipotecaria a comienzos de mayo. En esta fecha, la recién creada Titularizadora Colombiana, compró cartera hipotecaria por un valor de \$478 mm, lo que generó una reducción de cartera en los balances de los intermediarios financieros.

Pese a lo anterior, la cartera en moneda nacional del sistema financiero venía desacelerándose desde mar-

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



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

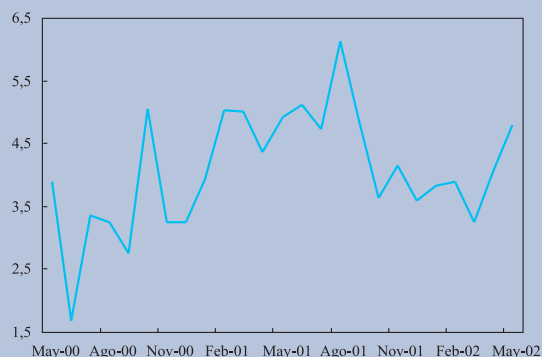
zo, por lo que su menor desempeño en el segundo trimestre no puede ser atribuido totalmente a los efectos contables derivados de la titularización. Al parecer, durante este período se continuó observando importantes castigos de cartera, lo cual unido a una pérdida en el dinamismo de la demanda de ciertos tipos de crédito explica el estancamiento de la cartera total en junio. La cartera bruta nominal corregida por los retiros de cartera de los balances de los intermediarios financieros³ creció a una tasa anual de 4,8% en el mes de mayo (Gráfico 9).

El comportamiento de la cartera, por tipo de crédito, también estuvo afectado por la nueva reglamentación expedida por la Superintendencia Bancaria. A partir del mes de enero, la Superintendencia modificó el criterio para la estructura de riesgo y la clasificación por destino de crédito, adicionando la categoría de microcréditos. La inclusión de esta nueva categoría implicó la modificación del concepto de crédito de consumo y explica el menor crecimiento de este último y el aumento en la cartera comercial (Gráfico 10).

Por último, los resultados de la encuesta de expectativas del Banco de la República efectuada en abril

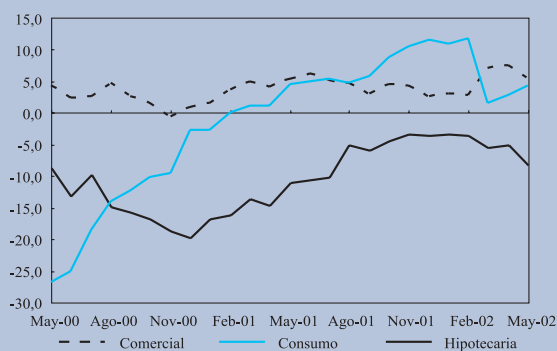
³ Estos retiros han sido motivados por la liquidación de algunas entidades financieras, el castigo de activos improductivos, las reducciones por bienes recibidos en pago, la titularización y la venta de cartera a entidades por fuera del sistema y las reliquidaciones de la cartera hipotecaria.

GRÁFICO 9
CARTERA BRUTA NOMINAL AJUSTADA EN MONEDA NACIONAL DEL SISTEMA FINANCIERO SIN FEN
(VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL)



Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

GRÁFICO 10
CARTERA BRUTA NOMINAL POR TIPO DE CRÉDITO EN MONEDA NACIONAL DEL SISTEMA FINANCIERO SIN FEN
(VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL)



Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

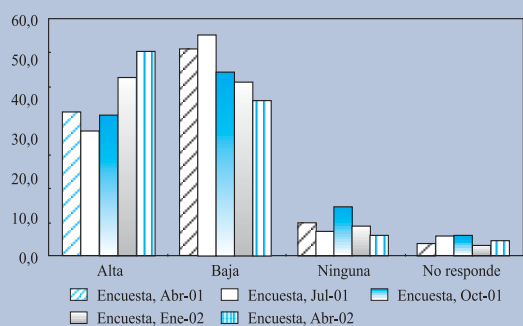
indican que ha aumentado la percepción de disponibilidad de crédito. Por primera vez, desde que se realiza la encuesta, más del 50,0% de los encuestados (51,8%) la percibe como alta. Para los siguientes meses, el 67,9% considera que las condiciones crediticias se mantendrán (Gráfico 11).

3. Tasas de interés

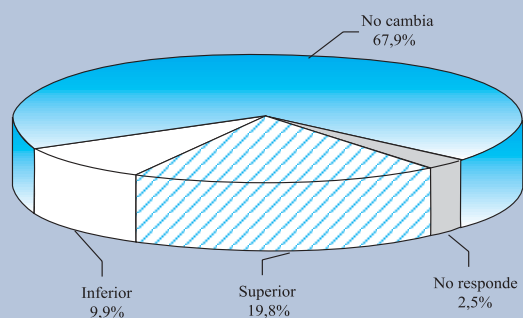
Durante el segundo trimestre del año, la tasa interbancaria nominal continuó disminuyendo debido a la holgada política monetaria conservada por el Banco de la República. En junio, la tasa interbancaria promedio alcanzó un nivel mínimo histórico al situarse en 5,4%, 219 pb por debajo de la cifra de fin

GRÁFICO 11

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



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

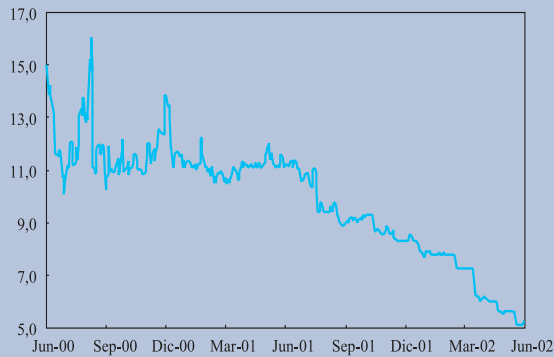


Fuente: Banco de la República, encuesta de expectativas, abril de 2002.

de marzo (Gráfico 12). La tasa de interés real equivalente, en junio fue -0,8%, la menor desde enero de 2000 (Gráfico 13).

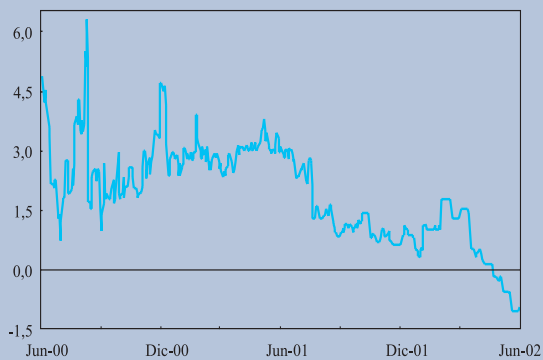
En concordancia con la trayectoria adoptada por la tasa interbancaria, todas las tasas de interés del sistema financiero se redujeron de manera importante. Durante el segundo trimestre del año, la tasa de captación promedio medida por la DTF se situó en 8,4%, al registrar una disminución trimestral de 2,2 puntos porcentuales, la mayor registrada desde marzo de 2000 (Gráfico 14). Por su parte, la reducción exhibida por las cinco tasas de colocación fue especialmente importante destacándose las caídas en las tasas de créditos de tesorería y de consumo. A junio, éstas se ubicaron, en su orden, en 9,6% y 27,9%, lo que implicó una disminución de 3,1 y 1,5 puntos porcentuales con relación a los valores evidenciados en marzo, respectivamente (Gráfico 15).

GRÁFICO 12
TASA INTERBANCARIA NOMINAL
(SERIE DIARIA)



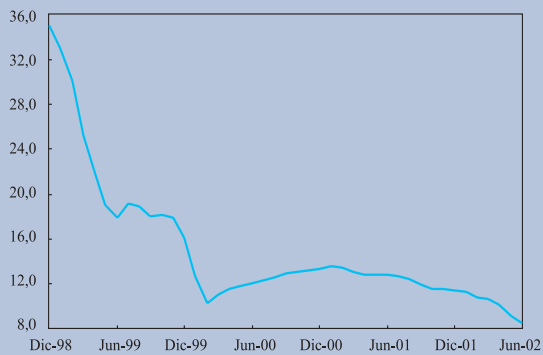
Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 13
TASA INTERBANCARIA REAL
(SERIE DIARIA) (PORCENTAJE)



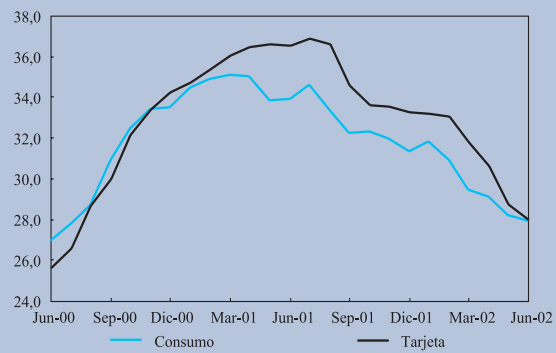
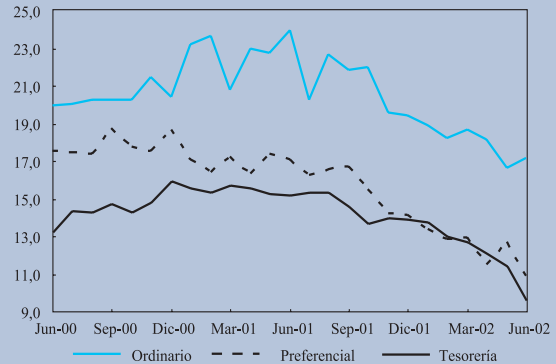
Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 14
TASA DE INTERÉS NOMINAL PASIVA
DTF A 90 DÍAS
(TASA EFECTIVA ANUAL)



Fuente: Banco de la República, SGEE.

GRÁFICO 15
TASAS DE INTERÉS NOMINAL
POR TIPO DE COLOCACIÓN
(PORCENTAJE)

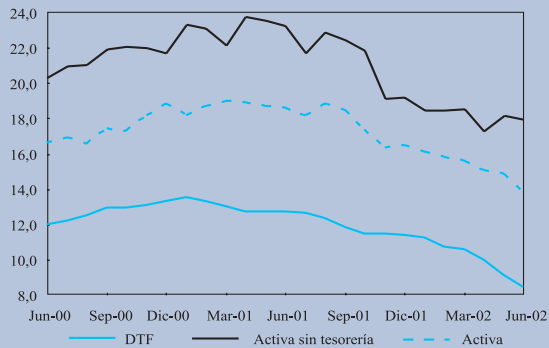


Fuente: Banco de la República.

La tasa de colocación agregada, medida por la tasa activa del Banco de la República, cerró junio en 13,8%, mientras que la tasa activa excluyendo los créditos de tesorería se ubicó en 17,9%, 1,8 y 0,6 puntos porcentuales por debajo del nivel registrado en marzo, respectivamente (Gráfico 16).

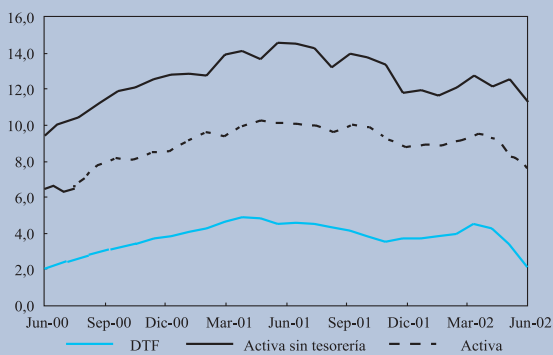
La reducción de las tasas nominales y la mayor inflación reportada en junio, facilitaron la caída de las tasas reales. Como se observa en los gráficos 17 y 18, la reducción se ha dado tanto en las tasas activas como en la pasiva, y además, se ha registrado en todos los tipos de créditos. La tasa real de captación pasó de 4,4% durante marzo, a 2,0% al cierre de junio. Por su parte, la tasa real de colocación medida a través de la tasa activa del Banco de la República, se ubicó en 7,1%, 2,1 puntos porcentuales por debajo del nivel que había alcanzado en el mes de marzo, mientras que la tasa activa real excluyendo los créditos de tesorería disminuyó 0,9 puntos porcentuales, en igual período, tras finalizar junio en 11,0%.

GRÁFICO 16
TASAS DE INTERÉS NOMINALES
(PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República.

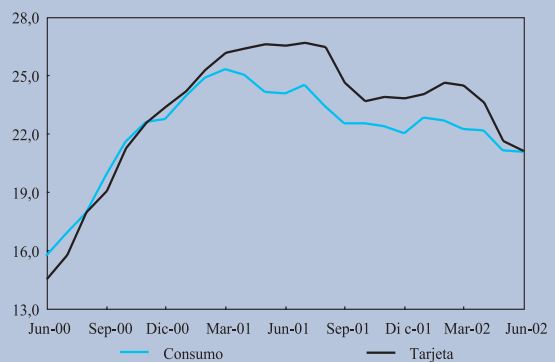
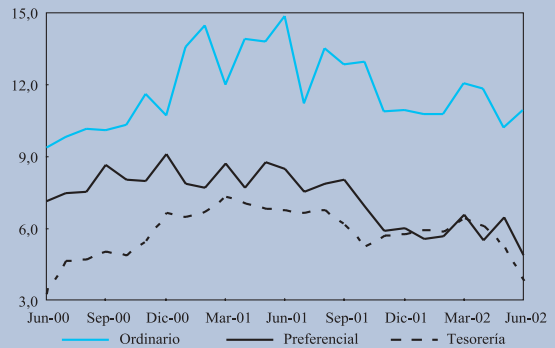
GRÁFICO 17
TASAS DE INTERÉS REALES
(PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República.

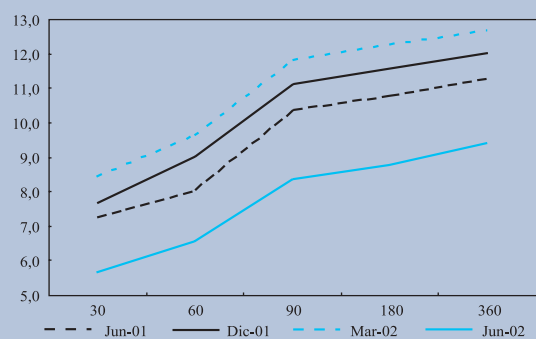
Durante el segundo trimestre también se observó una reducción en la tasa de interés de los diferentes depósitos a plazo (además de los de 90 días). El Gráfico 19 muestra la evolución de la curva de rendimiento de la tasa básica de la Superintendencia Bancaria para bancos. En promedio, durante junio, el nivel de dichas tasas continuó cayendo hasta oscilar entre 5,6% para los plazos cortos y 9,4% en los largos. Los niveles anteriores significan la mayor reducción registrada, para todos los plazos, desde marzo de 2000. Al mismo tiempo, la ausencia de cambios significativos en la pendiente de la curva no sugiere que el mercado espere mayores tasas de interés en los próximos meses. Por el contrario, dicho comportamiento permite seguir confiando en una reducción en la tasa de interés de captación a diferentes plazos.

GRÁFICO 18
TASAS DE INTERÉS REALES,
POR TIPO DE COLOCACIÓN
(PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 19
ESTRUCTURA DE PLAZOS DE LA TBS
(PORCENTAJE)



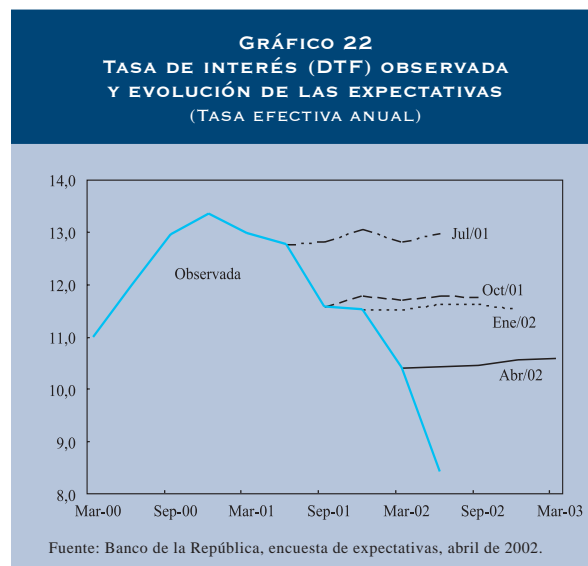
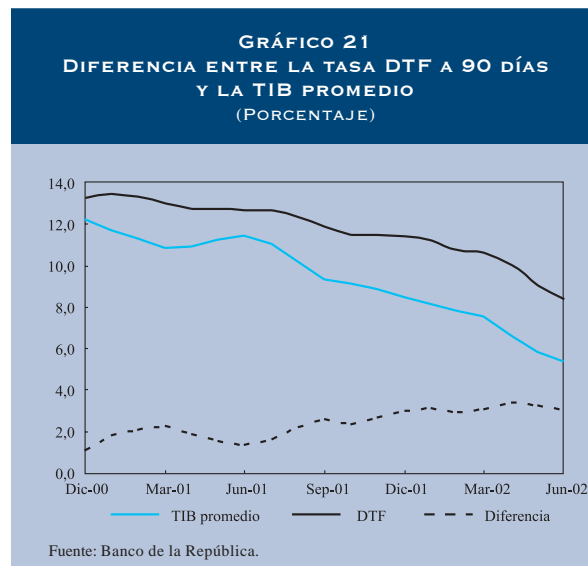
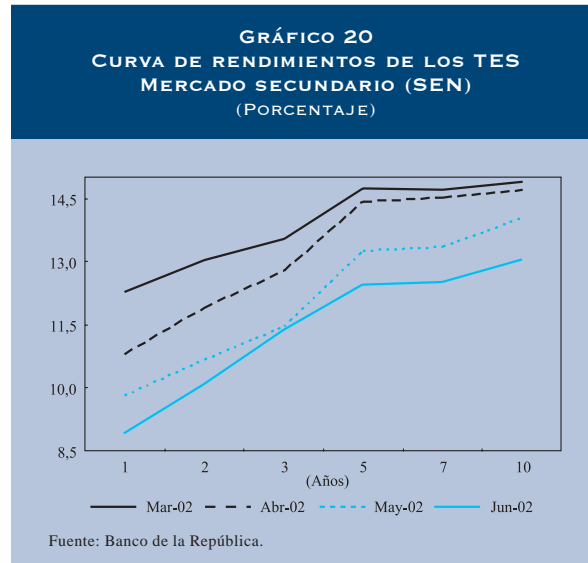
TBS: Tasa básica de la Superintendencia Bancaria.
Fuente: Superintendencia Bancaria.

Por su parte, el Gráfico 20 presenta la evolución de la curva de rendimientos de las tasas de interés de los títulos TES en el mercado secundario. Se observa cómo, en lo corrido del año, las tasas de interés a todos los plazos han venido presentando un comporta-

miento favorable: una ininterrumpida tendencia a la baja. Al tiempo, contrario a lo observado hace cuatro trimestres, y como se había previsto en el informe de inflación de diciembre de 2001, en junio se empezó a registrar el “aplanamiento” en la pendiente de la curva. Así, mientras los plazos cortos presentaron una caída promedio de 1,7 puntos porcentuales frente a lo exhibido en marzo, las tasas de interés de los títulos a plazos iguales o superiores a los cinco años registraron, en su orden, caídas de 2,0, 2,0 y 1,6 puntos porcentuales con respecto a marzo. Dado que los títulos TES para los plazos cortos ya cuantificaron reducciones significativas en trimestres anteriores, se espera que los papeles de más largos plazos mantengan mayores precios en lo que resta del año. De esta forma, en la actualidad, todavía se prevé un mayor “aplanamiento” de la curva de rendimientos.

Por otra parte, en el Gráfico 21 se aprecia cómo la diferencia entre la tasa interbancaria promedio mensual y la DTF se ha incrementado de manera casi ininterrumpida desde hace un año. Al igual que en informes anteriores, es importante destacar que, si bien la rápida reducción de la DTF ha ayudado a estabilizar la diferencia alrededor de los 300 pb, teniendo en cuenta que el promedio histórico de esta diferencia, entre enero de 1994 y junio de 2002, es 2,5%, todavía se esperan reducciones adicionales en la tasa pasiva durante los próximos meses.

Finalmente, a consecuencia de la gran liquidez en la economía, la continua reducción observada en las tasas de interés y los diversos indicadores anteriormente expuestos, en la actualidad es posible esperar una futura trayectoria descendente en los tipos de interés de largo plazo. Sin embargo, la última encuesta de expectativas del Banco de la República (abril pasado) refleja que el mercado está completamente ajeno a estos desarrollos y en particular, esperan que la DTF se ubique en 10,6% a finales de diciembre de 2002. Lo anterior implicaría un repunte de 215 pb (Gráfico 22). Cabe señalar, sin embargo, que resultados similares se han obtenido en las cuatro encuestas anteriores, por lo que, actualmente, la encuesta de expectativas no es un buen indicador acerca del comportamiento futuro de la tasa.



4. Diferencial de rentabilidad

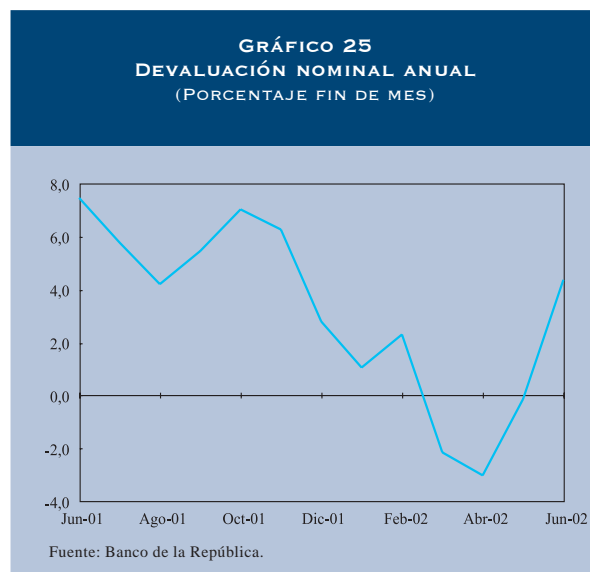
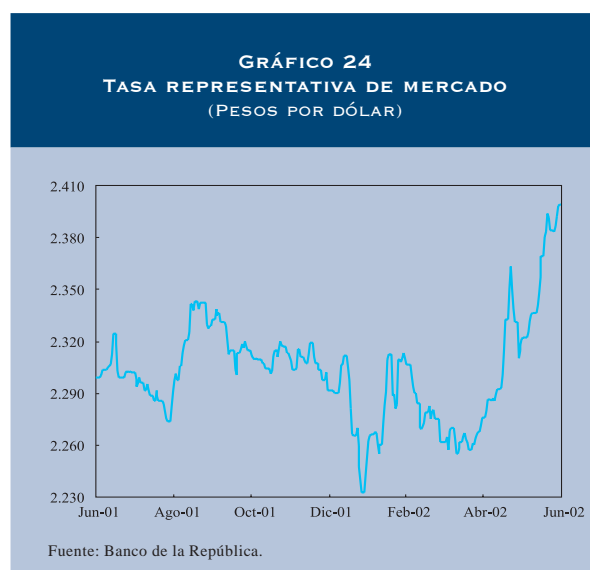
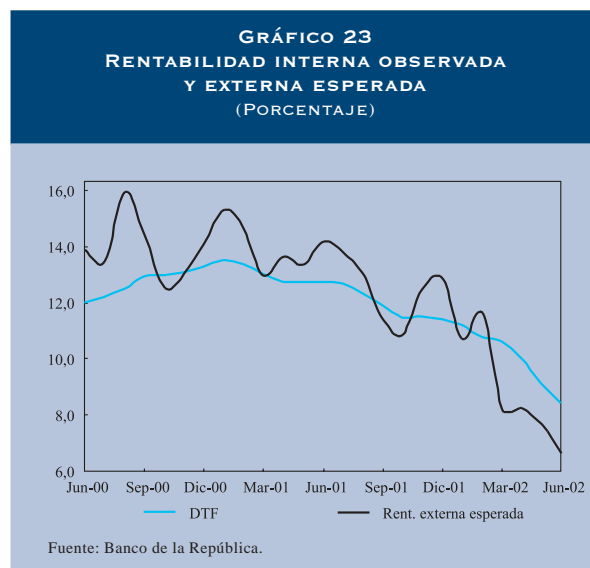
En esta sección se presenta el diferencial entre la rentabilidad externa y la interna. La rentabilidad externa se define como aquella que esperan obtener los inversionistas locales si deciden invertir en activos denominados en dólares. Su cálculo se efectúa a partir de la tasa de interés externa de referencia 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 toma la tasa de los certificados de depósito a 90 días del sistema financiero estadounidense. Por último, la tasa interna de referencia que se utilizó fue la DTF.

El nivel alcanzado por la tasa representativa del mercado (TRM), ha generado que las expectativas de devaluación disminuyan. Lo anterior unido a las bajas tasas de interés externas, en la actualidad, ha favorecido las inversiones domésticas. Esto queda reflejado en el Gráfico 23, el cual compara la rentabilidad externa esperada y la rentabilidad de las inversiones internas (medidas a través de la DTF). Así, al finalizar junio, la rentabilidad externa esperada se situó en 6,6%, 1,8 puntos porcentuales inferior a la DTF y adicionalmente, inferior en 1,6 puntos porcentuales al exhibido de finales de marzo.

Finalmente, la devaluación implícita que debería haberse pactado en los contratos *forward* para cerrar el diferencial de tasas, en junio, manteniendo inalterada la política monetaria externa e interna, debería haber sido mayor en 3,5 puntos porcentuales que la efectivamente pactada (4,7%).

5. Tipo de cambio nominal

A partir de abril, el nivel de la tasa de cambio se caracterizó por su permanente tendencia al alza. La TRM cerró junio en \$2.398,8 por dólar frente a \$2.261,2 por dólar en marzo, correspondiendo así, a una devaluación anual de 4,3% y año corrido de 4,7% (gráficos 24 y 25).



Durante el segundo trimestre del año, la evolución de la TRM se vio afectada por la mayor demanda de divisas por parte del sector real, el canje de deuda externa por interna realizado a principios de mayo y el canje de deuda externa de junio. Por su parte, el empeoramiento en las condiciones financieras y políticas de Argentina, Brasil y Venezuela, así como el posible moderamiento de la reactivación de la economía estadounidense son factores que posiblemente ayudaron a propiciar la mayor demanda de dólares en el mercado.

Adicionalmente, como se observa en el Gráfico 26, esta mayor demanda de divisas que enfrentó el mercado en los últimos tres meses, no pudo ser completamente absorbida por la liquidación de posición propia de contado por parte del sistema financiero. Consecuentemente, lo anterior se tradujo en un mayor nivel en la TRM.

Por su parte, la JDBR continuó convocando a las subastas de opciones *put* para acumulación de re-

servas internacionales. Los resultados del ejercicio de este instrumento se sintetizan en el Cuadro 4. A partir del mismo, se deduce cómo, claramente a partir de abril pasado, la tasa de cambio exhibió un quiebre en su tendencia. Se destaca la no utiliza-



CUADRO 4
SUBASTAS DE OPCIONES DE VENTA PARA ACUMULACIÓN DE RESERVAS INTERNACIONALES
(MILLONES DE DÓLARES)

Fecha de la subasta	Monto		Cupo	Prima			Monto ejercido
	Presentado	Aprobado		Mínima	Máxima	De corte	
(Pesos /miles de dólares)							
2001							
Jun-29	133,5	30,0	30,0	1.500,0	11.560,0	10.200,0	30,0
Jul-31	86,5	30,0	30,0	1.000,0	12.500,0	6.000,0	30,0
Ago-31	427,0	80,0	80,0	100,0	10.570,0	7.180,0	0,0
Sep-28	222,4	100,0	100,0	100,0	11.000,0	5.780,0	100,0
Oct-31	530,0	140,0	140,0	100,0	8.210,0	5.210,0	140,0
Nov-30	448,0	119,9	120,0	210,0	10.200,0	6.010,0	119,9
Dic-28	188,5	50,0	50,0	3,5	10.510,0	8.000,0	50,0
2002							
Ene-31	211,5	49,9	50,0	3.600,0	10.565,0	10.000,0	1,5
Feb-28	107,5	50,0	50,0	3.000,0	9.010,0	8.560,0	50,0
Mar-27	277,8	100,0	100,0	4.000,0	12.000,0	8.300,0	100,0
Abr-30	275,0	100,0	100,0	1.500,0	8.220,0	3.566,0	0,0
May-31	388,0	100,0	100,0	2.010,0	9.220,0	6.010,0	0,0
Jun-28	243,0	100,0	100,0	2.010,0	6.800,0	3.510,0	

Fuente: Banco de la República.

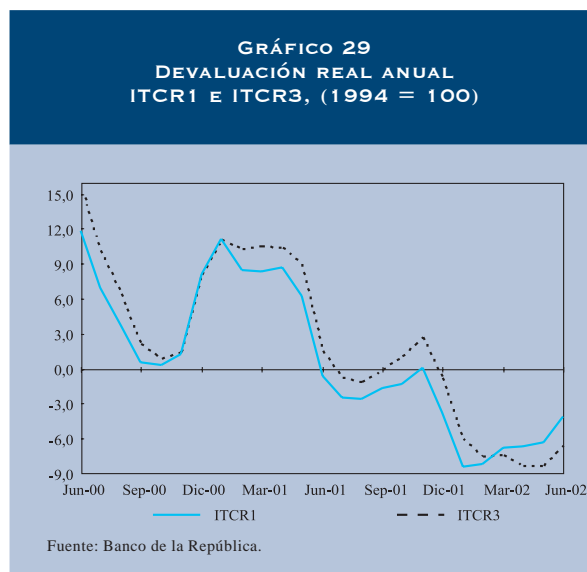
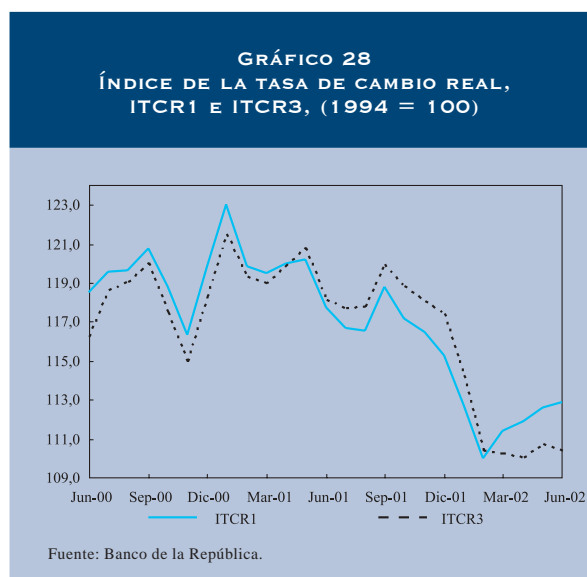
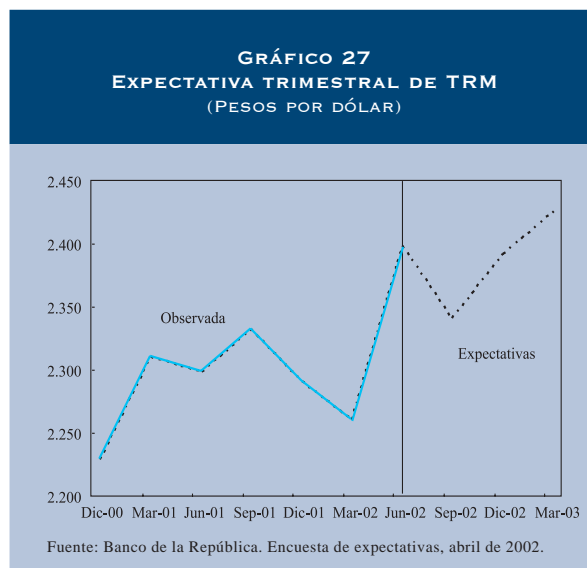
ción de las opciones en abril y mayo, así como también, la caída en la prima de corte. Lo anterior refleja no sólo la mayor devaluación observada sino también, las menores expectativas de revaluación del sistema financiero.

Finalmente, la última encuesta de expectativas del Banco de la República, realizada en abril, señala que, en promedio, los agentes esperaban que la tasa de cambio se situara en \$2.301,5 por dólar a finales de junio. Frente a la tasa observada, esta expectativa es inferior en 4,1%. De igual forma, la encuesta revela que para los tres siguientes trimestres, la tasa de cambio podría situarse en \$2.341,1, \$2.391,9 y \$2.425,9 por dólar, respectivamente. En consecuencia, los agentes esperan un devaluación anual de 0,4% en septiembre, 4,4% en diciembre y 7,3% en marzo de 2003 (Gráfico 27).

6. Tipo de cambio real

La tasa de cambio real medida por el ITCR1 (1994 = 100), el cual emplea el índice de precios del productor del país y de sus 20 socios comerciales, se ubicó a finales de junio en 112,9. Así, este indicador exhibió una revaluación anual de 4,1%, mientras que su revaluación año corrido alcanzó el 2,1%. Por su parte, si se emplea el ITCR3 (1994 = 100), el cual utiliza el índice de precios al consumidor, se obtiene que la revaluación real anual en junio fue 6,5%, mientras que año corrido alcanzó el 6,0% (gráficos 28 y 29).

El índice de la tasa de cambio real evidencia la evolución del mercado cambiario y de la inflación tanto interna como externamente. Así, las variaciones del ITCR muestran la diferencia entre la devaluación nominal del peso colombiano frente a sus principales socios comerciales y la brecha entre la inflación doméstica y la externa. En lo corrido del año, el ITCR ha sufrido una presión hacia la revaluación a consecuencia de que la devaluación externa ha sido significativamente mayor que la inflación externa (véase capítulo II, Contexto internacional). Adicionalmente, dado que la inflación colombiana observada es, en la actualidad, mayor que la devaluación nominal del peso, la tendencia revaluacionista del



índice se ha visto reforzada. En consecuencia, en los últimos 12 meses, el ITCR se ha apreciado.

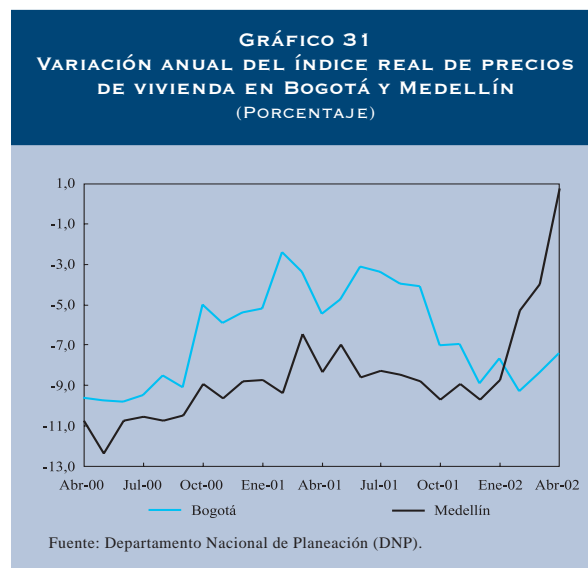
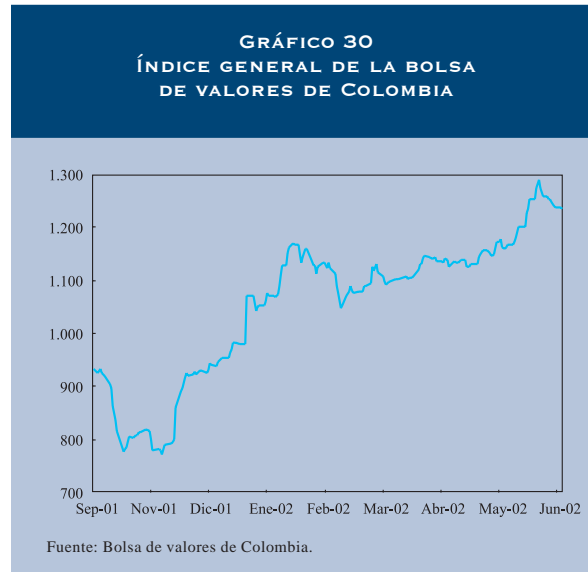
7. Precios de activos

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

El IGBC cerró junio situándose en los 1.238,4 puntos, frente a los 1.102,3 puntos de finales de marzo. Lo anterior implicó que el mercado de renta variable, en promedio, se valorizara a una tasa trimestral anualizada de 59,3%, rendimiento muy superior al ofrecido por otros activos financieros. Adicionalmente, durante este trimestre, el IGBC alcanzó su máximo histórico desde su creación, al alcanzar los 1.289,3 el 18 de junio pasado (Gráfico 30). Los buenos resultados ofrecidos por el mercado accionario son consecuencia del incremento pronunciado en el precio de las acciones, los buenos balances del sector financiero, las bajas tasas de interés ofrecidas por el mercado de renta fija y algunas operaciones puntuales de inversión.

Finalmente, otra variable que brinda información acerca de los precios de los activos en Colombia es el índice de precios de la vivienda. Este indicador es calculado por el Departamento Nacional de Planeación (DNP) para Bogotá y Medellín desde 1994 con periodicidad mensual.

En el Gráfico 31 se presenta la variación mensual del índice real de los precios de vivienda en Bogotá y Medellín. Para ambas ciudades, la variación mensual de este indicador permanecía en terreno negativo. Sin embargo, se destaca cómo desde febrero para Bogotá y desde diciembre para Medellín, la tendencia decreciente se detiene y empieza a presentar tasas de crecimiento cada vez menos negativas. Así, en abril, el crecimiento anual del precio real de la

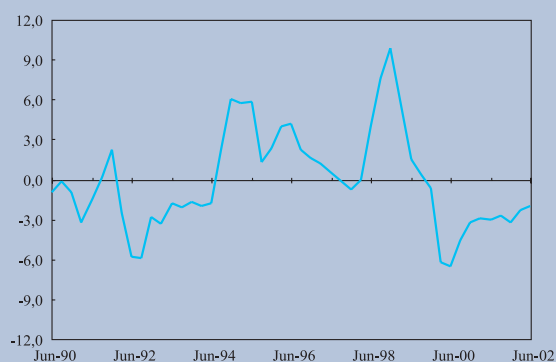


vivienda en Bogotá fue de -7,4%, mayor en 1,5 puntos porcentuales que el valor reportado en diciembre, mientras que en Medellín, el precio real de la vivienda, en igual mes, mostró un crecimiento anual negativo de 0,8%, superior en 8,9 puntos porcentuales a la cifra correspondiente a diciembre.

8. Indicador de condiciones monetarias

El indicador de condiciones monetarias (ICM) en relación con la demanda agregada, para el segundo trimestre de 2002, continúa situándose por debajo del nivel de período base (1998:01) indicando una postura expansionista de la política monetaria. Este resultado se fundamenta en la reducción de las tasas de interés.

GRÁFICO 32
INDICADOR DE CONDICIONES MONETARIAS (ICM)
DE LA DEMANDA AGREGADA
(PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República, SGEE.

Por su parte, la revaluación de la tasa de cambio real contribuye a la pendiente positiva de la trayectoria del ICM en los dos primeros trimestres del año (Gráfico 32).

B. OFERTA Y DEMANDA

1. Consideraciones generales

Durante el primer trimestre del año la economía se desaceleró como consecuencia de:

- La contracción de la inversión en obras civiles, equipo de transporte y la menor variación de existencias.
- La menor dinámica del consumo, consecuencia de la contracción del consumo del Gobierno y la desaceleración del crecimiento del consumo de los hogares.
- El choque negativo que experimentó la demanda externa.

El crecimiento observado durante este período (0,5%), resultó inferior que el esperado por el mercado y al que había sido previsto en el anterior informe de inflación, pues se esperaba un menor choque de demanda externa y en general, se subestimó el efecto de la celebración de la Semana Santa en el mes de marzo (en el primer trimestre del presente año hubo tres días hábiles menos que en el primer trimestre de 2001), que coincidió con un lunes festivo.

En el ámbito positivo, vale la pena destacar la recuperación de la construcción de edificaciones, con un efecto favorable para la inversión y la generación de empleo.

Como consecuencia del pobre desempeño de la economía durante el primer trimestre y de acuerdo con la evolución de algunos indicadores de actividad económica para el mes de abril, el Gobierno decidió modificar la meta de crecimiento del presente año a 1,5%. Sin embargo, el resultado final en materia de crecimiento dependerá, en gran parte, del desenlace de los problemas que hoy se vislumbran en el frente externo.

Para el resto del año, se espera que se mantenga la debilidad de la demanda externa debido al deterioro que ha observado la economía de varios de nuestros principales socios comerciales, en particular Venezuela, y de la incertidumbre que aún pesa sobre la consolidación de la recuperación de la economía de los Estados Unidos. Respecto a este tema, en la actualidad se desconoce el impacto que puedan tener los escándalos contables, en los que se han visto involucradas algunas de las más importantes firmas que cotizan en la bolsa, sobre la confianza y riqueza de los consumidores, y por ende sobre el desempeño de la economía. Finalmente, si bien se aprobó el ATPA en el Congreso de los Estados Unidos, el proceso de conciliación aún no ha culminado y falta que Colombia sea declarada como Nación favorecida para acogerse a los beneficios del tratado.

Por otra parte, en el frente interno han surgido nuevas fuentes de incertidumbre. Así, el anuncio del Gobierno Nacional de un mayor ajuste en el gasto, especialmente el de inversión, para cumplir con las metas fiscales (se anunció un recorte adicional de \$2,2 billones para compensar la caída de los ingresos como consecuencia de la menor actividad económica), pueden conducir a un debilitamiento transitorio de la demanda interna. No obstante, este ajuste en el gasto redundará en un mayor crecimiento hacia el futuro en la medida que envía un mensaje a los inversionistas del compromiso del Gobierno para hacer sostenibles las finanzas públicas, lo cual busca menguar la incertidumbre generada por la coyuntura externa.

2. Demanda externa y cuenta corriente

En el primer trimestre del año, el déficit en cuenta corriente se redujo en un 43,2% frente al mismo trimestre del año anterior, al pasar de US\$-677 m de dólares a US\$-384 m. La reducción del déficit fue resultado de la fuerte contracción de las importaciones de 14,9% y de un incremento (13,0%) de las transferencias netas, que compensó la caída de 7,4% de las exportaciones totales (Cuadro 5).

Como se deduce de las cifras anteriores, el superávit comercial no se generó por un aumento de la producción enfocada a las exportaciones, sino por la contracción en la demanda interna (Gráfico 33).

Según las cifras del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) en lo corrido del año a mayo, el valor de las exportaciones totales ha disminuido 3,4% al compararlo con los cinco primeros meses del

año anterior, como consecuencia de la contracción de las exportaciones tradicionales (-6,9% en el mismo período) y de las no tradicionales (-0,5% enero-mayo de 2002 frente a enero mayo de 2001). Las cifras anteriores evidencian el debilitamiento de la demanda externa.

En cuanto a las exportaciones no tradicionales industriales, éstas reportan a mayo, una variación acumulada anual (en los últimos 12 meses) de 4,8%, como consecuencia del estancamiento mostrado en niveles en los últimos seis meses (Gráfico 34). La menor dinámica de las exportaciones no tradicionales industriales se explica por la desaceleración registrada en las ventas a Venezuela (7,7% anual en los últimos 12 meses, Gráfico 35) y la caída en las ventas a los Estados Unidos (-14,8% en igual período de tiempo, Gráfico 36), las cuales han eclipsado el dinámico crecimiento de las exportaciones de este tipo hacia Ecuador (38,0% Gráfico 37)).

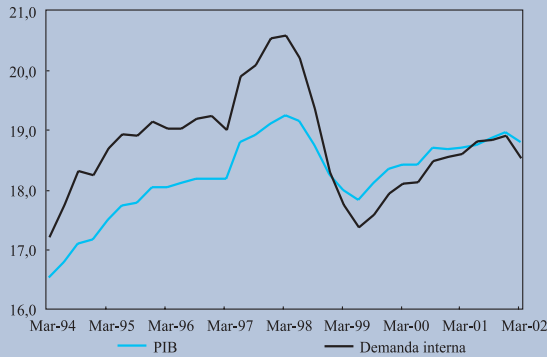
CUADRO 5
CUENTA CORRIENTE DE COLOMBIA - RESUMEN
(MILLONES DE DÓLARES)

	Enero-Marzo		Variación
	2001 (p)	2002 (p)	(%)
Cuenta corriente (A + B + C)	(677)	(384)	(43,2)
Ingresos	4.255	3.972	(6,6)
Egresos	4.931	4.357	(11,6)
A. Bienes y servicios no factoriales	(293)	(76)	(73,9)
Ingresos	3.579	3.292	(8,0)
Egresos	3.873	3.369	(13,0)
1. Bienes	37	265	618,0
Ingresos	3.091	2.863	(7,4)
Egresos	3.054	2.598	(14,9)
2. Servicios no factoriales	(330)	(341)	3,4
Ingresos	489	429	(12,1)
Egresos	819	771	(5,9)
B. Renta de los factores	(793)	(771)	(2,8)
Ingresos	205	151	(26,5)
Egresos	999	922	(7,7)
C. Transferencias	410	463	13,0
Ingresos	470	529	12,6
Egresos	60	66	10,3

(p) Provisional.

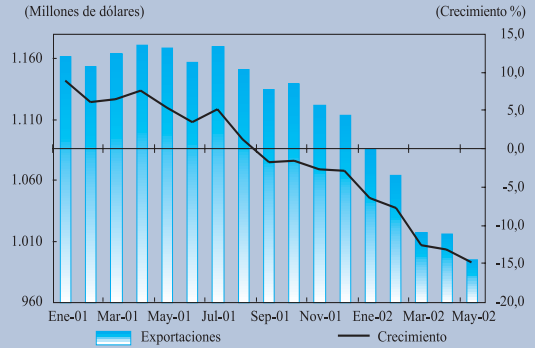
Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 33
PIB VS DEMANDA INTERNA
 (SERIES DESESTACIONALIZADAS - BILLONES DE PESOS DE 1994)



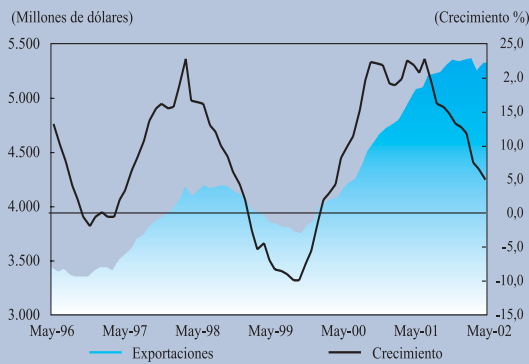
Fuente: DANE.

GRÁFICO 36
EXPORTACIONES NO TRADICIONALES INDUSTRIALES A LOS ESTADOS UNIDOS ÚLTIMOS 12 MESES



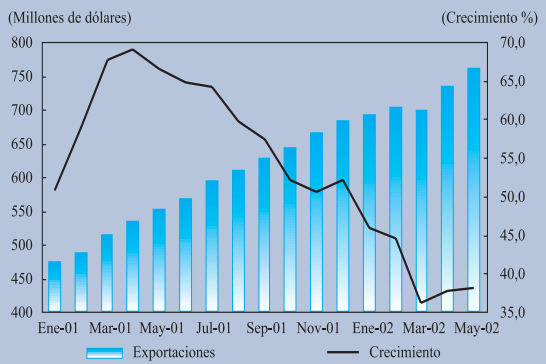
Fuente: DANE.

GRÁFICO 34
EXPORTACIONES NO TRADICIONALES INDUSTRIALES ÚLTIMOS 12 MESES



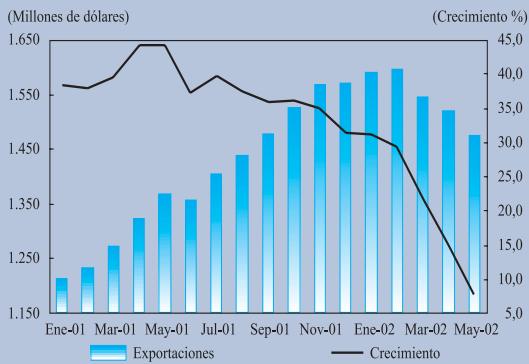
Fuente: DANE.

GRÁFICO 37
EXPORTACIONES NO TRADICIONALES INDUSTRIALES A ECUADOR ÚLTIMOS 12 MESES



Fuente: DANE.

GRÁFICO 35
EXPORTACIONES NO TRADICIONALES INDUSTRIALES A VENEZUELA ÚLTIMOS 12 MESES



Fuente: DANE.

Respecto a la dinámica del valor de las importaciones totales, según los datos del DANE a abril, en lo corrido del año, éstas se han contraído 9,6%. Al excluir del cálculo las importaciones de equipo rodante de transporte se observa que la caída del valor de las importaciones obedece a la disminución del precio de los bienes importados, pues en volumen éstas se mantienen (gráficos 38 y 39).

Para el resto del año se espera una mayor contracción de la demanda externa como consecuencia de la crisis económica que enfrenta Venezuela. Además, no es claro cuándo se vaya a reactivar la demanda de exportaciones de los Estados Unidos, puesto que ello

dependerá de la capacidad de dicha economía para absorber la crisis de confianza desatada por los recientes escándalos contables, además de la rapidez con que se efectúe el proceso de conciliación del ATPA y se restablezca el tratado.

La evolución de la cuenta corriente durante el resto del año dependerá del desenlace de la actual situación que enfrenta la economía brasilera y si hay un efecto de contagio sobre Colombia. En el peor de los escenarios, el de contagio, se esperarían menores flujos de capital hacia el país, lo cual incidiría sobre la tasa de cambio e implicaría un ajuste en la cuenta corriente vía demanda interna (ya que habrían menores recursos para los sectores público y privado), que redundaría en una desaceleración de la actividad económica.

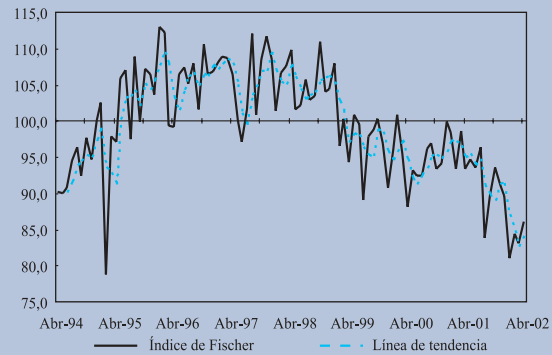
3. Consumo

Durante el primer trimestre del año, el consumo total se desaceleró (Cuadro 6), reflejando la contracción del consumo del Gobierno (-0,2%) y el menor crecimiento del consumo de los hogares (1,0%).

a. Consumo de los hogares

La desaceleración del consumo de los hogares en el primer trimestre del año se presentó en todos los rubros en general. Este comportamiento parece estar explicado principalmente por el fenómeno de Semana Santa y por el deterioro de la confianza y expectativas de los consumidores, como lo sugiere el índice de confianza del consumidor (ICC) de Fedesarrollo (Gráfico 40), pues otros determinantes del consumo señalaron un comportamiento favorable, entre otros, el nivel de las tasas de interés, ya que el Banco de la República redujo sus tasas de intervención en 125 pb en el primer trimestre del año. Así mismo, la inflación descendió 175 pb, lo que mejoró el balance de los hogares (según las estimaciones de la Dirección de Política Macroeconómica del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, el ingreso disponible de los hogares aumentó 0,3% en el primer trimestre del año). Finalmente, las transferencias efectuadas por nacionales en el exterior (remesas) aumentaron 12,6% respecto a los tres primeros meses de 2001 (Cuadro 5).

GRÁFICO 38
ÍNDICE DE FISCHER DEL PRECIO DE LAS IMPORTACIONES SIN EQUIPO RODANTE DE TRANSPORTE



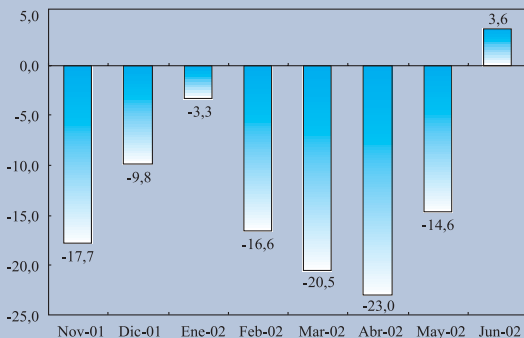
Fuente: SGEE.

GRÁFICO 39
ÍNDICE DE FISCHER DEL VOLUMEN DE LAS IMPORTACIONES SIN EQUIPO RODANTE DE TRANSPORTE



Fuente: SGEE.

GRÁFICO 40
ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR (BALANCES)



Fuente: Fedesarrollo.

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

	2000 (p)	2001 (p)				2002 (p)	
	Anual	I	II	III	IV	Anual	I
Producto interno bruto	2,74	1,59	1,71	0,89	1,42	1,40	0,50
Importaciones totales	8,63	11,37	20,22	9,98	4,08	11,19	(4,26)
Total oferta final	3,57	3,01	4,37	2,24	1,83	2,85	(0,25)
Consumo final	2,49	1,29	0,96	0,91	1,90	1,26	0,66
Hogares 1/	3,65	1,94	1,15	0,33	1,51	1,23	0,97
Consumo final interno hogares 2/	4,00	2,30	1,44	0,52	1,78	1,51	1,03
No durables 2/	3,82	0,62	(0,48)	(2,17)	0,32	(0,44)	(0,42)
Semidurables 2/	15,28	8,99	4,47	1,84	0,60	3,83	(0,35)
Servicios 2/	1,60	2,21	2,24	2,45	2,99	2,48	2,41
Durables 2/	5,90	4,10	4,73	3,51	6,30	4,67	4,14
Gobierno	(0,74)	(0,54)	0,43	2,60	3,06	1,37	(0,23)
Formación bruta de capital	11,79	11,77	22,77	8,44	2,14	10,92	(6,12)
Variación de existencias 3/	(540,29)	67,26	167,84	(22,23)	(71,98)	6,66	(62,24)
Formación bruta de capital fijo	(0,84)	7,37	13,56	12,44	12,04	11,37	0,81
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	3,10	5,46	(0,77)	10,14	6,27	5,12	7,87
Maquinaria y equipo	4,22	18,26	35,34	18,57	9,80	19,96	1,61
Equipo de transporte	8,65	31,82	34,46	45,95	37,81	37,46	(16,26)
Edificaciones	(11,10)	7,90	10,48	7,98	17,35	11,04	24,33
Obras civiles	0,22	(10,84)	(9,38)	1,03	4,83	(3,63)	(16,96)
Subtotal: demanda final interna	3,70	2,72	3,87	1,98	1,94	2,62	(0,35)
Exportaciones totales	2,92	4,57	7,01	3,63	1,30	4,09	0,23
Total demanda final	3,57	3,01	4,37	2,24	1,83	2,85	(0,25)

(p) Provisional.

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

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

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

Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE).

Para el segundo trimestre del año, el análisis de los indicadores disponibles sugiere que el consumo de los hogares no va a empeorar. Para el mes de abril el DANE reportó un crecimiento anual negativo de las ventas del comercio al por menor sin combustibles ni vehículos (-2,2%). En este caso, también, los datos de marzo y abril fueron afectados por el fenómeno de la Semana Santa. El crecimiento anual en lo corrido del año (al mes de abril) de las ventas reales fue 2,7%, es decir, se mantiene el crecimiento

observado desde el último trimestre de 2001. En cuanto a la producción industrial de bienes de consumo, la SGEE del Banco de la República, con base en las cifras de la nueva muestra mensual manufacturera (NMMM) del DANE, estima que ésta creció 1,0% en los cuatro primeros meses del año. Por otra parte, durante los cinco primeros meses del año, las ventas con tarjetas de crédito han acelerado su tasa de crecimiento (13,1%), evidenciando una pequeña recuperación. Así mismo, al mes de mayo la encuesta

de comercio de Fenalco no reporta un deterioro de la actividad comercial (Gráfico 41). En cuanto a las importaciones de bienes de consumo, las cifras del DANE al mes de abril muestran que éstas han crecido 11,1% en lo corrido del año, manteniendo la tendencia observada desde hace varios meses. Finalmente, las ventas de vehículos nuevos en el territorio nacional siguieron acelerándose al registrar un crecimiento anual de 39,6% en el segundo trimestre.

Para el resto del año se espera que el consumo de los hogares tenga un comportamiento más dinámico, pues la recuperación del ICC en mayo y junio sugiere que los consumidores finalizaron el segundo trimestre siendo más optimistas (Gráfico 40). Igualmente, para el resto del año se prevé que se mantengan factores como las bajas tasas de interés y de inflación, la dinámica de los flujos de remesas y una mayor generación de empleo. Estos factores tienen efectos positivos sobre el ingreso disponible de los hogares y el consumo. Así mismo, se espera que se siga observando una importante reposición de los bienes de consumo durable, en especial, electrodomésticos y vehículos.

b. Consumo del Gobierno

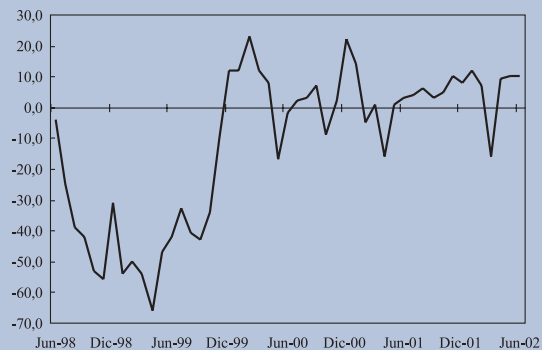
Durante el primer trimestre del año el consumo del Gobierno se contrajo 0,2% (Cuadro 6). Esto se había anticipado en el informe de inflación anterior y es consistente con el programa de ajuste de las finanzas públicas que el Gobierno Nacional Central (GNC) está ejecutando.

De acuerdo con el balance preliminar del GNC para el primer trimestre de 2002⁴, los pagos de funcionamiento cayeron 14% frente a los tres primeros meses de 2001, como consecuencia de una contracción en las transferencias de 18%, un crecimiento negativo de 30% de los gastos generales y un aumento de 6% en los servicios generales.

Para el segundo trimestre se espera una mejor dinámica del consumo del Gobierno, cuyos resultados

⁴ Gobierno Nacional Central, primer trimestre de 2002. Documento Asesores Confis, No. 5, junio 21 de 2002.

GRÁFICO 41
EVOLUCIÓN DE LAS VENTAS DEL COMERCIO
(BALANCES)



Fuente: Fenalco.

observados en el primer trimestre, dependieron en buena parte del cambio en las fechas para los giros de las transferencias a las regiones (de acuerdo con el nuevo sistema general de participaciones⁵), y que sólo hasta el mes de abril el GNC decretó el incremento salarial para los trabajadores públicos.

En cuanto al anuncio de congelar recursos por \$2,2 billones (aproximadamente 1% del PIB) para cumplir con las metas fiscales del año, aún no se conoce cuáles serán los rubros afectados con la medida, y si su impacto se verá en la segunda mitad de este año o en 2003.

4. Inversión

Durante el primer trimestre de 2002 la inversión total, medida como la formación bruta de capital, se contrajo 6,1% respecto al primer trimestre del año anterior. Al descontar la acumulación de existencias se evidencia un estancamiento en la inversión medida como formación bruta de capital fijo (0,8%). A partir de las cifras entregadas por el DANE se estimó que la variación de existencias durante el primer trimestre del año fue -62,2%. No es fácil interpretar el proceso de desacumulación de inventarios que se ha venido presentando en los últimos tres trimestres y que ha coincidido con la desaceleración de la producción industrial y del estancamiento de las exportacio-

⁵ Ley 715 de 2001.

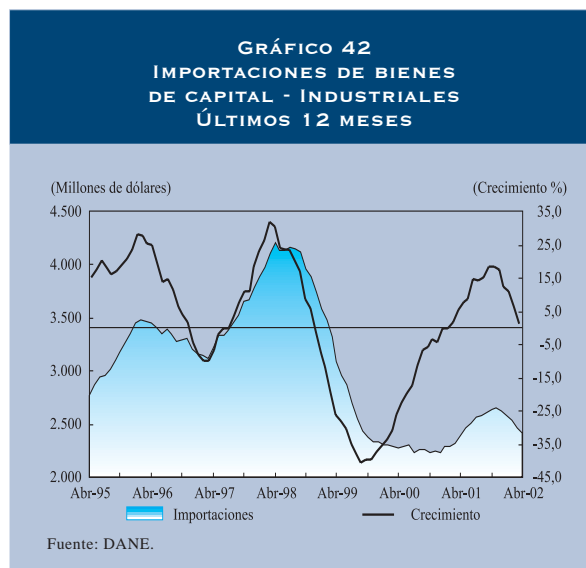
nes no tradicionales industriales. Teniendo en cuenta el actual contexto internacional, la interpretación más probable es que las expectativas de demanda de los empresarios se han deteriorado, lo que ha conducido a una menor producción industrial e inversión.

El estancamiento de la formación bruta de capital se explica por la contracción de la inversión en obras civiles (-17,0%) y en equipo de transporte (-16,3%), y el crecimiento nulo de la inversión en maquinaria y equipo (1,6%), que compensaron el buen desempeño de la inversión en edificaciones (24,3%).

Los datos del DANE al mes de abril muestran que las importaciones de bienes de capital industrial se han contraído 22,6% en lo corrido del año, y en los últimos 12 meses sólo han crecido 1,1% (Gráfico 42). Este hecho puede estar asociado con un fenómeno de sobreinversión de las empresas. En los tres primeros trimestres del año anterior, la inversión en maquinaria y equipo fue uno de los rubros más dinámicos de la formación bruta de capital (Cuadro 6). Este fenómeno muy posiblemente obedeció a un proceso de reposición de equipos y de inversión en competitividad que los empresarios efectuaron motivados por la recuperación de la industria en el año 2000 (en este mismo año las exportaciones no tradicionales industriales crecieron 21,9%). Sin embargo, con la desaceleración de la producción industrial que se empezó a observar a partir del segundo trimestre de 2001 las expectativas de producción de los empresarios no se cumplieron, llevando consigo un nivel de utilización de capacidad instalada inferior al registrado durante el año 2000 (véase el literal D. de este capítulo).

En la medida que se prevé que la demanda total continuará débil por el pobre desempeño de las exportaciones, no se considera que existan incentivos para que los empresarios adelanten ambiciosos programas de expansión. De este modo, y como se señaló en el informe anterior, se espera que la inversión en maquinaria y equipo continúe siendo poco dinámica en lo que resta del año.

Para el resto del año, se espera que la inversión en obras civiles muestre una dinámica similar a la ob-



servada en el primer trimestre del presente año, lo cual es consistente con el programa de ajuste de las finanzas públicas. Un comportamiento similar debe tener la inversión en equipo de transporte, si se tiene en cuenta que para el resto del año no se prevé una importación masiva de buses para el sistema de transporte masivo de Bogotá, y que el grueso de la ayuda en equipo militar del Plan Colombia se efectuó el año anterior. En cuanto a la inversión en edificaciones, este rubro continuará siendo uno de los más dinámicos, tal como lo sugieren algunos indicadores sectoriales como el crecimiento anual durante los cinco primeros meses del año de los préstamos reales entregados a los constructores (156,8%) y a los compradores (70,5%). Por otra parte, al mes de abril las licencias aprobadas para la construcción de vivienda experimentaron un crecimiento de 51,0% en lo corrido del año frente al mismo período del año anterior. Al desagregar, las licencias para vivienda de interés social han crecido 76,5% y para el resto de vivienda 35,3% en el mismo período de tiempo.

5. Producción industrial

La NMMM del DANE registró una importante contracción de la producción industrial (-11,0%) durante el primer trimestre del año. Este desempeño del sector se explica, principalmente por la celebración de la Semana Santa en el mes de marzo, cuando en 2001 ésta tuvo lugar en el mes de abril. De esta forma, la comparación no tiene en cuenta que el primer

trimestre de este año tuvo tres días hábiles menos que el mismo período del año anterior.

Los datos de la NMMM al mes de abril reportaron que la producción industrial se ha contraído 1,0% al comparar los cuatro primeros meses del año con el mismo lapso de tiempo en el año 2001 (Gráfico 43). La comparación a esta fecha ya tiene descontado el “efecto” de la Semana Santa y permite hacer un análisis más claro.

De acuerdo con el DANE, la producción industrial mantiene la tendencia decreciente que viene presentando desde el segundo trimestre de 2001. Este comportamiento se explica por la menor dinámica de las exportaciones no tradicionales industriales y la lenta recuperación de la demanda interna. Es así como a partir del segundo trimestre de 2001, las empresas colombianas empezaron un proceso de acumulación de inventarios que las llevó a disminuir su actividad productiva (Gráfico 44).

El comportamiento de la variación de existencias, que se estima a partir de las cifras del DANE (Cuadro 6), aparentemente es consistente con la evolución observada de la producción y las ventas industriales. Ahora bien, algunos indicadores parecen sugerir que las empresas ya lograron deshacerse, en gran parte, de los inventarios que habían acumulado. La encuesta de opinión empresarial (EOE) de Fedesarrollo del mes de mayo, sugiere que las empresas no exportadoras se han ajustado más rápido que las exportadoras (Gráfico 45).

Para el segundo trimestre del año se espera un repunte de la producción industrial, pero por efectos estadísticos (Semana Santa). La demanda de energía eléctrica del segundo trimestre que fue 4,0% mayor que la observada en el mismo período del pasado año (Gráfico 46), sustenta la anterior apreciación. Así mismo, hace esperar un repunte de la actividad económica urbana para los meses de abril, mayo y junio.

En cuanto a la evolución del sector en el segundo semestre del año, esta dependerá del comportamiento del mercado interno. De ser cierta la hipótesis que las empresas no exportadoras han logrado ajustar su

GRÁFICO 43
ÍNDICE DE PRODUCCIÓN REAL INDUSTRIAL
CRECIMIENTO ANUAL AÑO CORRIDO
(PORCENTAJE)

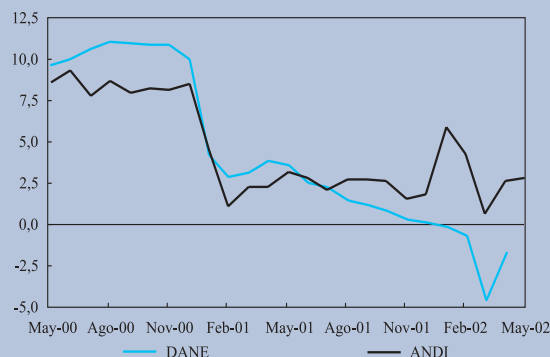


GRÁFICO 44
PRODUCCIÓN VS VENTAS INDUSTRIALES
CRECIMIENTO ANUAL AÑO CORRIDO
(PORCENTAJE)

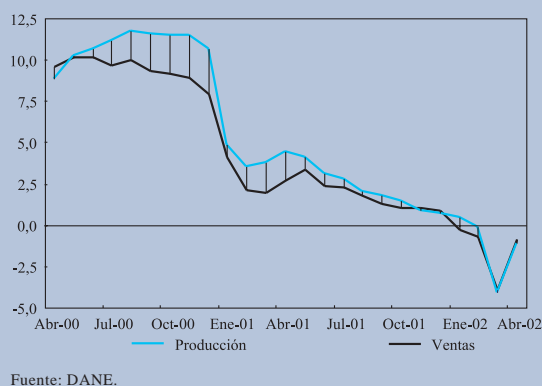
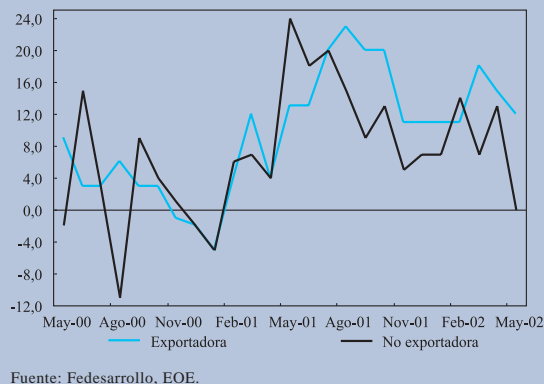


GRÁFICO 45
NIVEL ACTUAL DE EXISTENCIAS
(BALANCES)



nivel de inventarios, cualquier repunte en la demanda tendrá efectos inmediatos sobre el nivel de producción. En cambio, para el caso de las empresas exportadoras las perspectivas son bastante inciertas. Como se mencionó en el apartado de *Demanda Externa*, en el corto plazo no se prevé una recuperación de las exportaciones no tradicionales industriales.

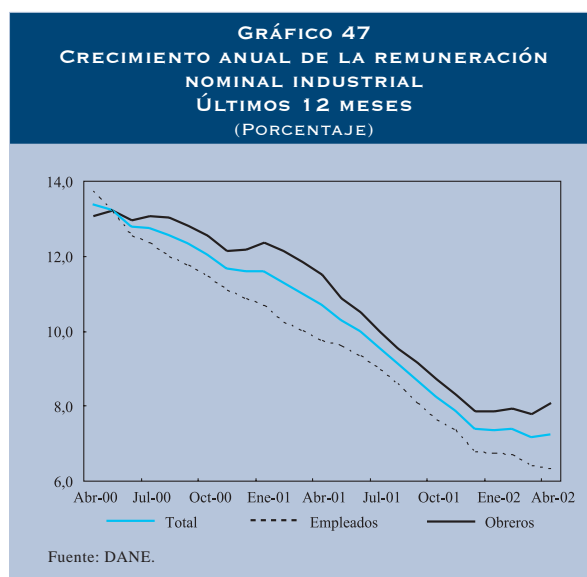
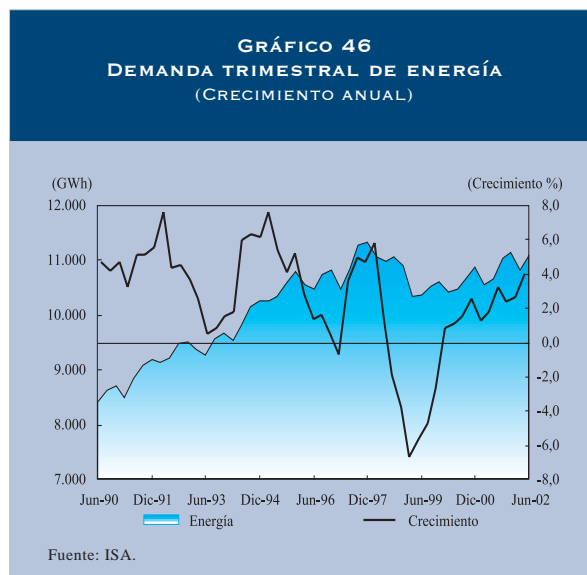
C. SALARIOS Y EMPLEO

1. Salarios industriales

Al mes de abril de 2002, el ritmo de ajuste de los salarios nominales del sector industrial siguió disminuyendo, aunque con una menor velocidad respecto a lo observado el año anterior. Para este mes, la variación anual de los últimos 12 meses de los salarios nominales del conjunto de trabajadores del sector fue 7,9%, inferior en 4,0 puntos porcentuales a la observada para el mismo mes el año pasado. Esta disminución fue mayor que la reducción de la inflación para el mismo período (2,3 puntos porcentuales), por lo que los salarios reales presentaron un menor ritmo de ajuste.

Las prestaciones pagadas a los trabajadores del sector exhibieron un comportamiento similar al de los salarios nominales (siguieron disminuyendo su ritmo de ajuste, aunque con menor velocidad respecto a trimestres anteriores). Al mes de abril de 2002, el crecimiento anual de los últimos 12 meses de las prestaciones pagadas al total de los trabajadores (obreros + empleados), fue 6,3%, lo que representa una disminución en 2,8 puntos porcentuales frente a la variación observada en abril de 2001.

Como se ha venido observando en los trimestres anteriores, los menores ajustes de los salarios y de las prestaciones se tradujeron en un crecimiento de la remuneración total (salarios + prestaciones) de los trabajadores del sector, más acorde con la meta de inflación del Banco de la República (Gráfico 47). De esta forma, al mes de abril de 2002 el crecimiento de la remuneración total de los trabajadores fue 7,2%, menor que la observada en diciembre de 2001 (7,4%).



El aumento más moderado de los salarios nominales a lo largo del año, no fue suficiente para compensar la caída que registró la productividad de los obreros a lo largo de los primeros cuatro meses del año. De esta forma, se observa que el costo laboral unitario real (CLUR), experimentó un importante repunte durante el primer trimestre del año, pero registró un bajo nivel durante el mes de abril (Gráfico 48). Una vez más, el fenómeno de Semana Santa explica, en gran parte, la menor productividad que desencadenó un incremento transitorio del CLUR. Teniendo en cuenta que la variación observada del CLUR durante los tres primeros meses del año obedece a un fenómeno estadístico, y que su nivel en abril volvió a situarse en un valor si-

milar al observado a finales de 2001, no se esperan presiones inflacionarias para el resto del año en cuanto atañe a los salarios industriales.

2. Empleo

Para el mes de mayo, la tasa de desempleo en las 13 principales áreas urbanas fue 17,5%, 0,6 puntos porcentuales menor que la registrada para el mismo mes del año anterior (Gráfico 49). En el total nacional, la tasa de desempleo fue 15,3%, 0,9 puntos porcentuales mayor que la de mayo de 2001.

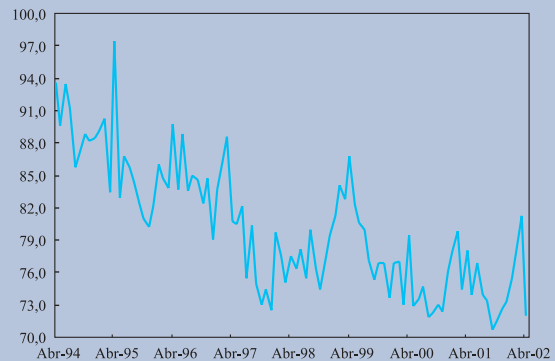
La menor tasa de desempleo de las 13 ciudades se explica por el mayor dinamismo en la generación de empleo que compensó la mayor oferta laboral. La tasa de ocupación fue 1,2 puntos porcentuales mayor que la del mismo mes del año anterior, compensando (positivamente) el aumento de la tasa global de participación, la cual fue 1,0 punto porcentual mayor que la de mayo de 2001.

El mayor dinamismo de la generación de empleo está asociado al buen comportamiento que han tenido a lo largo del año las actividades intensivas en mano de obra. Tal es el caso de la construcción de edificaciones, que, como se mencionó en el aparte de inversión, se espera sea el sector más dinámico de la economía durante este año. Igual ocurre con la actividad comercial que en el caso de los grandes almacenes e hipermercados, incrementaron sus ventas reales 4,4% anual en el primer trimestre del año, y aumentaron 1,6% el personal ocupado en el mismo período de tiempo. En cuanto al comercio al por menor, el empleo aumentó 3,3% en los tres primeros meses del año.

La NMMM del DANE, al mes de abril de 2002 indica que continúa el deterioro en el empleo industrial. La variación anual para el empleo total (permanentes + temporales) fue -5,1%. Al descomponer por tipo de empleo, se observa que la reducción del empleo industrial se concentra en los de tipo permanente (-7,1%), y ha empezado a afectar el de tipo temporal (-1,0%).

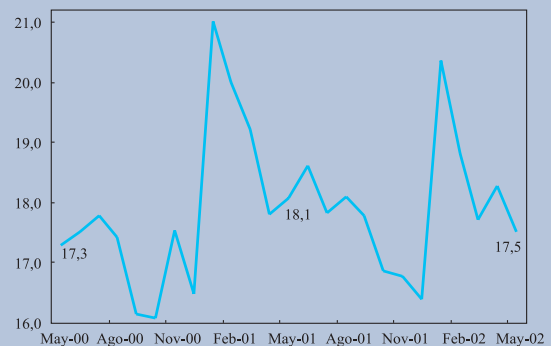
Para el resto del año, los resultados de la encuesta de expectativas del Banco de la República, al mes de abril, no son tan optimistas como los de la encuesta

GRÁFICO 48
COSTO LABORAL UNITARIO REAL
PARA OBREROS DEL SECTOR INDUSTRIAL



Fuente: DANE.

GRÁFICO 49
TASA DE DESEMPLEO 13 CIUDADES
NUEVA METODOLOGÍA
(PORCENTAJE)



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

de enero respecto a la evolución del empleo. Sobre la evolución de la planta de personal en los próximos tres meses, el porcentaje de encuestados que afirmó estar dispuesto a aumentarla fue 9,9%, casi la mitad de las respuestas de enero (Gráfico 50). Similar comportamiento se observó en la evolución de respuestas de la evolución de la planta de personal a seis meses, donde el porcentaje de encuestados que afirmó tener planes de aumentarla fue 8,6% (Gráfico 51).

3. Pactos de incremento salarial

El Cuadro 3 muestra el porcentaje de trabajadores beneficiados por rangos de incremento salarial

pactados a uno y dos años en las convenciones colectivas reportadas al Ministerio de Trabajo y Seguridad Social.

La primera parte del cuadro, muestra el porcentaje de trabajadores beneficiados por negociaciones de incremento salarial a un año, durante el primer semestre del año. Se destaca una distribución relativamente uniforme, siendo los rangos [6,5%-8,0%] y [8,0%-10,0%], los que mayor porcentaje de beneficiados albergaron: 62,7%. A su vez, se destaca cómo, frente a lo reportado en igual período de 2001, los beneficiados presentaron un reordenamiento. Así, mientras en 2001 tan solo el 3,0% de los trabajadores beneficiados pactaron en el rango 6,5%-8,0%, ya para 2002, este porcentaje se había incrementado a 29,7%. Por su parte, el rango comprendido entre 8,0% y 10,0%, en 2001 abarcaba el 69,3% de los beneficiados, pero para 2002 el porcentaje se redujo a la mitad: 33,0%. Lo anterior es reflejo tanto de las menores expectativas de inflación como de la ganancia en la credibilidad de la meta de inflación del Banco de la República.

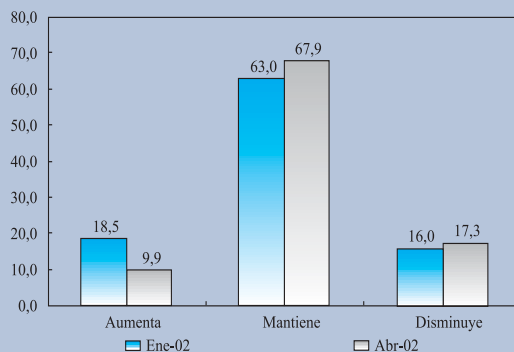
De igual forma, en la segunda parte del Cuadro 7, se presenta el porcentaje de trabajadores beneficiados por rangos de incremento salarial a dos años, de nuevo, entre enero y junio de 2002. Se observa que aproximadamente el 85,0% de los beneficiados se concentra en el rango de IPC e IPC + 2,5. Este porcentaje es 8,0 puntos porcentuales superior al reportado en igual período de 2001.

D. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA Y BRECHA DEL PRODUCTO

Los indicadores de utilización de capacidad instalada presentados en este informe coinciden en registrar un menor nivel de utilización que el promedio histórico para el mes de mayo.

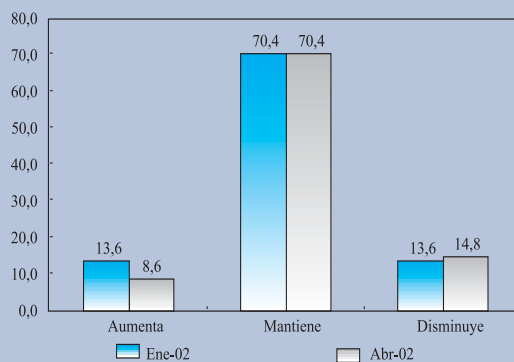
Según la EOE de Fedesarrollo, para el mes de mayo, la utilización de la capacidad instalada para el período entre marzo y mayo de 2002, fue 3,2 puntos

GRÁFICO 50
EVOLUCIÓN DE LA PLANTA DE PERSONAL DE LAS EMPRESAS EN LOS PRÓXIMOS TRES MESES (PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República. Encuesta de expectativas, abril de 2002.

GRÁFICO 51
EVOLUCIÓN DE LA PLANTA DE PERSONAL DE LAS EMPRESAS EN LOS PRÓXIMOS SEIS MESES (PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República. Encuesta de Expectativas, abril de 2002.

CUADRO 7
PORCENTAJE DE BENEFICIADOS POR NIVEL DE INCREMENTO SALARIAL PACTADO (ENERO-JUNIO DE 2002)

Negociaciones a un año					
<6,5	[6,5-8,0]	[8,0-10,0]	[10,0-12,0]		
13,4	29,7	33,0	23,8		
Negociaciones a dos años					
<6,5	[6,6-11,0]	IPC	[IPC + 0,5-IPC + 2,5]	SML	Otros
2,7	10,6	39,5	45,1	0,8	1,3

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

porcentuales menor que el promedio observado en esos mismos meses en los últimos 11 años. Por otra parte, el indicador que se obtiene a través de la EOIC de la ANDI fue inferior en 1,8 puntos porcentuales al promedio registrado en el mes de mayo en los últimos ocho años (Gráfico 52).

La menor utilización de capacidad instalada en la industria se explica por el importante proceso de modernización tecnológica y de reposición de equipos que se dio el año anterior, el cual no ha sido compensado por una reactivación de la producción, resultando en un incremento en la capacidad instalada ociosa.

La brecha del producto estimada con base en la demanda de factores productivos (enfoque de producción), confirma la existencia de una amplia capacidad instalada sin utilizar para la economía en su conjunto. Al primer trimestre de 2001, la brecha equivalía a un 3,5% del PIB y se espera que se mantenga en ese nivel en el resto del año, más aún la meta de crecimiento de la economía para este año se redujo a 1,5% (Gráfico 53).

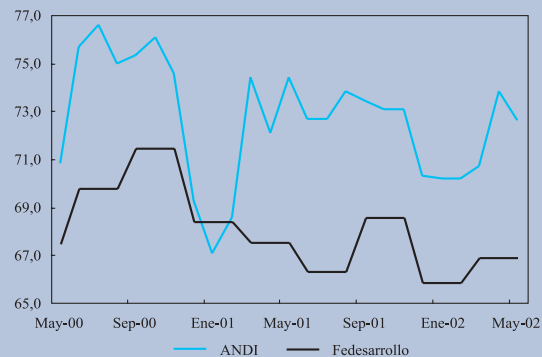
Lo anterior implica que para el resto del año no se deberían presentar presiones inflacionarias en relación con la demanda, por lo menos en lo que respecta a los bienes de origen industrial.

E. SITUACIÓN FISCAL

Al cierre del primer semestre, las operaciones de caja del Gobierno Nacional contabilizaron un déficit por valor de \$5.197 mm equivalente al 2,5% del PIB anual. Como se anotó en el informe del mes de marzo, estas operaciones constituyen una aproximación a la situación fiscal del Gobierno, a pesar de que solo consideran los flujos de ingresos y gastos que se realizan a través de la Tesorería General de la Nación. (Cuadro 8).

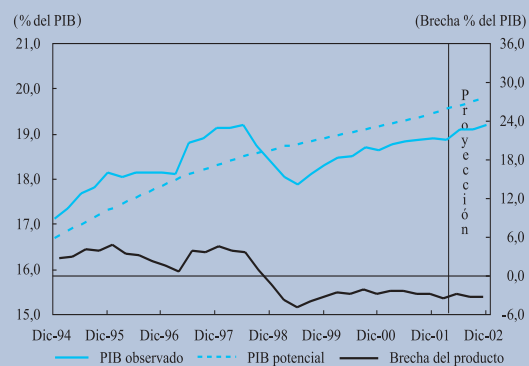
Frente al primer semestre del año 2001, los ingresos decrecieron 0,5% y los gastos aumentaron 9,7%. Los ingresos de caja estuvieron afectados

GRÁFICO 52
UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA



Fuente: ANDI y Fedesarrollo.

GRÁFICO 53
BRECHA DEL PRODUCTO (GAP)
(BILLONES DE PESOS DE 1994)



Fuente: Banco de la República, SGEE.

por el comportamiento de los impuestos cuyo recaudo disminuyó 1,5%. Las mayores caídas en el recaudo se concentran en el impuesto a la gasolina y en los impuestos a las importaciones. En el primer caso, la reducción en el recaudo refleja tanto la disminución de la tarifa como el bajo ritmo de actividad económica observado a lo largo del año. En el segundo caso, el recaudo por IVA externo y gravámenes arancelarios estuvo afectado por el lento dinamismo de las importaciones y por la revaluación del período. El impuesto sobre la renta registró una caída cercana al 2,0%, especialmente como consecuencia del bajo nivel de actividad económica del año 2001.

Por el lado del gasto se observa un crecimiento de 6,5% en intereses, 10,4% en funcionamiento y 13,4% en inversión. Dentro de los pagos de funcionamiento, los servicios personales crecen 10,7% y las transferencias 12,3%. Los gastos generales, por el contrario, decrecen 9,2%, gracias a la aplicación de la Ley 617 de 2000, según la cual el crecimiento anual por este rubro, con excepción de los pagos asociados con el sector salud y las fuerzas militares, no podrá superar en promedio el 50,0% de la meta de inflación.

El financiamiento del déficit se realizó con recursos del crédito interno. El endeudamiento externo neto fue negativo en \$1.396 mm con desembolsos por \$693 mm y amortizaciones por \$2.089 mm. Por su parte, el endeudamiento interno neto alcanzó \$5.072 mm producto de desembolsos por \$9.645 mm frente a amortizaciones por \$4.573 mm. Dentro de los desembolsos de crédito interno, las colocaciones de TES B ascendieron a \$9.193 mm, de los cuales \$4.967 mm corresponden a subastas, \$3.071 mm a inversiones convenidas y \$1.154 mm a inversiones forzosas.

CUADRO 8
GOBIERNO NACIONAL CENTRAL
OPERACIONES EFECTIVAS DE CAJA, ENERO-JUNIO:2001-2002
(MILES DE MILLONES DE PESOS)

	2001	2002	Crecimiento anual 2002/2001
I. Ingresos totales (A + B)	15.671,0	15.589,0	(0,5)
A. Tributarios	13.056,0	12.864,0	(1,5)
Renta	5.963,0	5.858,0	(1,8)
IVA interno	3.232,0	3.452,0	6,8
IVA externo	1.507,0	1.408,0	(6,6)
Gravamen	1.044,0	968,0	(7,3)
Gasolina	577,0	480,0	(16,8)
Transacciones financieras	712,0	682,0	(4,2)
Otros	21,0	16,0	(23,8)
B. Otros ingresos	2.615,0	2.725,0	4,2
II. Gastos totales (A + B + C)	18.954,0	20.786,0	9,7
A. Intereses	4.983,0	5.307,0	6,5
Externos	1.656,0	1.896,0	14,5
Internos	3.327,0	3.411,0	2,5
B. Funcionamiento	11.944,0	13.181,0	10,4
Servicios personales	2.783,0	3.081,0	10,7
Gastos generales	882,0	801,0	(9,2)
Transferencias	8.279,0	9.299,0	12,3
C. Inversión	2.027,0	2.298,0	13,4
III. Déficit (-) o superávit (+) de caja (I - II)	(3.283,0)	(5.197,0)	58,3
IV. Financiamiento (A + B + C + D)	3.283,0	5.197,0	58,3
A. Crédito externo neto	4.625,0	(1.396,0)	(130,2)
Desembolsos	7.486,0	693,0	(90,7)
Amortizaciones	2.861,0	2.089,0	(27,0)
B. Crédito interno neto	1.672,0	5.072,0	203,4
Desembolsos	6.685,0	9.645,0	44,3
Amortizaciones	5.013,0	4.573,0	(8,8)
C. Venta de activos	181,0	0,0	(100,0)
D. Otros	(9.761,0)	(8.873,0)	(9,1)
V. Déficit como porcentaje del PIB	(1,7)	(2,5)	

Fuente: Dirección del Tesoro Nacional.

CONTEXTO INTERNACIONAL

Durante el primer trimestre del año, la economía mundial repuntó impulsada, principalmente, por el crecimiento de los Estados Unidos, el cual resultó ser más vigoroso que el inicialmente previsto. Sin embargo, ante la reciente debilidad del dólar, la caída de los índices bursátiles en Wall Street, el desánimo de los consumidores y los crecientes desbalances fiscal y externo en dicho país, actualmente se ha puesto en duda la solidez de la recuperación de su economía y su capacidad para arrastrar a las economías japonesa y europea. Si a lo anterior se suma el debilitamiento de las demandas internas en la zona del euro y de Japón para lo que resta del año y la crisis por la que atraviesan las economías latinoamericanas, el resultado es una disminución de las perspectivas de crecimiento mundial para 2002 y 2003 frente a lo previsto hace tres meses (Cuadro 9).

A. VISIÓN GENERAL

En el primer trimestre del año, la economía de los Estados Unidos, alcanzó una tasa de crecimiento anualizada de 6,1%, cifra mucho mayor que la prevista en marzo pasado (4,5%). Esta fuerte recuperación fue impulsada, principalmente, por el repunte de los inventarios, los cuales presentaron la primera tasa de crecimiento positivo tras seis trimestres de continuo declive y en menor medida, por el buen comportamiento del consumo de los hogares. La reactivación de la demanda hizo posible una expansión de las importaciones, la primera tras cinco trimestres de contracción continua (Gráfico 54).

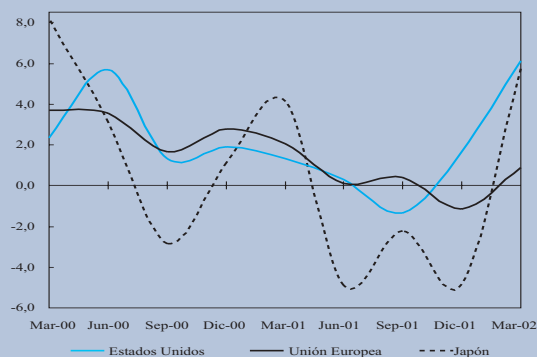
Pese a este sano repunte económico, a finales de junio la economía estadounidense exhibió signos

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

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

Fuente: Datastream con base en los pronósticos de *Consensus Economics*. El dato para Ecuador es tomado de Idea - Global (junio de 2002).

GRÁFICO 54
CRECIMIENTO TRIMESTRAL ANUALIZADO DEL PIB
ESTADOS UNIDOS, ZONA DEL EURO Y JAPÓN
(PORCENTAJE)



Fuente: Datastream.

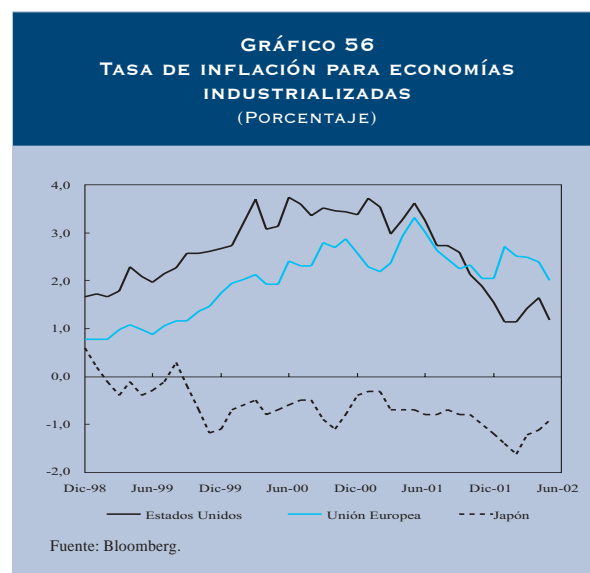
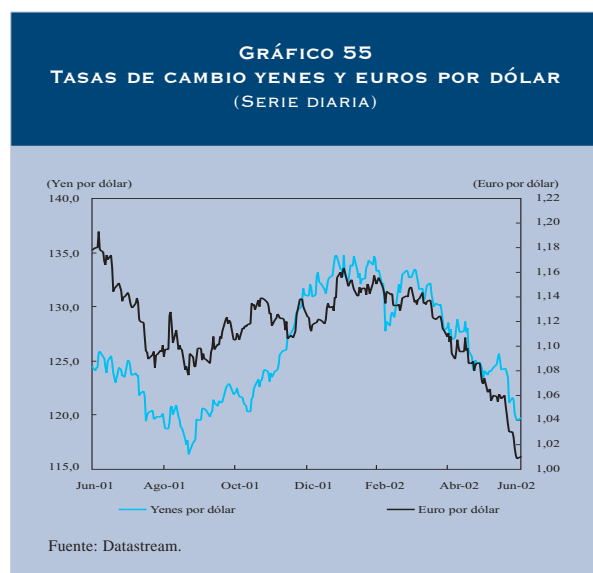
preocupantes de debilidad, los cuales añadieron incertidumbre acerca de la solidez de su recuperación al tiempo. Así, en primer lugar, se destaca el nerviosismo reinante en los mercados financieros a consecuencia de los escándalos asociados con la transparencia del sector corporativo (casos Enron, World Com, entre otros) y con la aparente sobrevaloración en los precios de las acciones bursátiles. En segundo lugar, y en parte, como consecuencia del efecto riqueza negativo que supone la caída de los índices bursátiles, se encuentra la trayectoria relativamente más moderada que parece adoptó el consumo de los hogares, tal y como lo sugieren las menores ventas al por menor de mayo y la caída en el índice de sentimiento de los consumidores de junio. Al término de junio, se incrementó la incertidumbre acerca de la sostenibilidad de los ya crecientes déficit fiscal y comercial en los Estados Unidos, reflejo de la salida de capitales del país hacia mercados más seguros y transparentes, lo que generó la rápida devaluación del dólar frente al euro y al yen (Gráfico 55).

A pesar de lo anterior, durante el segundo trimestre del año, el buen comportamiento mostrado por una serie de indicadores de oferta todavía permiten confiar en un crecimiento moderado para lo que resta del año. Entre estos indicadores se destacan el incremento en el índice de producción industrial y en los pedidos, la recuperación en el nivel de inventarios, la creciente utilización de la capacidad instalada y la mayor productividad laboral reportada. Por su parte,

la laxitud actual de la política fiscal y monetaria debe seguir constituyendo un incentivo al crecimiento económico, si bien gran parte de los efectos de este relajamiento ya se reflejó en mayores tasas de crecimiento del consumo privado durante el cuarto trimestre de 2001 y el primero de 2002.

En la actualidad, analistas internacionales consideran que el crecimiento sostenido de los Estados Unidos dependerá de los resultados en las ganancias de productividad registrados en años anteriores y en los mejores balances corporativos esperados, al tiempo que esperan que los factores positivos contrarresten ampliamente el impacto negativo de la mayor incertidumbre, la devaluación del dólar y la posible debilidad del consumo del sector privado. Así, el consenso de analistas internacionales espera que la economía estadounidense alcance durante 2002 una tasa de crecimiento cercana al 2,7% y para 2003, se prevé un crecimiento más vigoroso (3,6%) (Cuadro 9).

Para el segundo semestre del año, la política monetaria deberá contribuir a la reactivación económica de los Estados Unidos, toda vez que la inflación parece estar controlada. De hecho, durante el segundo trimestre, la inflación registró un importante descenso. El índice de precios al consumidor total en mayo reportó un incremento anual de 1,2%, al tiempo que la inflación básica permaneció estable al fluctuar alrededor del 2,5% (Gráfico 56).



La reciente devaluación del dólar puede generar un rebrote inflacionario. Sin embargo, diversos analistas internacionales no lo consideran factible debido a que el traspaso estimado de la devaluación a la inflación es inferior al 20,0%. Adicionalmente, gracias a las menores expectativas de inflación, a la utilización de capacidad instalada, la cual permanece por debajo de su nivel promedio histórico, y a las ganancias reportadas por la productividad laboral, se espera que la inflación permanezca moderada durante todo 2002.

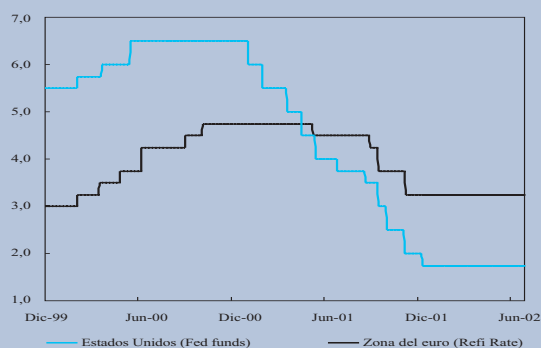
Las menores perspectivas de inflación, aunadas a la actual incertidumbre acerca de la recuperación económica permitieron que, el pasado 26 de junio, el comité de operaciones de mercado abierto de la Reserva Federal mantuviera su política monetaria acomodaticia dejando inalterada su tasa de intervención en 1,75% (Gráfico 57). En la actualidad, las declaraciones de los miembros de esta institución ratifican el compromiso de este organismo con el crecimiento sostenible de la economía, por lo que analistas internacionales no consideran factible un incremento en la tasa de interés antes de noviembre, al tiempo que prevén que éste no supere los 25 pb. De consolidarse la recuperación económica en los próximos meses, es posible que la Fed incremente rápidamente su tasa de intervención hasta situarla en 3,5% hacia junio de 2003.

La recuperación de la economía de los Estados Unidos repercutió favorablemente en la dinámica de cre-

cimiento de las demás economías industrializadas. Es así, como, en los tres primeros meses del año, la economía europea logró un crecimiento trimestral anualizado de 0,9% tras la contracción experimentada a finales de 2001. Esto fue posible gracias al positivo balance externo de la zona, el cual logró compensar con creces la recaída de su demanda interna. Algo similar puede decirse respecto de la economía japonesa, la cual repuntó y reportó una tasa de crecimiento trimestral anualizada de 5,7%, en el primer trimestre del año, la primera positiva después de cuatro trimestres de contracción (Gráfico 54).

Sin embargo, a pesar de este aceptable crecimiento, el futuro de la actividad económica en la zona del euro y en Japón está comprometido. Con respecto a la zona del euro, a pesar de la mayor demanda de exportaciones, la debilidad del sector industrial no ha contribuido a la recuperación del empleo ni de la demanda interna, al tiempo que las perspectivas negativas de los inversionistas acerca del crecimiento regional se han puesto en evidencia. Es así como la salida de capitales de los Estados Unidos hacia Europa debería haberse reflejado no solo en la apreciación del euro, sino también en la recuperación de sus índices bursátiles, y, por esta vía, en el comportamiento de los indicadores del sector real. Sin embargo, hasta el momento, en el corto plazo, esto último no se ha verificado. Otro lunar al crecimiento regional, como se explicó en el informe de inflación pasado, es la rígida postura fiscal a la que están sometidos los países de la zona, la cual, no ha permitido la implementación de políticas contracíclicas que ayuden a reactivar su débil demanda interna. Con respecto a la economía nipona, en la actualidad existe gran divergencia entre el comportamiento de la demanda externa y el de la interna. Así, mientras que la primera se ha recuperado jalonada por la recuperación de los Estados Unidos y Asia del Este y ha repercutido positivamente sobre la producción industrial, la segunda continúa deprimida a consecuencia de los menores ingresos de los hogares y las malas condiciones por las que atraviesa el mercado laboral. Finalmente, la reciente revaluación del euro y el yen (Gráfico 55) junto con el alto grado de exposición de las empresas europeas y japonesas al desempeño

GRÁFICO 57
TASAS DE INTERÉS PARA ECONOMÍAS
INDUSTRIALIZADAS
(PORCENTAJE)



Fuente: Bloomberg.

de la economía americana constituyen un lunar para el ritmo de expansión económica en la medida que se confirme la menos sólida recuperación de los Estados Unidos.

Con respecto al crecimiento futuro en la zona del euro, el consenso de los analistas internacionales espera que las exportaciones continúen siendo el motor de crecimiento regional. Adicionalmente, se prevé que debido a la débil demanda interna, el satisfactorio comportamiento de la inflación total (Gráfico 56), y la importante revaluación del euro, el Banco Central Europeo mantenga inalterada su ya relajada postura monetaria. De tal manera, que a finales de 2002 y 2003 la región alcance unas tasas de crecimiento cercanas al 1,4% y 2,3%, respectivamente (Cuadro 9).

Para Japón, por su parte, analistas internacionales subrayan que si bien el panorama económico de corto plazo ha mejorado más rápidamente que lo previsto hace tres meses, en la actualidad esta economía está lejos de una recuperación auto-sostenida. La política fiscal continúa siendo muy restrictiva, el sistema financiero está muy debilitado, la demanda de crédito es escasa y las presiones deflacionarias continuaron incluso ante los mayores precios del petróleo y la reciente apreciación del yen (gráficos 55 y 56). Consecuentemente, el consenso de los analistas internacionales prevé, para Japón, un crecimiento cercano a -0,5% y 1,1% en 2002 y 2003, respectivamente. Dichas previsiones son mayores que las anteriormente previstas.

B. AMÉRICA LATINA

En América Latina, la mayor incertidumbre en torno a la reactivación de las economías industrializadas, sumada a los riesgos asociados con la turbulencia política, el resurgimiento del efecto contagio y la no prevista mayor aversión al riesgo de los inversionistas internacionales⁶, ha generado un drástico deterioro de sus perspectivas de crecimiento económico, y en los dos últimos meses, de los índices accionarios, de

los *spreads* de la deuda soberana y de un fuerte debilitamiento en sus tipos de cambio (Cuadro 9, Gráfico 58 y Cuadro 10).

En Brasil, los resultados arrojados por las encuestas de intención de voto presidencial y los escándalos corporativos protagonizados por grandes empresas en los Estados Unidos, exacerbaron las perspectivas de



CUADRO 10
DEVALUACIÓN DE LAS MONEDAS LATINOAMERICANAS
FRENTE AL DÓLAR ESTADOUNIDENSE

	Mes de junio	Anual	Año corrido
Argentina	7,0	282,0	282,3
Brasil	11,9	22,5	21,9
Chile	4,7	9,5	3,8
México	3,3	9,9	8,8
Perú	1,4	0,0	2,0
Venezuela	19,5	88,2	76,4
Uruguay	12,8	37,5	26,8

Fuente: Datastream, 28 de junio de 2002.

⁶ En su informe del 3 de julio de 2002 (*World Outlook*, Q3, 2002), el Deutsche Bank afirmó que en lo corrido del año, de Latinoamérica han salido capitales en una cuantía cercana al 5% del PIB regional. Para Venezuela y Argentina, esta cifra alcanza el 10% de sus respectivos PIB.

los inversionistas extranjeros, las cuales, en la actualidad, reflejan un deterioro en los fundamentales de esta economía. Esta percepción negativa generó una rápida salida de capitales, la cual depreció de manera importante la moneda interna (el real) al tiempo que golpeó fuertemente el *spread* de la deuda soberana, incrementándolo en 861 pb durante el mes de junio. Al finalizar el segundo trimestre, el *spread* había alcanzado un nivel superior al observado durante la crisis de 1998.

La reacción de las autoridades económicas brasileñas ha sido rápida. Para tratar de restaurar la confianza en la economía, el Banco Central de Brasil mantuvo inalteradas sus tasas de intervención a pesar de la mayor inflación y devaluación, al tiempo que aumentó el rango de meta de inflación para 2003 y 2004. Por su parte, el Gobierno amplió la meta de déficit fiscal para 2002 y ha venido manteniendo conversaciones para asegurar futuros desembolsos con el Fondo Monetario Internacional (FMI). Sin embargo, en opinión de analistas externos, la sacudida económica continuará por lo menos hasta que se realicen los comicios presidenciales (en octubre) y hasta tanto no se implemente otras medidas como las reformas impositivas y pensional. Así, con respecto a lo previsto hace tres meses, el consenso de analistas han rebajado en casi medio punto porcentual la expectativa de crecimiento para 2002 situándola en 2,1% (Cuadro 9).

Es importante advertir que la situación actual en Brasil es especialmente crítica para los países de la región. El riesgo potencial de contagio es superior al de la crisis argentina, debido a la mayor exposición del sistema financiero regional y al gran volumen de comercio regional que maneja esta economía.

Junto con Brasil, Venezuela es otra economía que compromete un mayor crecimiento regional. En primer lugar, la crisis política se ha profundizado y su desenlace, en la actualidad, es incierto. En segundo lugar, el abultado déficit fiscal, el cual se estima cercano al 4,0% del PIB este año, a pesar de los mayores precios del petróleo, ha generado una fuerte depreciación del bolívar y ha frenado rápidamente

la demanda interna. Finalmente, la fragilidad de las relaciones del Gobierno con los organismos multilaterales, incluido el FMI, limita el acceso del país al financiamiento externo. En vista de los factores anteriores, las perspectivas de una recuperación económica en el corto plazo son nulas. Analistas internacionales esperan que durante 2002 este país enfrente una contracción cercana al 3,8%.

En Ecuador, el panorama económico luce más favorable. Se estima que esta economía puede alcanzar en 2002, una tasa de crecimiento anual de 3,8%, la mayor para la subregión. Así mismo, la inflación continúa en descenso, se esperan mayores ingresos petroleros y existe un mayor ambiente para lograr un nuevo acuerdo con el FMI. Sin embargo, para ello es necesario que el Gobierno realice una gran cantidad de reformas, como la liquidación del banco público más grande del país, la reforma fiscal, el recorte de gasto público, y la confirmación del club de París de que ésta ha recibido todos los debidos pagos de amortización. Según analistas externos, es poco probable implementar estas reformas antes de las elecciones presidenciales que se realizarán en cuatro meses. Sin embargo, se espera que el FMI sea relativamente flexible, en la medida que el país ha demostrado la intención de adoptarlas.

Finalmente, la gran excepción de la región la constituyen México, país que ha mostrado cierto grado de blindaje a la agitación financiera, económica y política regional. Así, las perspectivas de crecimiento para esta economía (1,6% durante 2002) permanecen relativamente inalteradas, incluso ante la mayor devaluación del peso en el mes de junio y la ligera ampliación del *spread* de su deuda soberana.

C. PRECIOS DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS

Luego del crecimiento sostenido observado entre octubre del año anterior y marzo del presente, el índice de precios de los principales productos básicos de *The Economist* registró un leve descenso

en abril y mayo pasados. Sin embargo, en junio recuperó su tendencia ascendente y terminó 1,1% por encima del nivel observado al finalizar el primer trimestre del año. La variación anual del índice en el mes de junio fue de 2,1%, cifra que por primera vez es positiva desde julio del año 2000 (Gráfico 59).

Por grupo de bienes, el comportamiento del índice de precios de productos básicos en el segundo trimestre del año obedece, principalmente, al incremento en el subíndice de precios de los alimentos. Entre marzo y junio este grupo creció 0,7%, ubicándose este último mes 4,6% por encima del nivel registrado un año atrás. Por su parte, el subíndice de precios de los bienes industriales aumentó en el trimestre 1,6%, crecimiento que no impidió que el subíndice se situará en junio pasado 1,3% por debajo del nivel observado en el mismo mes del año anterior.

Teniendo en cuenta los últimos pronósticos de crecimiento de la economía mundial (véase sección anterior), se espera que durante los próximos meses los precios de los productos básicos mantengan la tendencia ascendente que se ha observado en lo corrido del año, aunque en menor magnitud de lo que se esperaba hace tres meses.

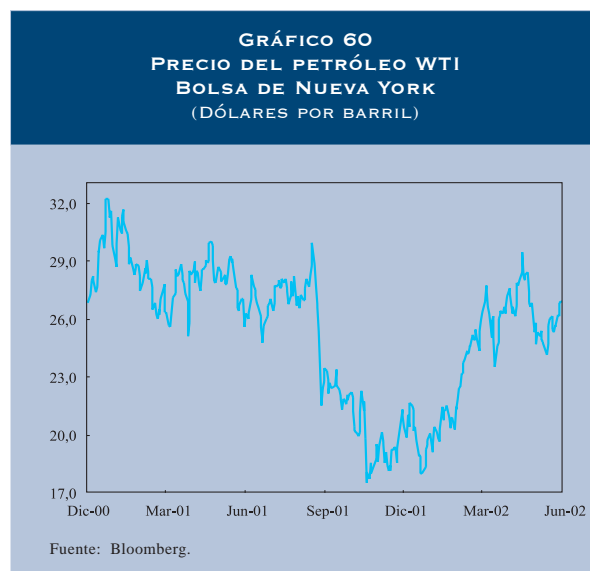
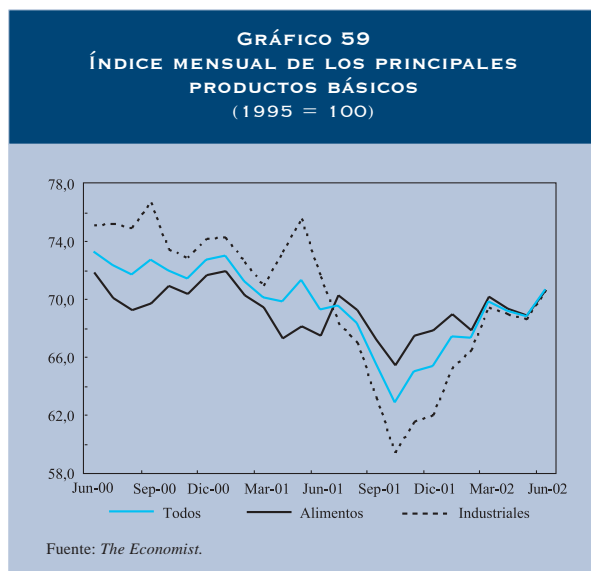
1. Petróleo

Durante el segundo trimestre del año los precios del crudo fluctuaron dentro de los niveles defini-

dos por la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) en su banda de referencia⁷. En este período el precio promedio del petróleo WTI fue US\$26,3 por barril, nivel superior en 21,7% al observado en el trimestre anterior, pero inferior en 5,8% al registrado en igual período del año 2001 (Gráfico 60).

La incertidumbre provocada por el conflicto en el Medio Oriente y por la inestabilidad en Venezuela condujo a incrementos en el precio del petróleo durante los meses de abril y mayo, alcanzando niveles superiores a US\$29,0 por barril este último mes. A mediados de mayo la tendencia creciente en el precio del crudo se revirtió reflejando una menor incertidumbre del mercado con relación a la disponibilidad de crudo. Así, en el mes de junio el precio del petróleo fluctuó entre US\$24,1 y US\$26,9 por barril⁸.

Como se señaló en el informe anterior, son dos los principales factores que pueden determinar el



⁷ Los límites de la banda de referencia son de US\$22 y US\$28 por barril para la canasta de crudos de la OPEP. Estos precios en el indicador estadounidense West Texas Intermediate (WTI) son equivalentes, aproximadamente, a US\$25 y US\$30 por barril.

⁸ En lo corrido del año, la OPEP ha mantenido su política de producción. El último recorte de producción realizado fue 1,5 millones de barriles por día y se hizo efectivo a partir del 1 de enero del presente año.

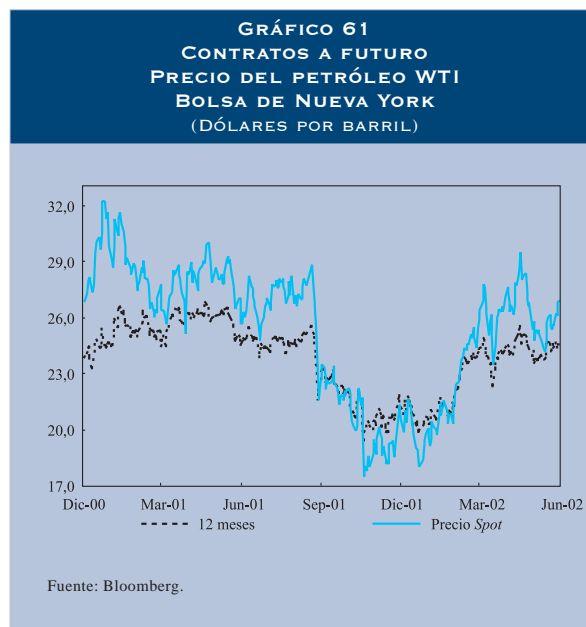
comportamiento del precio del petróleo en lo que resta del año. En primer lugar, la efectividad de los recortes de producción realizados por la OPEP desde enero del año 2001, los cuales equivalen a 1,5 millones de barriles por día, eventualmente podrían reducir el nivel de inventarios durante los próximos meses. En segundo lugar, aunque las proyecciones de crecimiento económico mundial, y especialmente de los Estados Unidos, han sido revisadas a la baja, aún se espera una expansión de la economía en el segundo semestre, lo cual prodría incrementar la demanda de crudo en los próximos meses con relación a la observada en la primera mitad del año. Adicionalmente, la incertidumbre del mercado con relación a la situación en el medio oriente sigue latente y no se descarta que pueda influir nuevamente sobre los precios en el futuro.

De acuerdo con lo anterior, y teniendo en cuenta que las cuotas de producción de la OPEP permanecerán inalteradas hasta su próxima reunión en el mes de septiembre, los inventarios de crudo podrían caer en la segunda mitad del año, generando presiones sobre los precios internacionales. Así, se estima que en los próximos meses los precios del petróleo fluctúen entre US\$26,0 y US\$27,0 por barril, lo que significaría un precio promedio en el año de US\$25,0 ó US\$25,5 por barril.

El comportamiento del precio del petróleo durante el trimestre y las expectativas del mercado para los próximos meses se reflejan en los precios de los contratos a futuro en la Bolsa de Nueva York. En efecto, para el final de junio la cotización de los contratos a futuro a un año se situaba en US\$24,6 por barril, nivel levemente superior al observado a mediados del mes de marzo (US\$23,5 por barril), lo cual indica que los agentes esperan una menor disponibilidad de crudo en lo que resta del año. (Gráfico 61).

2. Café

Como viene sucediendo desde 1999, el precio internacional del café se redujo significativamente



durante el segundo trimestre, alcanzando los niveles más bajos de los últimos años. En este período, el precio del grano fue, en promedio, US\$60,9 centavos/libra, siendo inferior en 17,0% al registrado en igual trimestre de 2001 y 2,7% menor que el precio promedio observado en el primer trimestre del año. (Gráfico 62).

El comportamiento del precio internacional del café se trasladó a los precios de los contratos a futuro cotizados en la Bolsa de Nueva York. Al finalizar el mes de junio el precio de los contratos a un año era de US\$57,7 centavos/libra, inferior en 4,4 centavos al observado al finalizar el primer trimestre del año (Gráfico 63).

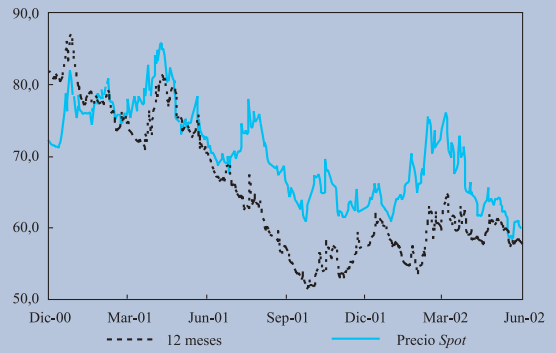
Como se ha señalado en informes anteriores, el continuo descenso del precio del café en los últimos años, ha sido el resultado de una sobreoferta del grano, lo cual ha permitido la acumulación de inventarios en los países consumidores. Las condiciones actuales del mercado no sugieren una recuperación en la cotización del grano para lo que resta del año, por lo cual se espera que un precio promedio del café se ubique alrededor de US\$66,0 centavos/libra.

GRÁFICO 62
PRECIOS DEL CAFÉ ARÁBIGO-COLOMBIA
BOLSA DE NUEVA YORK
 (US\$CTVOS. POR LIBRA)



Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO 63
CONTRATOS A FUTURO
CAFÉ ARÁBIGO
BOLSA DE NUEVA YORK
 (US\$CTVOS. POR LIBRA)



Fuente: Bloomberg.

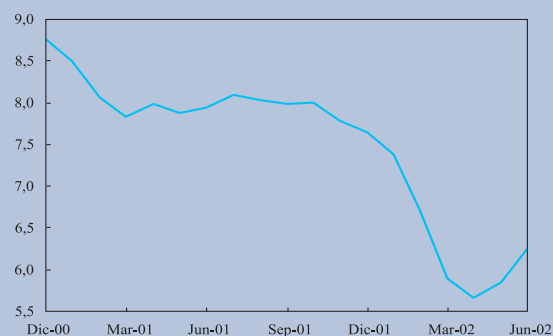
III

EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN

A. ASPECTOS GENERALES

La inflación anual al consumidor en los últimos 12 meses fue de 6,2%, registro inferior en 0,3 puntos porcentuales al de marzo pasado (Gráfico 64 y Cuadro 11). El promedio de la inflación anual para el segundo trimestre del año 2002 fue de 5,9%. Dicho promedio de inflación estuvo por encima de las previsiones realizadas por el Banco la República tres meses atrás. El pronóstico a marzo indicaba que la inflación promedio para el segundo trimestre se situaría en 5,7%, nivel inferior en 0,2 puntos porcentuales al observado. Por su parte, el pronóstico de la inflación sin alimentos se ajustó con mayor precisión al dato observado. En marzo se estimó una inflación sin alimentos promedio para el segundo trimestre de 5,0%, nivel muy similar al 5,1% observado. En el informe anterior el pronóstico de la inflación de alimentos para el segundo trimestre fue de 7,2%, frente al 7,8% observado. Esta subestimación de

GRÁFICO 64
INFLACIÓN ANUAL AL CONSUMIDOR
(PORCENTAJE)



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

CUADRO 11
INDICADORES DE INFLACIÓN
(VARIACIONES PORCENTUALES ANUALES)

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

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

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

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

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

la inflación de alimentos obedeció al repunte anticipado en los precios de la papa en mayo y junio.

Como se observa en el Gráfico 64 la inflación anual descendió de manera vertiginosa durante los cuatro primeros meses del año para luego repuntar en mayo y junio. En esencia, este repunte se explica por el ajuste aún más agudo en la inflación de alimentos, al pasar de 7,2% en marzo a 9,2% en junio. De acuerdo con la encuesta de expectativas del Banco de la República, los agentes privados anticiparon, con gran exactitud, el repunte de precios en el segundo trimestre, pues a marzo consideraban factible un salto de la inflación de 5,9% a 6,2%, tal como se observó.

La inflación en el primer semestre del año (4,8%), representa el 80% del cumplimiento de la meta establecida para el año 2002. Este porcentaje de cumplimiento es mayor que el acumulado en los seis primeros meses del año pasado que fue de 77%. Si se quiere alcanzar la meta de inflación en 2002, la inflación acumulada en el segundo semestre de este año debe necesariamente ser más baja que la acumulada en el segundo semestre del año pasado (1,4%), de acuerdo con el rango más estrecho que se cuenta en el segundo semestre de este año para cumplir la meta.

Para el tercer trimestre se espera que la inflación se mantenga en niveles cercanos a los observados en junio o quizás ligeramente por encima, en virtud del mayor ajuste previsto en el precio de los alimentos, mientras que para el cuarto trimestre se proyecta un ligero descenso de su nivel, lo cual permitirá que la inflación se sitúe muy cerca de la meta del 6%.

B. INFLACIÓN BÁSICA

A junio, el promedio de las medidas de inflación básica utilizado por la SGEE (el índice de precios al consumidor (IPC) sin alimentos, el núcleo inflacionario, y el IPC sin alimentos primarios, combustibles y servicios públicos) fue de 5,3%, inferior en 0,3 puntos porcentuales a la de marzo de 2002 y en 2,3 puntos

porcentuales a la de junio de 2002. En los últimos tres meses, los indicadores que más bajaron fueron la inflación sin alimentos y el IPC sin alimentos primarios, combustibles y servicios públicos, cada uno cayó 0,3 puntos porcentuales. Por su parte, la inflación núcleo descendió 0,1 puntos porcentuales con respecto al nivel de marzo pasado. Al finalizar el primer semestre del año, todos los indicadores de inflación básica muestran un nivel inferior a la inflación observada y a la meta de inflación del año 2002 (Cuadro 11 y Gráfico 65).

Un análisis de los componentes principales de la inflación sin alimentos, muestra que la inflación básica se ha visto favorecida por el buen desempeño en los precios de los grupos de vestuario, educación, diversión y transporte, cuyas inflaciones se han mantenido o han seguido una senda descendente a lo largo del segundo trimestre (Gráfico 66). Por el contrario, los recientes ajustes anuales en el IPC de vivienda y salud de los últimos meses, no ha permitido una menor inflación básica.

Dentro del grupo vivienda se identifican dos comportamientos contrarios. El primero corresponde a los gastos de ocupación de vivienda (arriendos), cuyo nivel de inflación a junio es moderado (2,9%), pero con una tendencia ascendente desde mediados del año pasado (Gráfico 67). El precio de los arriendos se ha caracterizado por exhibir ciclos relativamente largos

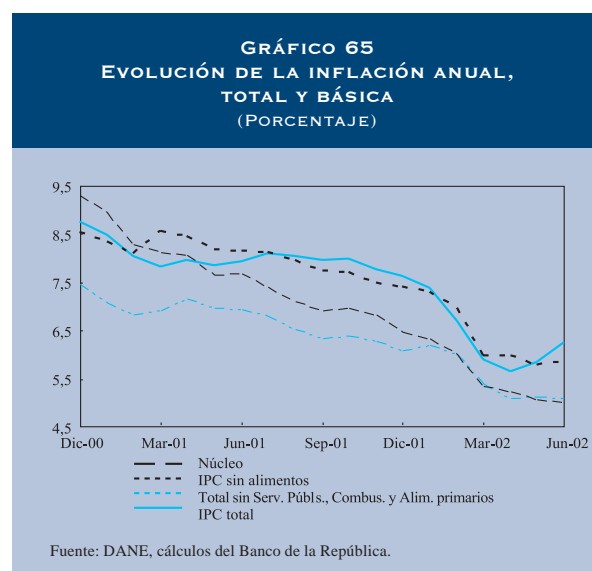
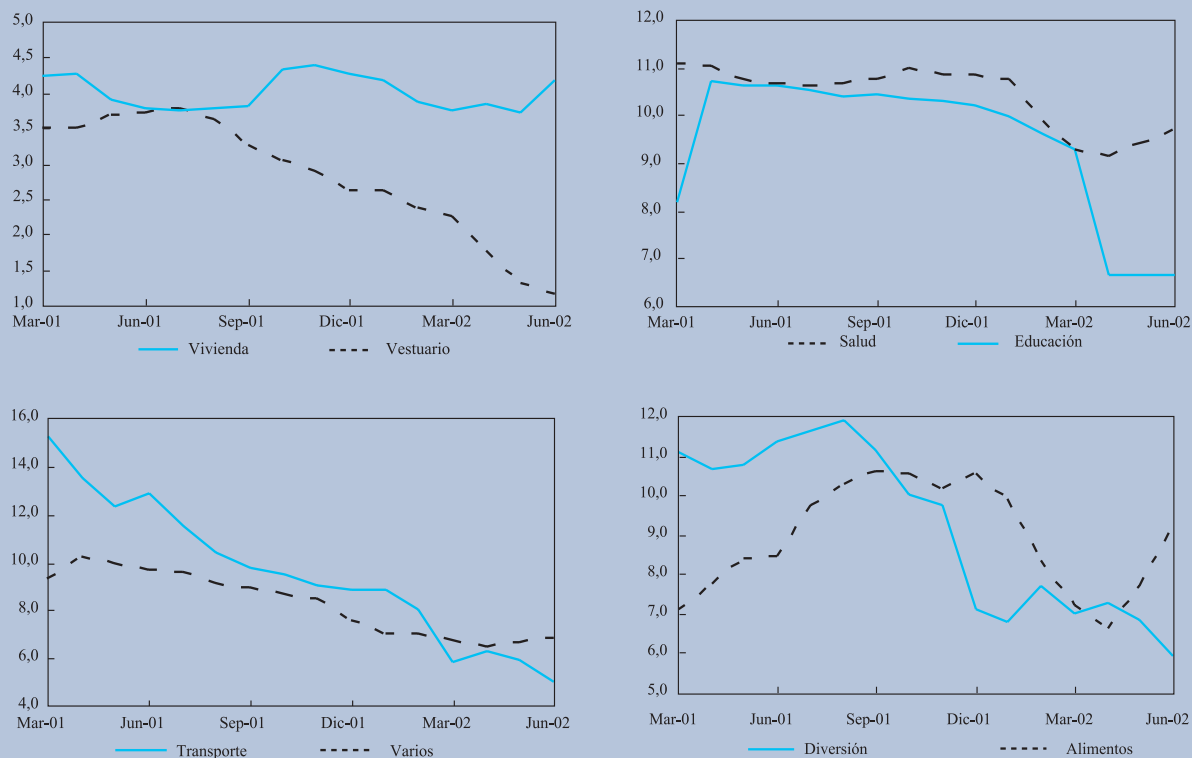
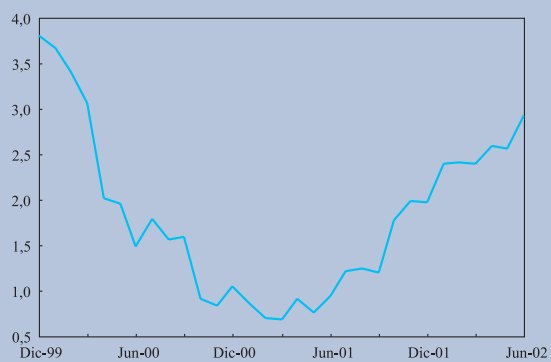


GRÁFICO 66
INFLACIÓN ANUAL DEL IPC POR GRUPOS
 (PORCENTAJE)



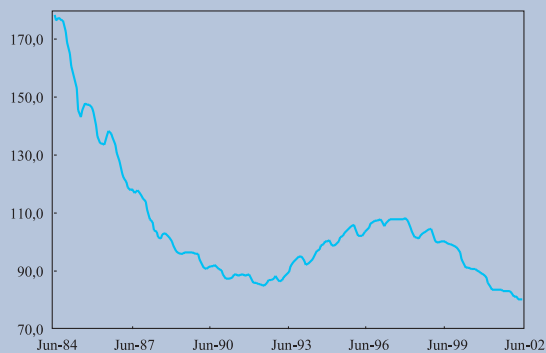
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 67
IPC, GASTOS DE OCUPACIÓN DE VIVIENDA
 (VARIACIONES PORCENTUALES ANUALES)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 68
PRECIOS RELATIVOS DE LOS ARRIENDOS
 1984:06-2002:06
 (DICIEMBRE DE 1998 = 100)



Fuente: Banco de la República, SGEE.

sin que se denote por el momento un cambio importante en sus precios relativos, que pueda anticipar incrementos cercanos o superiores a la inflación observada (Gráfico 68). La recuperación del precio real

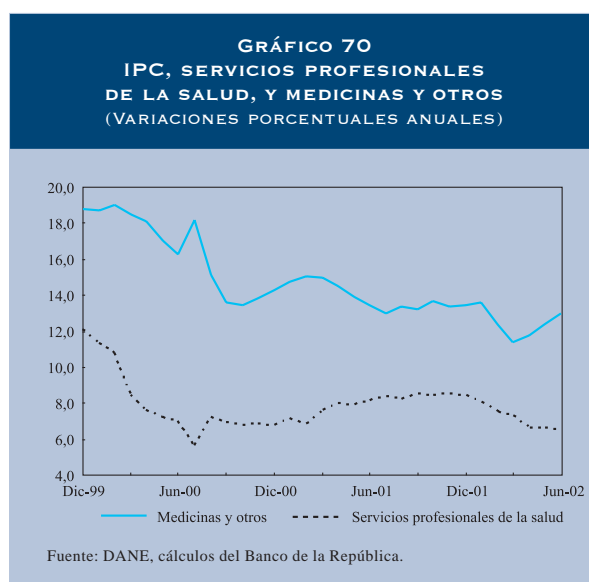
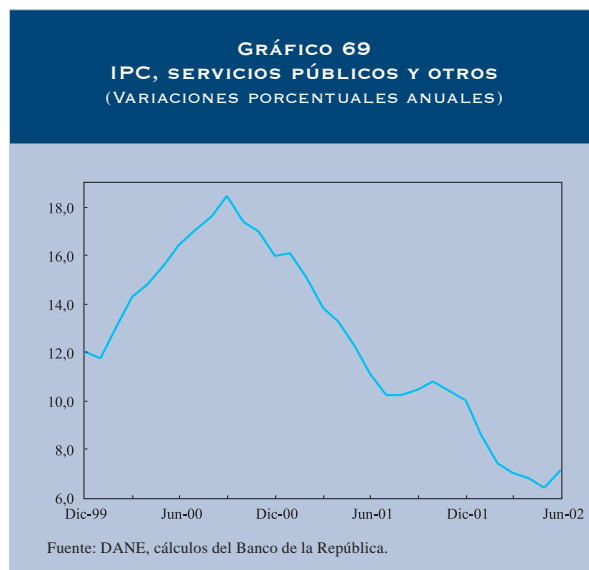
será gradual y se espera que en el mediano plazo no alcance los niveles observados a mediados de los años 90. Por lo pronto, se espera que la inflación de este componente de la vivienda siga su senda ascendente

de precios hasta final de año sin que supere la meta de inflación del 6%.

Por el contrario, desde finales del año pasado, el otro componente del grupo de vivienda, es decir, el de “servicios públicos y otros”, viene mostrando una desaceleración importante, aunque en junio experimentó un pequeño repunte (Gráfico 69). Se espera que su crecimiento anual cierre cerca de la meta de inflación al finalizar el año, dado que los incrementos autorizados por alguna de las entidades prestadoras del servicio, están atados a la inflación año corrido.

En el caso de la salud, el componente de medicinas es responsable del repunte de precios observado en los últimos meses en este grupo (Gráfico 70). Este subgrupo, usualmente sensible al tipo de cambio, redujo su inflación anual en el primer trimestre del año, en parte, como consecuencia de la revaluación del peso. Sin embargo, en los meses de mayo y junio ha mostrado nuevamente una inflación anual en ascenso, reflejo de la mayor devaluación del tipo de cambio en los últimos meses. El otro componente de la salud, los servicios profesionales, continuó mostrando una inflación decreciente en el segundo trimestre. Para la segunda mitad del año se espera que este grupo converja a la inflación meta del 6%.

La tendencia descendente que viene mostrando desde hace varios meses la inflación básica es consecuencia de la influencia conjunta de varios factores. De un lado, la brecha del producto negativa y el bajo nivel de utilización de la capacidad instalada por parte de la industria a lo largo del segundo semestre, son señales de bajos pedidos y de la debilidad de la demanda. Dado que para este año se espera un crecimiento moderado del PIB, cercano al 1,5%, no se deberían presentar importantes presiones de demanda, que impidan la consecución del objetivo de inflación. Adicionalmente, la “proxy” de los márgenes de comercialización (IPC sin servicios/índice de precios del productor (IPP) consumo final) muestra que en los meses de mayo y junio, la inflación básica se redujo, también, debido a las menores ganancias percibidas por los intermediarios en la cadena de comercialización de los produc-



tos transados en la economía. Estos menores márgenes de comercialización también son el reflejo de la debilidad de la demanda interna (Gráfico 71).

Otro componente que viene favoreciendo una menor inflación básica son los costos laborales, A juzgar por la información sobre pactos salariales del Ministerio de Trabajo (véase capítulo I) las presiones inflacionarias provenientes de incrementos salariales se han reducido de manera significativa. De igual forma, la última encuesta de expectativas del Banco de la República, realizada en abril, señala que los agentes esperan que los incrementos salariales mantengan su tendencia decreciente.

Por último, los buenos resultados actuales en materia de inflación básica, también responden a la postura de la política monetaria adoptada por la JDBR en el pasado, la cual ha sido coherente con las metas de inflación y con el objetivo de la estabilización de precios en el largo plazo. Con ello, se ha ganado credibilidad y se ha logrado reducir de manera importante las expectativas de inflación de los agentes, como lo señala el hecho que el componente indexado de la inflación, en los últimos años, se ha ajustado en niveles, incluso, por debajo de la meta de inflación⁹. (Gráfico 72).

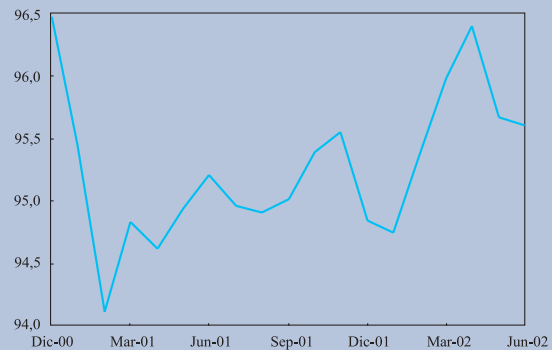
Recientemente apareció un factor alcista en la inflación básica, los costos no laborales capturados por la inflación del IPP de importados. Luego de descender cinco meses consecutivos mostraron un repunte reciente en los meses de mayo y junio. Este comportamiento está asociado a la devaluación de la tasa de cambio que comenzó a transferirse, en los dos últimos meses, tanto a la inflación del productor y aún no tan claramente a la inflación al consumidor (Gráfico 73). La baja sensibilidad que actualmente muestra la inflación al consumidor a ajustes positivos en la tasa de cambio, quizás se deba a la reducción de los márgenes de comercialización que compensaron mayores costos por la depreciación de la tasa de cambio. Adicionalmente, la mayor devaluación del peso podría ser compensada por la menor inflación internacional, reflejo del bajo crecimiento en los Estados Unidos, Europa y Asia.

C. INFLACIÓN TRANSITORIA

La inflación de alimentos, que había disminuido durante todo el primer trimestre de este año, repuntó a partir de abril, convirtiéndose en la principal fuente de mayor inflación. Al cierre del segundo trimestre,

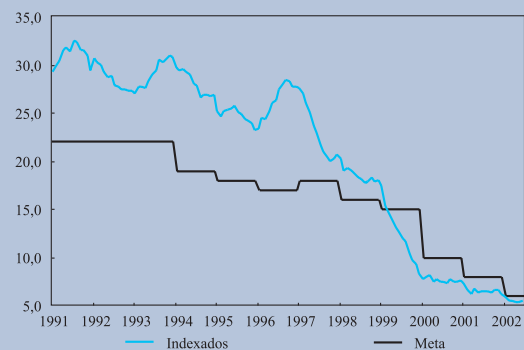
⁹ Los bienes indexados del IPC, son aquellos rubros que dependen básicamente de la inflación pasada. Los servicios de transporte, públicos, educativos, inmobiliarios y financieros conforman este componente.

GRÁFICO 71
PRECIOS RELATIVOS
IPC SIN SERVICIOS / IPP CONSUMO FINAL
(DICIEMBRE DE 1998 = 100)



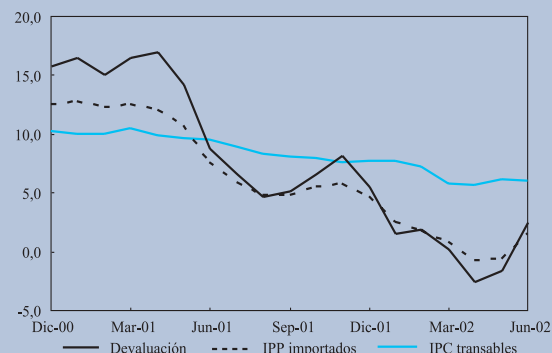
Fuente: Banco de la República, SGEE.

GRÁFICO 72
IPC DE INDEXADOS Y META DE INFLACIÓN
1991:01-2002:06
(VARIACIONES PORCENTUALES ANUALES)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 73
EVOLUCIÓN DEL IPC Y DEL IPP
(VARIACIONES PORCENTUALES ANUALES)

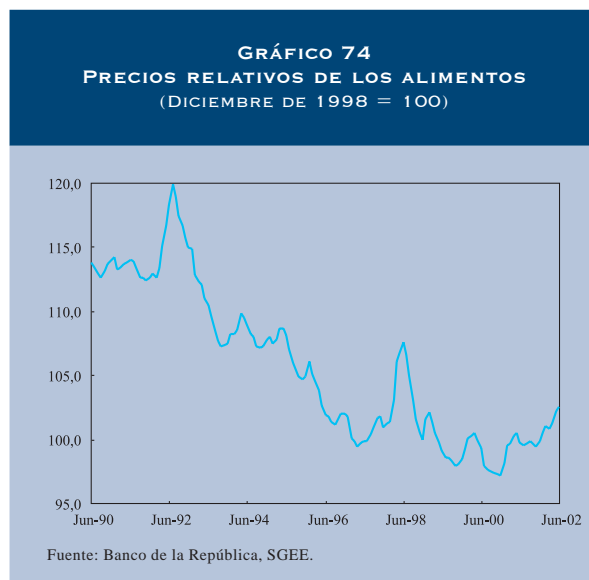


Fuente: DANE, encuesta continua de hogares (ECH).

la inflación de alimentos se situó en 9,2%, dos puntos porcentuales por encima de la observada tres meses atrás. Este repunte, que ya se había anticipado en los últimos informes de inflación, fue consecuencia del incremento en los precios de la papa y la carne, principalmente.

Como ya se comentó en el informe de marzo, el buen desempeño de los alimentos durante el primer trimestre, es poco probable que se repita en lo que resta del año, en virtud de tres factores. Primero, porque el nivel de precio relativo de los alimentos aún sigue muy bajo con respecto a su promedio histórico (Gráfico 74). Segundo, la fase de retención ganadera debe extenderse al menos hasta final del año 2002, lo cual conduce a que los precios de la carne sigan creciendo por encima de la inflación promedio. Tercera, por la baja producción de papa prevista en el segundo semestre del año, reflejo de los bajos ajustes en los precios durante el primer semestre del año, lo cual afectará las decisiones de ampliación del área sembrada a mitad de año. A lo anterior, debe sumársele la presión inflacionaria adicional por efecto del fenómeno de El Niño, que, de acuerdo con el último informe de la Agencia Atmosférica y Oceanográfica de Estados Unidos (NOAA), se fortaleció en mayo y junio y su presencia en el segundo semestre del año y comienzos de 2003 es un hecho. El fenómeno de El Niño, generará efectos negativos en la productividad agrícola (estimada en una caída de los rendimientos agrícolas cercana al 5,0%, según el Instituto de Hidrología, Meteorología y Estudios Ambientales, Ideam) sobre todo en el último trimestre del año.

Otro factor que podría impulsar, aunque de manera transitoria la inflación, es el precio del petróleo. Como se mencionó en el anterior informe de precios, en el primer trimestre surgió una nueva fuente de presión inflacionaria, asociada al incremento del precio internacional del petróleo. Este repunte en la cotización del crudo continuó en el segundo trimestre del año y, de acuerdo con las más recientes apreciaciones



de diversas agencias como la OPEP y la Agencia Internacional de Energía, el precio del crudo debe mantenerse o incrementarse muy levemente hasta final de año (véase capítulo II). En la medida en que el Gobierno esté dispuesto a transferir la elevación de las cotizaciones internacionales del petróleo a los precios domésticos de los combustibles, se espera una aceleración de la inflación interna del orden de 0,3 puntos porcentuales sobre un crecimiento adicional de 10,0% en el precio interno de la gasolina, y de 1,4 puntos porcentuales sobre un incremento de 10% en el transporte.

Por último, con el cambio de Gobierno se anticipa, en el mediano plazo, un choque transitorio hacia arriba en la inflación asociado con una eventual reforma tributaria. Si el impuesto al valor agregado (IVA) se vuelve universal o si su tarifa se reajusta, la inflación repuntaría. Un ejercicio realizado en este sentido por el Banco de la República, con la matriz insumo-producto, indica que si el impuesto del IVA se reajusta en un punto porcentual la inflación se incrementaría en 0,81 puntos porcentuales. Un aumento de la inflación originado en un incremento en los impuestos indirectos sería en todo caso un fenómeno transitorio, pues no se espera que sea acomodado por la política monetaria.

EVALUACIÓN DE ALGUNOS INDICADORES DE LA INFLACIÓN BÁSICA EN COLOMBIA

La distinción entre la inflación de oferta y la inflación de demanda es importante para la toma de decisiones de política monetaria en la medida en que se requiere información de las presiones de demanda en la economía para controlar la inflación de carácter monetario, sobre la cual actúan los instrumentos de política.

En consecuencia, el índice de precios al consumidor (IPC), con el cual se calcula la inflación, no es siempre un buen indicador para la toma de decisiones, al incluir simultáneamente presiones de demanda y de oferta. Los cambios en la inflación pueden ser resultado tanto de excesos de demanda, producidos por exceso de liquidez, como por factores ajenos a dicha demanda, relacionados con choques de oferta que pueden inducir cambios importantes, aunque transitorios. Es por esto, que la mayoría de bancos centrales, sin ser la excepción el Banco de la República, utilizan indicadores alternativos para el seguimiento de los precios, como indicadores de inflación básica, que filtren las variaciones transitorias generadas por choques de oferta y que midan apropiadamente las variaciones de precios asociadas con la política monetaria.

De los diferentes indicadores de inflación básica reconocidos en la literatura económica¹, el Banco de la República ha venido utilizando principalmente los que miden el componente generalizado de la inflación, es decir, aquel que afecta de manera simultánea, persistente y en la misma magnitud a un amplio conjunto de bienes que componen la canasta del IPC. Este tipo de medidas se obtienen mediante la estimación de un índice de precios reducido, del cual se excluyen aquellos bienes, cuyos movimientos en precios se alejan con frecuencia de la tendencia general del resto de precios.

Aunque los indicadores utilizados por el Banco parecen seguir la tendencia de largo plazo de la inflación, el comportamiento reciente de ésta y la importancia de tener unos buenos indicadores de la inflación básica hacen necesario realizar una nueva evaluación tanto de los indicadores utilizados, a saber núcleo 20², inflación sin alimentos, inflación sin servicios públicos, combustibles y alimentos primarios, media truncada al 10% y media asimétrica 15-13, así como de nuevos indicadores, siguiendo los criterios utilizados en una evaluación anterior realizada para el período 1988:12-1998:10³ (véase Jaramillo, C. F. (1999)).

Las principales características que debe reunir cualquier indicador de inflación básica son⁴: i) menor variabilidad que la inflación medida a través del IPC, ii) un nivel promedio similar al de la inflación observada (evitando que esté sistemáticamente por encima o por debajo de la inflación del IPC), iii) un buen ajuste a la inflación persistente, medida como la inflación suavizada del IPC, iv) su capacidad para pronosticar la inflación futura, y v) su relación con los agregados monetarios.

Esta nota resume los principales resultados obtenidos de una evaluación más amplia que se encuentra actualmente en preparación. En el siguiente cuadro se presentan los principales resultados de los cinco criterios utilizados para el período diciembre de 1989-mayo de 2002. La "X" indica que el indicador cumple con el criterio respectivo. En términos generales, los indicadores que presentaron una variabilidad⁵ menor que la de la inflación medida por el IPC son los

indicadores de exclusión, excepto la inflación sin servicios estatales, los diferentes núcleos y el filtro de Hodrick-Prescott. El resultado para éste último era de esperarse por la naturaleza misma de su metodología de cálculo. En cuanto al criterio de insesgamiento, el cual se mide comparando los promedios históricos de cada una de las medidas de inflación básica con el promedio de la inflación observada, se encontró que tanto la media truncada al 10% como el núcleo 10 nuevo y el núcleo 20 nuevo, presentan una media que no es significativamente diferente a la de la inflación del IPC.

Con respecto al suavizamiento, los indicadores que más se ajustan a la inflación del IPC son: la inflación sin alimentos primarios y los núcleos, excepto el núcleo 40 nuevo, así como el filtro de Hodrick-Prescott, el cual presenta el mejor comportamiento como en el caso de insesgamiento. Los demás indicadores se alejan de la inflación suavizada⁶. Los resultados del error de pronóstico de la inflación total, para un horizonte de 12 meses, indican que bajo diferentes criterios alternativos, todas las medidas consideradas, sin excepción, pronostican mejor la inflación total que ella misma.

Los resultados del grado de ajuste (R-cuadrado) de las regresiones en las que la inflación anual

**RESUMEN DE RESULTADOS EVALUACIÓN DE LOS INDICADORES DE INFLACIÓN BÁSICA
(DICIEMBRE DE 1989-MAYO DE 2002)**

Indicador	Variabilidad	Insesgamiento	Suavizamiento	Capacidad pronóstico (12 meses)	Relación con agregados monetarios	
					R-cuadrado relación con M3	Causalidad Dinero -Precios
SINALI	x			x	x	
SINEST				x	x	x
SINPRI	x		x	x	x	
SINEYP	x			x	x	
SINSPYP	x			x	x	
SINASPYP	x			x	x	
M10		x		x		x
M1513				x		x
Núcleo 20	x		x	x	x	x
Núcleo 10 nuevo	x	x	x	x		
Núcleo 20 nuevo	x	x	x	x	x	
Núcleo 30 nuevo	x		x	x	x	x
Núcleo 40 nuevo	x			x	x	x
HP144INF	x		x	x	x	

SINALI: inflación sin alimentos.

SINEST: inflación sin servicios estatales.

SINPRI: inflación sin alimentos primarios.

SINEYP: inflación sin servicios estatales y sin alimentos primarios.

SINSPYP: inflación sin servicios públicos y sin alimentos primarios.

SINASPYP: inflación sin algunos servicios públicos, sin combustibles y sin alimentos primarios.

M10: media truncada al 10%.

M20: media truncada al 20%.

M1513: media asimétrica truncada al 15% inferior y 13% superior.

Núcleo 20: inflación núcleo 20 utilizando el período Dic/88-Abr/99.

Núcleo 10 nuevo: inflación núcleo 10 utilizando el período Dic/88-May/02.

Núcleo 20 nuevo: inflación núcleo 20 utilizando el período Dic/88-May/02.

Núcleo 30 nuevo: inflación núcleo 30 utilizando el período Dic/88-May/02.

Núcleo 40 nuevo: inflación núcleo 40 utilizando el período Dic/88-May/02.

HP144INF: Filtro Hodrick-Prescott de la inflación total, con constante de suavizamiento 14400.

se explica por rezagos (24) de la variación anual del agregado monetario, indican que todos los agregados utilizados (efectivo, base, base ajustada, M1, M2 y M3) explican mejor las diferentes medidas de inflación básica que a la inflación medida por el IPC. Dado que el agregado monetario que mejor explica la inflación es M3, en el cuadro se reportan los resultados correspondientes a este, para el cual, las tres medias truncadas y el núcleo 10 nuevo, presentan un grado de ajuste igual o inferior al que se tiene con la inflación del IPC. Otra forma de evaluar la relación entre los agregados monetarios y la inflación son las pruebas de causalidad tipo Granger, las cuales en muy pocos casos generaron los resultados esperados, esto es, agregado monetario causa inflación básica pero no lo contrario. Los indicadores que cumplen con este criterio son: inflación sin estatales, media truncada al 10%, media asimétrica, núcleo 20 y los núcleos al 30 y 40 nuevos.

En conclusión y considerando los seis criterios, los indicadores que mejor se comportan son los de núcleo 20 antiguo y núcleo 20 y 30 nuevos, que cumplen cinco de los seis criterios evaluados. En su orden, le siguen, cumpliendo cuatro de los seis criterios, inflación sin primarios, núcleo 10 nuevo, núcleo 40 nuevo y el filtro de Hodrick-Prescott.

¹ Para más detalle, véase Jaramillo, C. F. (1998). "La inflación básica en Colombia: evaluación de indicadores alternativos", en *Ensayos sobre política económica*, No. 34, diciembre, Banco de la República, pp. 5-38.

² Se refiere a la inflación de la canasta del IPC, luego de eliminar los bienes y servicios más volátiles correspondientes al 20% de la ponderación de la canasta durante el período Dic-88 hasta Abr-99.

³ Jaramillo, *Op. Cit.*

⁴ *Ibíd.* (1999).

⁵ La variabilidad está medida por la raíz del error cuadrático medio (RMSE), de la inflación básica con respecto a su filtro de Hodrick y Prescott.

⁶ Medida con las mismas cuatro alternativas empleadas en trabajo referenciado.

IV

PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN

A continuación se presentan los resultados del ejercicio de pronóstico de la inflación efectuado por el Banco de la República con cifras observadas de precios a junio de 2002. Estos pronósticos tienen en cuenta la visión del equipo técnico del Banco sobre la situación económica actual que ha sido expuesta en los capítulos precedentes. Los resultados se presentan a horizontes entre uno y ocho trimestres para la inflación total, la básica (IPC sin alimentos) y la inflación de alimentos. Además de los pronósticos, en esta sección se hace un recuento de los principales supuestos utilizados, con énfasis en la forma como cambiaron respecto al ejercicio que se presentó en el informe de marzo. Finalmente, en este capítulo también se identifican los riesgos que enfrenta la estrategia de reducción de la inflación en los próximos trimestres.

A. LOS SUPUESTOS DE LOS PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN

El crecimiento de la economía colombiana durante el primer trimestre del año fue más débil que lo previsto, incluso después de descontar el fenómeno de Semana Santa. El menor dinamismo es atribuible tanto a un pobre desempeño de la demanda externa, por los problemas que atravesarán las exportaciones no tradicionales en los mercados de los Estados Unidos y Venezuela, como a una débil demanda interna. En la actualidad, es probable que alguna de estas tendencias negativas se intensifique, por lo que las perspectivas de crecimiento para el resto del año se han reducido en este informe frente a las que se consideraron en el informe de marzo.

1. El contexto externo

En el frente externo, los últimos meses han visto un deterioro en las posibilidades de crecimiento de la economía mundial como consecuencia de los problemas de confianza que afectan al mercado bursátil de los Estados Unidos. Dichos problemas, que tienen su origen en las continuas noticias sobre alteraciones de los balances corporativos de grandes compañías, han llevado los principales índices accionarios de ese país a terreno bajista.

Las consecuencias de esta situación sobre el crecimiento de la economía norteamericana, pueden provenir de dos frentes, principalmente. Por un lado, en la medida en que dichas prácticas implicaban sobrestimaciones importantes en los márgenes de ganancia de las compañías involucradas, pudieron contribuir a ofrecer un panorama demasiado optimista sobre la rentabilidad de la inversión corporativa de los últimos años en los Estados Unidos. Una evaluación realista de los balances, que reduzca ostensiblemente los márgenes de ganancia, significaría que existen excesos importantes de inversión en varios sectores de la economía norteamericana, lo que podría conducir a un aplazamiento de proyectos. Esto afectaría directamente el crecimiento de los Estados Unidos a través de un menor gasto en inversión.

Por otro lado, la caída de los índices accionarios puede significar pérdidas importantes en la riqueza de un conjunto no despreciable de consumidores norteamericanos. Esta situación podría afectar, no solo la confianza de los consumidores sino su capacidad de gasto, afectando también la demanda de bienes de consumo y debilitando el crecimiento económico.

A raíz de la caída de los mercados accionarios, la incertidumbre sobre el desempeño futuro de la economía de los Estados Unidos y de la economía mundial se ha incrementado significativamente. Varios analistas consideran que esta situación se reflejará en una leve desaceleración del crecimiento de la economía de los Estados Unidos en la segunda mitad del año, frente a lo previsto hace tres meses, sin mayores consecuencias sobre el crecimiento mundial. Otros analistas más pesimistas, sin embargo, consideran que los problemas de confianza son tan serios que podrían frustrar por completo la recuperación de la economía norteamericana, debilitando seriamente el crecimiento de otras economías desarrolladas y emergentes.

Para el presente informe, se sigue previendo una expansión de la economía de los Estados Unidos a lo largo de 2002. Sin embargo, se considera que el crecimiento para el segundo semestre se resentirá frente a lo previsto hace tres meses, debido a los problemas de confianza que han generado los escándalos financieros de los últimos meses.

Para la economía colombiana, la reducción en las perspectivas de crecimiento de los Estados Unidos puede significar una menor demanda para sus exportaciones no tradicionales¹⁰ hacia ese mercado y menores precios de exportación para productos de origen primario como café, bananos y petróleo¹¹. El efecto sobre el crecimiento y la inflación de este cambio en el panorama internacional es complejo. Por un lado, las menores exportaciones reducen las posibilidades de crecimiento del país y, a través del canal de demanda, disminuyen las presiones inflacionarias.

¹⁰ Como se menciona en el capítulo 1, las posibilidades de crecimiento de las exportaciones no tradicionales colombianas hacia los Estados Unidos, han sido limitadas este año. La razón principal radica en la pérdida de competitividad de nuestros productos en ese mercado frente a los de los países centroamericanos y del área del Caribe, los cuales gozan de preferencias arancelarias. Por ello, se considera que un requisito para la recuperación de este mercado para Colombia pasa por la aprobación definitiva del ATPA, bajo condiciones razonablemente favorables.

¹¹ El efecto sobre el precio del petróleo, de la menor demanda de los Estados Unidos, puede verse contrarrestada por la reducción de inventarios de crudo y la incertidumbre en el Medio Oriente (véase capítulo II).

Este efecto sobre la inflación es reforzado por la disminución de los precios en dólares de los bienes importados por Colombia, que suele acompañar a un crecimiento global menor. Por otro lado, el deterioro neto del balance comercial y la menor oferta de divisas resultante tiende a depreciar el tipo de cambio, lo que puede derivar en presiones sobre costos y precios domésticos dependiendo de las condiciones de demanda y del grado de competitividad de los mercados internos.

Adicionalmente, un menor crecimiento en los Estados Unidos generalmente viene acompañado de una política monetaria más laxa en ese país. En las actuales circunstancias ello podría implicar que la Reserva Federal postergue aún más el incremento de sus tasas de referencia, con lo que permitiría que las tasas de mercado permanezcan en valores históricamente bajos por más tiempo que el previsto hace tres meses. Esta circunstancia puede tener consecuencias sobre la economía colombiana si facilitan un mayor flujo neto de capitales hacia la región y hacia Colombia en particular. Tal movimiento puede compensar los efectos devaluacionistas del deterioro del balance comercial ya anotado.

Por último, dadas las amplias necesidades de financiamiento del Gobierno colombiano el próximo año, tasas de interés bajas disminuyen las presiones sobre el presupuesto público para el servicio de la deuda, mejorando la capacidad de pago del país y permitiendo una mayor estabilidad en la prima de riesgo país. En el corto y mediano plazo, el resultado podría ser mayor estabilidad en el tipo de cambio y menores presiones sobre la inflación a través del canal de costos.

Fuera de la mayor incertidumbre con la que ahora se estima el crecimiento de los Estados Unidos, en los últimos meses han surgido otros problemas en el frente externo que pueden alterar el panorama económico de Colombia. Uno de ellos tiene que ver con el mayor riesgo con el que los mercados financieros están percibiendo la inversión en América Latina a raíz de los acontecimientos políticos en Brasil y de la posibilidad de que ellos comprometan la capaci-

dad de pago de la deuda externa de este país. Tal situación, que se suma a la de la crisis argentina, ha amenazado contagiar a varias economías de la región como se desprende de la mayor depreciación que han sufrido varias de sus monedas, acompañada del incremento de las primas de riesgo soberano. En el caso de Colombia, un incremento permanente de la prima de riesgo reduciría el flujo neto de capitales hacia el país, reduciendo el gasto en inversión y consumo y afectando la devaluación.

Finalmente, en cuanto al desempeño de la economía venezolana, ya en el informe anterior se había previsto un deterioro importante en su desempeño debido a diversos factores, incluyendo la situación de inestabilidad política. Si embargo, teniendo en cuenta que las últimas cifras disponibles para el primer trimestre del año muestran una contracción aún mayor que la prevista, en este informe se ha revisado nuevamente a la baja el crecimiento del vecino país, siguiendo la corrección a la baja efectuada por la mayoría de analistas (para mayor detalle, véase capítulo II).

El debilitamiento de la economía del vecino país, junto con la apreciable devaluación del bolívar, tendrá efectos importantes sobre las exportaciones no tradicionales y sobre el desempeño industrial. En la actualidad, no parece probable que el panorama económico en Venezuela vaya a mejorar rápidamente. Durante el primer semestre del año ya se hizo evidente una reducción en el crecimiento de las exportaciones no tradicionales colombianas hacia ese mercado. Puesto que no parece probable que el panorama económico en Venezuela vaya a mejorar rápidamente, se espera que el debilitamiento de las exportaciones hacia ese país se acentúe en el segundo semestre, y no se descarta que se extienda hacia comienzos del próximo año.

2. El contexto interno

En estos últimos meses, algunos de los supuestos que se incorporaron en la proyección de la inflación presentada en el informe de marzo han cambiado ligeramente. El primero de ellos tiene que ver con el tamaño del ajuste fiscal y su efecto sobre el crecimiento económico de corto plazo.

Los resultados sobre crecimiento a marzo mostraron que el impacto de la estrategia de ajuste fiscal sobre la inversión pública, fue mayor que el inicialmente estimado. Tratando de incorporar este comportamiento, para el presente informe se prevé que, en el corto plazo, el crecimiento del PIB se resentirá por el recorte de inversión pública, en una mayor magnitud que aquella anticipada en el informe de marzo.

Respecto al tipo de cambio, en el presente informe el escenario central sigue considerando que el ITCR no se alejará mucho del nivel promedio que ha exhibido en el último año y medio. Sin embargo, el comportamiento del mercado cambiario en las últimas semanas sugiere que las expectativas de devaluación nominal pueden haberse incrementado a raíz de los acontecimientos externos principalmente. Esta mayor incertidumbre afectará negativamente el crecimiento, al golpear las intenciones de gasto de inversionistas y consumidores y al incrementar los desembolsos por servicio de la deuda externa.

El efecto de la mayor devaluación sobre la inflación, sin embargo, será mixto. Por un lado, generará mayores presiones inflacionarias a través del canal de costos. Pero, por otro, ejercerá presiones deflacionarias si reduce de manera importante las perspectivas de crecimiento económico por las razones ya señaladas.

Debe advertirse, sin embargo, que el traslado de la mayor devaluación hacia precios a través del canal de costos puede ser algo mayor en la actualidad, que el contemplado en los modelos que está empleando la SGEE. La estimación de dichos modelos está fuertemente influida por lo acontecido entre 1997 y 1999, cuando la devaluación registrada en esos años fue traspasada a los precios de manera muy parcial, gracias a que las firmas pudieron asimilar los incrementos en sus costos sacrificando ganancias. En la actualidad, sin embargo, las firmas cuentan con márgenes de ganancia menores, lo que las induce a trasladar más rápida y completamente los mayores costos resultantes de la devaluación a los precios. Una señal en este sentido puede ser el importante incremento que han registrado los precios de bienes

transables como los medicamentos, en el último año hasta junio, pese a la moderada devaluación en este período. Ejercicios efectuados por la SGEE muestran que una devaluación adicional alta para 2002 y 2003 podría complicar el cumplimiento de la meta de inflación para los próximos años.

El crecimiento durante la segunda mitad del año seguirá estando limitado por los problemas de confianza de inversionistas y consumidores. Al igual que se supuso en el informe de marzo, para el presente informe se prevé que el canal crediticio seguirá funcionando a media marcha. A la fecha, sin embargo, el panorama político luce más despejado que hace tres meses. Esto probablemente ha mejorado el sentimiento de los mercados, como ha quedado reflejado en la recuperación del índice de confianza de los consumidores en mayo y junio y el buen desempeño de la bolsa (para detalles, véase capítulo I). De igual manera, se estima que las bajas tasas de interés de intervención del Banco de la República seguirán permitiendo reducciones en las tasas activas que estimulan el gasto en consumo e inversión.

Finalmente, en el frente interno se sigue suponiendo la aparición de un fenómeno de El Niño con intensidad moderada, pero esta vez con 100% de probabilidad (en el informe anterior se tomó una probabilidad de 75%). En la actualidad, su aparición ha sido prácticamente confirmada por las principales agencias meteorológicas a escala mundial¹². Como se ha venido anticipando, esto puede tener un efecto sobre los precios de los alimentos, al reducir la productividad de los cultivos y al desestimular la siembra. Además del fenómeno de El Niño, se espera que sigan presentándose presiones inflacionarias a través de los precios de la carne, dado que su oferta seguirá limitada por la presencia del ciclo de retención ganadera.

¹² En un comunicado fechado el 11 de julio de 2002, la Agencia Atmosférica y Oceanográfica de los Estados Unidos (NOAA) confirmó la presencia de un fenómeno de El Niño que deberá desarrollarse hacia finales de 2002 y comienzos de 2003.

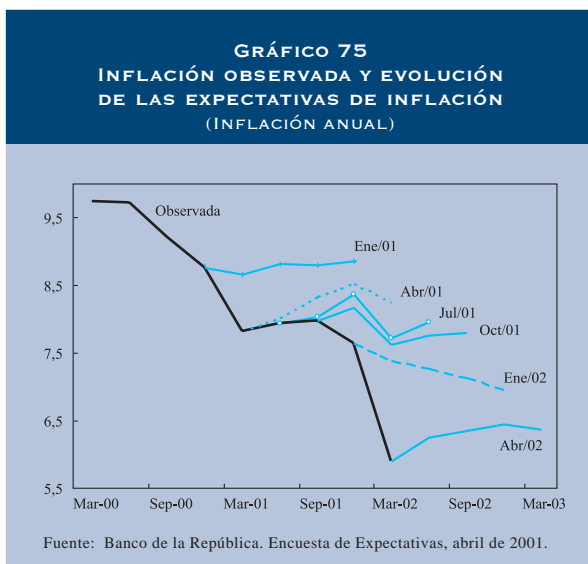
B. LOS RIESGOS

En junio, la incertidumbre sobre el futuro desempeño de la economía mundial se incrementó considerablemente a raíz del retroceso de los mercados accionarios y de la mayor percepción de riesgo sobre los mercados latinoamericanos. El efecto de un desenlace adverso en estos dos frentes sobre la economía colombiana dista de ser claro y muy bien puede exceder el previsto en este informe de precios.

Especialmente preocupante resulta el posible impacto sobre las expectativas de devaluación de una situación más complicada en Brasil en materia de su capacidad de servir la deuda externa. La posibilidad de que el nerviosismo de los mercados se extienda a Colombia por efecto contagio no es despreciable, en especial dado el tamaño y la reciente evolución de la deuda del país y el no muy favorable escenario que enfrentan los ingresos por exportaciones en los próximos meses. Una aceleración de la devaluación tendrá algún efecto sobre la inflación observada y sobre las expectativas de inflación, adicional al contemplado en el pronóstico central de inflación que se presenta más adelante.

Al igual que en el informe de marzo, el comportamiento de los precios de los alimentos primarios, sigue siendo una fuente de incertidumbre por la alta volatilidad de su oferta y por su sensibilidad a eventos climáticos. A este último nivel, si bien los pronósticos contemplan un incremento de la inflación de alimentos como resultado de la presencia de un fenómeno de El Niño moderado, la intensidad de este evento todavía es incierta. Un fenómeno de fuerte intensidad probablemente inducirá un mayor incremento en los precios de los alimentos que el previsto en este informe. Lo contrario sucedería si la intensidad del fenómeno es baja.

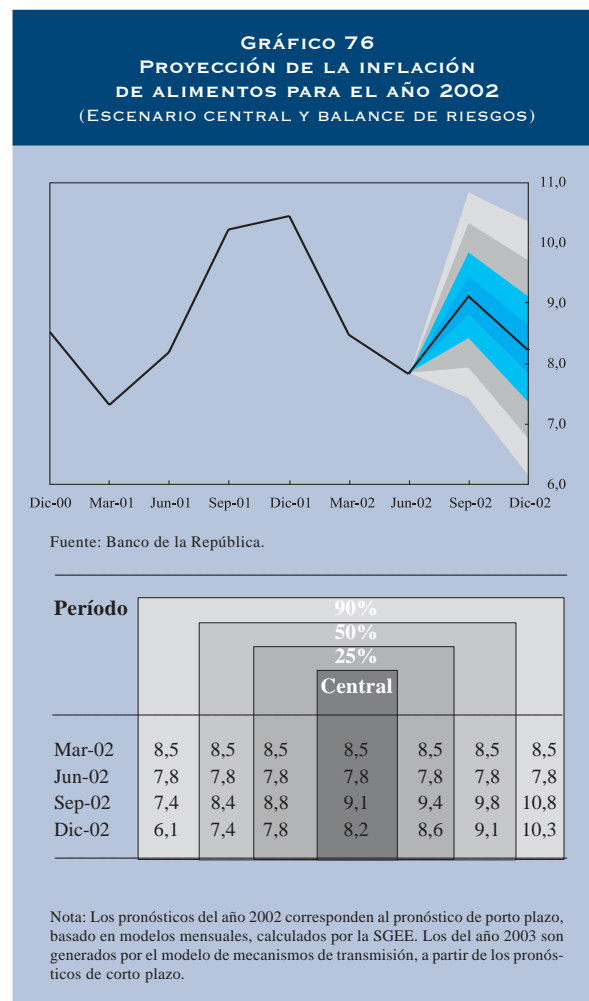
Por último, otro riesgo que debe considerarse en esta oportunidad tiene que ver con las expectativas de inflación. La última encuesta realizada en abril por el Banco de la República muestra una reducción importante en las expectativas de inflación a diciembre



de 2002 y para el primer trimestre de 2003 frente a lo registrado en los dos trimestres anteriores. En abril, los agentes encuestados esperaban para diciembre una inflación al consumidor de 6,4%, ligeramente mayor que la meta de este año, pero menor que lo esperado tres meses atrás (7,0%) (Gráfico 75). Sin embargo, estas encuestas no alcanzaron a recoger la reacción de los encuestados como consecuencia del repunte de la inflación de mayo y junio. Para el tercero y cuarto trimestres podrían presentarse nuevos repuntes jalonados por incrementos en los precios de los alimentos. A pesar del carácter inicialmente transitorio de estos incrementos, el efecto podría ser permanente si logra afectar las expectativas de inflación, estimulando ajustes en precios y salarios mayores que la meta. Este riesgo, que no se puede menospreciar, dados los numerosos mecanismos de indexación que existen en Colombia, no está capturado plenamente en el pronóstico central de la SGEE.

C. LAS PROYECCIONES DE INFLACIÓN

En esta oportunidad, las proyecciones de inflación de alimentos, no alimentos y total registraron correcciones hacia arriba frente a las presentadas en el informe de marzo. En el caso de alimentos, el Banco de la República proyecta una inflación promedio para el cuarto trimestre de este año de 8,2%, ligeramente mayor que la proyectada hace tres me-



ses (Gráfico 76). El pequeño incremento en la senda central de la inflación de alimentos para lo que resta del año es el resultado de corregir la subestimación que la proyección del Banco de la República había realizado para junio y que obedeció principalmente a los incrementos en los precios de algunos alimentos primarios como la papa, que no habían sido plenamente previstos. A la fecha, todo parece indicar que lo sucedido a finales del segundo trimestre fue la anticipación de los incrementos esperados por el Banco para el tercer trimestre, sin que ello implicara cambios sustanciales en la actual coyuntura de los precios de los alimentos.

La senda central para la inflación de alimentos proyectada por el Banco supone un fenómeno de El Niño moderado. Sin embargo, reconociendo el hecho de que es igualmente probable observar un fenómeno de El Niño con intensidad mayor que la prevista que uno

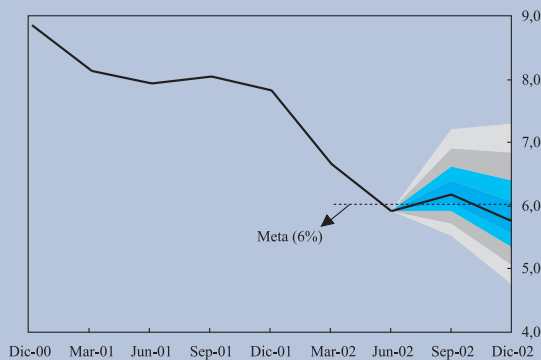
con intensidad menor, el balance de riesgos que acompaña la senda central ha sido definido sin sesgo.

En cuanto a la inflación básica sin alimentos, los pronósticos en esta oportunidad sufrieron una corrección importante hacia arriba a todos los horizontes. Para el promedio del cuarto trimestre de 2002, la senda central del pronóstico señala que la inflación sin alimentos será de 4,7%, mayor que la esperada en el informe de marzo en 0,9 puntos porcentuales. Para el promedio del cuarto trimestre de 2003, el pronóstico actual del modelo de mecanismos de transmisión (MMT) es 4,8%, 1,3 puntos porcentuales mayor que el obtenido en marzo (Gráfico 77). Por su parte, la combinación de pronósticos arroja una inflación proyectada de 4,3% a junio de 2003.

El incremento de los pronósticos de la inflación básica del MMT obedece a re-estimaciones efectuadas con base en la información reciente y al cambio en la estimación de la brecha del producto por una reducción en el nivel y la tasa de crecimiento del producto potencial. Las proyecciones presentadas en marzo se hicieron bajo el supuesto de un mejor comportamiento de la inversión, tanto privada como pública, el cual se corrigió a la baja, implicando un menor *stock* de capital para este año y reduciendo la capacidad de producción de la economía en su conjunto. La corrección a la baja del PIB potencial fue mayor que la disminución en la nueva proyección de crecimiento del Gobierno, generando una reducción de la brecha del producto respecto a la contemplada en el informe anterior.

El balance de riesgos que acompaña el pronóstico presentado en este informe se encuentra sesgado ha-

GRÁFICO 77
PROYECCIÓN DE LA INFLACIÓN
AL CONSUMIDOR PARA EL AÑO 2002
(ESCENARIO CENTRAL Y BALANCE DE RIESGOS)

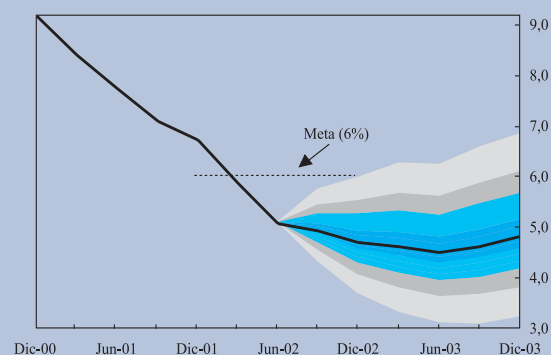


Fuente: Banco de la República.

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

Nota: Los pronósticos del año 2002 corresponden al pronóstico de corto plazo, basado en modelos mensuales, calculados por la SGEE. Los del año 2003 son generados por el modelo de mecanismos de transmisión, a partir de los pronósticos de corto plazo.

GRÁFICO 78
PROYECCIÓN DE LA INFLACIÓN
SIN ALIMENTOS PARA LOS AÑO 2002 Y 2003
(ESCENARIO CENTRAL Y BALANCE DE RIESGOS)



Fuente: Banco de la República.

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

Nota: Los pronósticos del año 2002 corresponden al pronóstico de corto plazo, basado en modelos mensuales, calculados por la SGEE. Los del año 2003 son generados por el modelo de mecanismos de transmisión, a partir de los pronósticos de corto plazo.

cia arriba. La razón fundamental para que ello sea así son los riesgos que se han identificado en el sector externo. En particular, la volatilidad reciente que registran los mercados de capitales y de monedas en América Latina, la menor demanda esperada en Venezuela y la caída de los mercados bursátiles en los Estados Unidos y su posible efecto sobre el crecimiento. De concretarse, estos factores podrían implicar una aceleración importante de la devaluación que se traduciría en mayores presiones inflacionarias en el próximo año y medio.

Finalmente, con la información del segundo trimestre y teniendo en cuenta los mayores pronósticos para la inflación de alimentos y de no alimentos, la senda central proyectada por el Banco señala que en el cuarto trimestre de 2002 la inflación total al consumidor se situará en 5,8%, 0,8 puntos porcentuales por encima del pronóstico presentado en el informe de marzo, pero por debajo de la meta para este año. Teniendo en cuenta los riesgos que enfrenta la inflación básica o sin alimentos, el pronóstico central también se encuentra sesgado hacia arriba (Gráfico 78).

RECUADRO 2

PROYECCIONES DE ANALISTAS LOCALES Y EXTERNOS SOBRE LAS PRINCIPALES VARIABLES MACROECONÓMICAS

A continuación, se revisa las proyecciones más recientes efectuadas por analistas locales y extranjeros sobre las principales variables de la economía colombiana para 2002 y 2003. Debe tenerse en cuenta que a la fecha de recibir las proyecciones de los analistas locales, estos ya conocían la cifra de inflación oficial para el segundo trimestre de 2002.

PROYECCIONES PARA 2002

En el Cuadro 1, se detallan las proyecciones realizadas para el año 2002. El cambio más importante en el pronóstico de los analistas locales, en el último trimestre, corresponde a la inflación esperada. Hace tres meses en promedio los analistas locales esperaban que la inflación fuera 6,6% para este año. Luego de conocer la inflación observada en el primer trimestre, la cifra esperada en promedio se ha reducido en 0,4 puntos porcentuales, llegando a 6,2%. Vale la pena destacar que tres de los cinco analistas están pronosticando niveles de inflación compatibles con la meta de 6% para este año, lo cual indica la credibilidad que ha ganado la meta de inflación que establece anualmente el Banco de la República.

Al lado de la inflación, el crecimiento económico fue otra de las variables, cuyo pronóstico presentó mayor variación frente al informe de marzo. En esta ocasión, los analistas locales incorporaron en sus pronósticos la desaceleración de la economía en el primer trimestre del año y la nueva meta de crecimiento fijada por el Gobierno. En consecuencia, los analistas locales estiman que un crecimiento del PIB cercano a 1,4%, nivel inferior en 0,6 puntos porcentuales al esperado hace tres meses. El nuevo pronóstico de crecimiento es muy cercano a la nueva meta fijada por el Gobierno, 1,5%.

Acorde con las menores expectativas de inflación y crecimiento económico, en promedio, los analistas locales esperan menores tasas de interés para lo que resta del año. El pronóstico registró una disminución de 150 puntos básicos, al pasar la DTF nominal esperada hace tres meses de 11,2% a 9,7%. Esta menor predicción no sólo está ligada al comportamiento de la inflación, también a la política monetaria expansiva que se observó durante el primer semestre del año.

CUADRO 1
PROYECCIÓN DE LAS PRINCIPALES VARIABLES MACROECONÓMICAS PARA 2002

	Fecha de la proyección	Crecimiento del PIB real %	Inflación IPC %	Tasa de cambio nominal (fin de)	DTF nominal %	Déficit (% del PIB)		Tasa de desempleo %
						Fiscal 1/	Cta. Cte.	
Analistas locales								
Revista Dinero	12-Jul-02	1,0	6,0	2.566	9,0	(3,5)	(2,5)	16,5
Suvalor-Corfinura	12-Jul-02	1,1	5,7	2.456	9,0	(3,0)	(3,2)	n.d.
Corfivalle	02-Jul-02	1,7	6,4	2.486	9,7	(3,3)	(3,0)	17,0
ANIF	11-Jul-02	1,5	6,0	2.475	10,0	(3,3)	(3,2)	16,3
Fedesarrollo	15-Jul-02	1,7	7,0	2.579	10,7	(3,4)	(2,7)	16,7
Promedio		1,4	6,2	2.512	9,7	(3,3)	(2,9)	16,6
Analistas externos 2/								
Goldman Sachs	28-Jun-02	1,3	7,0	2.450		(3,0)	(2,0)	
IDEA global	17-Jun-02	1,5	5,5	2.415		(2,9)	(2,4)	
J. P. Morgan	06-Jun-02	2,0	6,5	n.d.		(3,0)	(2,0)	
ABN Amro Bank	12-Jun-02	2,0	8,0	2.414		(2,6)	(3,0)	
Salomón Smith Barney	22-Abr-02	2,7	5,8	2.435		(2,9)	(3,1)	
Deutsche Bank	13-Jun-02	1,5	6,5	2.399		(4,8)	(2,3)	
Merrill Lynch	21-Jun-02	2,2	6,5	2.525		(3,0)	(3,0)	
Promedio		1,9	6,5	2.440		(2,9)	(2,5)	

n. d. No disponible.

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

2/ Informe ¿Cómo nos ven afuera?. SMT, 28 de junio de 2002.

La tasa de cambio nominal fue otra variable macroeconómica, cuyos pronósticos modificaron sensiblemente dos de los analistas locales respecto al último Informe sobre Inflación, influyendo en el promedio de los pronósticos. De esta manera, las expectativas de devaluación se han visto modificadas por el comportamiento de la tasa de cambio durante el segundo trimestre.

Los pronósticos realizados por los analistas extranjeros, con excepción de la inflación esperada, no variaron significativamente respecto a los presentados en el primer trimestre de 2002. En el caso de la inflación, el promedio de los pronósticos fue inferior en 0,4 puntos porcentuales al presentado en marzo pasado. Las menores expectativas de inflación se explican por el buen comportamiento que registró esta variable durante el primer semestre del año.

PROYECCIONES PARA 2003

En el Cuadro 2, se detallan las proyecciones para el año 2003. El pronóstico promedio de inflación de los analistas locales aumentó 0,2 puntos porcentuales (6,2%) mientras que el de los analistas extranjeros disminuyó en igual magnitud (5,8%).

En cuanto al crecimiento económico, tanto los analistas locales (2,3%) como los extranjeros (3,2%) esperan un mejor desempeño en el año 2003. Sin embargo, el pronóstico de los analistas locales es sensiblemente inferior al presentado en el informe anterior (3,0%), reflejando la incertidumbre que existe sobre el desenlace y efectos de la actual coyuntura externa.

En cuanto a la tasa de cambio para el año 2003, las expectativas de devaluación de los analistas locales se modificaron a la baja sensiblemente frente a las presentadas en el informe anterior. Los analistas locales esperan una devaluación nominal de 6,4% para 2003, 1,3 puntos porcen-

tuales menor que la publicada en el informe del mes de marzo. Por su parte, los analistas extranjeros no modificaron su devaluación esperada para el año 2003.

Finalmente, en materia de déficit fiscal, los analistas locales prevén un deterioro en las finanzas públicas de 0,4 puntos porcentuales, al comparar el déficit estimado en el primer trimestre de 2002 (-2,9%) con el déficit estimado este trimestre (-3,3%).

CUADRO 2
PROYECCIÓN DE LAS PRINCIPALES VARIABLES MACROECONÓMICAS PARA 2003

	Fecha de la proyección	Crecimiento del PIB real %	Inflación IPC %	Tasa de cambio nominal (fin de)	DTF nominal %	Déficit (% del PIB)		Tasa de desempleo %
						Fiscal 1/	Cta. Cte.	
Analistas locales								
Revista Dinero	12-Jul-02	2,2	6,0	2.750	12,0	(4,0)	(3,6)	16,0
Suvalor-Corfinsura 2/	12-Jul-02	2,1	5,4	2.600	9,9	(2,1)	(3,5)	n.d.
Corfivalle	02-Jul-02	2,5	7,0	2.583	10,2	(3,3)	(3,0)	16,0
ANIF 3/	11-Jul-02	2,5	5,5	2.658	11,0	(3,6)	(3,4)	16,0
Fedesarrollo	15-Jul-02	2,4	7,0	2.771	10,0	(3,4)	(2,2)	n.d.
Promedio		2,3	6,2	2.672	10,6	(3,3)	(3,1)	16,0
Analistas externos 4/								
Goldman Sachs	28-Jun-02	3,0	5,0	2.534		(2,5)	(2,0)	
IDEA global	17-Jun-02	3,5	5,0	2.560		(2,3)	(2,9)	
J. P. Morgan	06-Jun-02	3,1	6,0	n. d.		(2,5)	(2,3)	
ABN Amro Bank	12-Jun-02	3,0	8,0	2.558		(2,5)	(2,6)	
Salomón Smith Barney	22-Abr-02	3,2	5,3	2.577		(2,4)	(3,3)	
Deutsche Bank	13-Jun-02	3,2	5,0	2.543		(4,1)	(3,6)	
Merrill Lynch	21-Jun-02	3,5	6,0	2.650		(2,8)	(3,2)	
Promedio		3,2	5,8	2.570		(2,5)	(2,8)	

n. d. No disponible.

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

2/ La proyección de déficit fiscal de Su Valor para 2003 implica una nueva reforma tributaria.

3/ La proyección de déficit fiscal de ANIF para 2003 supone que no se hace una reforma tributaria.

4/ Informe ¿Cómo nos ven afuera?, SMT, 28 de junio de 2002.

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 agosto de 2002.