



---

**INFORME SOBRE INFLACIÓN**  
SEPTIEMBRE DE 2003

---

BANCO DE LA REPÚBLICA  
ISSN - 1657-7973

## PRESENTACIÓN, RESUMEN Y CONCLUSIONES

### LA COYUNTURA ECONÓMICA Y EL COMPORTAMIENTO DE LA INFLACIÓN

✚ Durante el tercer trimestre del año, los diferentes indicadores de inflación básica continuaron aumentando. En septiembre su promedio fue de 7,5%. El incremento de la inflación básica en los últimos meses respondió principalmente al ajuste de los precios de los bienes y servicios regulados, como los combustibles, el transporte, y las tarifas de la energía eléctrica. Los precios de bienes transables continuaron registrando altos niveles de inflación, a pesar de que en los últimos seis meses el tipo de cambio se ha estabilizado.

✚ La inflación total fue de 7,1% en septiembre, menor que la inflación promedio del segundo trimestre (7,6%). Esta reducción obedece principalmente a la menor inflación de alimentos debido a la mayor oferta de alimentos percederos, como se había previsto en anteriores informes.

✚ La aceleración de la inflación básica hasta septiembre tuvo lugar conjuntamente con una aceleración del crecimiento económico, mayor que el esperado en informes precedentes. La recuperación económica ha estado sustentada por una política monetaria holgada, la recuperación del crédito y la mayor confianza de inversionistas y consumidores, en un ambiente de mejora en las condiciones de seguridad interna.

✚ Aún no hay evidencia de que este mayor crecimiento haya generado presiones inflacionarias de demanda. El producto continúa situándose por debajo de su nivel potencial, y los precios de los rubros de la canasta que dependen de presiones de demanda y que no son afectados por la devaluación o los ajustes en los precios regulados, crecen a tasas inferiores al 5%. Sin embargo, el mayor crecimiento sugiere que la brecha del producto puede estar cerrándose más rápido de lo previsto.

✚ Uno de los principales riesgos que ha enfrentado la política de estabilización de precios del Banco ha sido la transmisión a las expectativas de inflación de los diferentes choques que han afectado la inflación desde el año pasado: el incremento en los precios de los alimentos en el segundo semestre de 2002, el aumento en la devaluación, y los ajustes recurrentes en los precios relativos de algunos bienes y servicios regulados. En efecto, las encuestas disponibles muestran

que al tiempo que la inflación se aceleraba como resultado de estos choques, las expectativas de inflación respondieron al alza. En los últimos meses las expectativas inflacionarias se han mantenido por encima de la meta-rango de 2003, luego de una ligera corrección a la baja.

✚ Con el fin de evitar un desborde de las expectativas y reducir el efecto de la devaluación sobre la inflación, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) incrementó las tasas de interés en 200 puntos básicos (pb) en enero y abril, y anunció la posibilidad de intervenir en el mercado cambiario con opciones de desacumulación de reservas hasta por US\$1.000 millones (m). De las intervenciones efectuadas se desacumularon efectivamente US\$ 345 m. A partir de mayo no se han registrado cambios sustanciales en la política monetaria.

✚ A pesar del ajuste en las tasas de intervención de comienzos de año, las tasas de interés nominales de mercado han permanecido inmodificadas, con excepción de la tasa interbancaria. Durante el tercer trimestre las tasas reales continuaron estables y, en el caso de algunas tasas de captación, cercanas a cero. Al mismo tiempo se observa un crecimiento relativamente alto de los agregados monetarios y una importante recuperación del crédito. Estos hechos sustentan una política monetaria holgada en el tercer trimestre.

#### PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS Y PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN

✚ En el contexto externo se observan condiciones favorables al crecimiento de las economías emergentes, y en particular de la América Latina:

✚ Los flujos de capital hacia mercados emergentes han sido estimulados por la baja aversión al riesgo de los mercados de capitales, y por las bajas tasas de interés en las economías desarrolladas.

✚ La economía norteamericana está creciendo a tasas mayores que las esperadas, y debe continuar a un buen ritmo durante 2004. También se espera un mejor desempeño de las economías europeas y de la del Japón.

✚ El mayor crecimiento no ha hecho surgir aún presiones inflacionarias en los Estados Unidos y Europa lo cual permite esperar bajas tasas de interés en estos mercados en los siguientes meses y durante una parte de 2004. De otro lado, la mayor demanda de bienes básicos ha empezado a repercutir en los precios internacionales, anunciando una mejora en los términos de intercambio para los países en desarrollo.

✚ En estas condiciones ha tenido lugar una cierta apreciación de las monedas de países emergentes, especialmente en América Latina. Esto ha contribuido a mejorar la rentabilidad de los activos denominados en monedas locales, aumentando con ello las posibilidades de inversión.

✘ Para Colombia, se espera que continúe la recuperación de las exportaciones a los Estados Unidos, apoyada por la ley de preferencias arancelarias andinas y de erradicación de drogas (ATPDEA) y por el nivel competitivo que tiene actualmente el tipo de cambio. De otro lado, se espera una recuperación de las exportaciones a Venezuela, aunque por debajo de los niveles previos a la crisis.

✘ En el frente interno debe continuar la recuperación de la actividad económica basada principalmente en la inversión privada. De especial importancia es la recuperación en el precio de los activos que indicaría una mayor confianza de las empresas y los hogares en el desempeño futuro de la economía.

✘ En lo corrido del año, el consumo ha sido el componente menos dinámico de la demanda interna. En el futuro próximo su desempeño va a depender del impacto de las medidas tributarias, de la recuperación del empleo asociada con el mayor crecimiento económico, y de la confianza que genere el programa de ajuste fiscal sobre las decisiones de gasto de los hogares.

✘ La economía puede crecer entre 2,5% y 3% en 2003, por encima de las previsiones del informe de junio. El mayor crecimiento probablemente se va a reflejar en un cierre más rápido de la brecha del producto. Se considera que la brecha se mantendrá en terreno negativo en lo que resta del año, y que será 1,8% del producto interno bruto (PIB) potencial.

✘ Los pronósticos muestran que la inflación al consumidor se situaría en 6,2% en diciembre de 2003. La inflación sin alimentos se situaría entre 6,5% y 7,2%. Para diciembre de 2004, la inflación total al consumidor se ubicaría alrededor de 5,0%. Este resultado obedece, ante todo, a la caída en la inflación sin alimentos. Tal pronóstico incluye choques transitorios en la inflación sin alimentos por concepto de reajustes en tarifas de servicios públicos, combustibles y transporte, pero no incluye el efecto que tendría una eventual reforma del impuesto al valor agregado (IVA) en 2004.

✘ Estos pronósticos suponen que la tasa de cambio no repunta sustancialmente con respecto a su nivel actual. En efecto, a pesar de la caída en los ingresos de petróleo, los flujos de financiamiento externo del gobierno, y una recuperación gradual de los flujos privados de capitales, permitirían financiar un mayor déficit en cuenta corriente.

## RIESGOS

✘ Existen importantes riesgos sobre la trayectoria de la inflación en los próximos 18 meses. Los principales factores de riesgo son el nivel actual de las expectativas inflacionarias, el efecto de una brecha del producto más cerrada, y la inflación de alimentos.

✘ La información de expectativas inflacionarias a septiembre muestra que éstas sólo se han reducido marginalmente (entre 10 pb y 20 pb) con respecto a la encuesta

de junio, y que permanecen alrededor de 6,6% para septiembre de 2004. Los diferenciales entre las tasas de los títulos Tes unidad de valor real (UVR) y de rentabilidad fija a dos y tres años muestran una tendencia decreciente pero los niveles se ubican por encima de la posible meta del próximo año y de una senda decreciente de inflación de 2005 en adelante.

✧ La medición de la brecha del producto es altamente incierta. Estimaciones alternativas de la brecha sugieren que ésta podría ser menor que la utilizada como supuesto en este informe. Los análisis de sensibilidad sugieren que una brecha menor en 0,8 puntos porcentuales para finales de este año podría acelerar la inflación de 2004 y 2005 en 20 pb y 30 pb, respectivamente.

✧ Finalmente, los pronósticos pueden estar subestimando la inflación de alimentos. Recientemente tuvieron lugar algunos incrementos en los precios internacionales de cereales y de otros productos primarios. De mantenerse, los mayores precios externos tenderían a trasladarse a los precios domésticos como sucedió a finales de 2002, con efectos importantes sobre la inflación de alimentos.

✧ Teniendo en cuenta las consideraciones anteriores, la Junta Directiva decidió mantener inalteradas las tasas de intervención del Banco de la República. En consecuencia las tasas continuarán así: mínima de expansión 7,25%, lombarda de expansión 11%, máxima de contracción 6,25% y lombarda de contracción 5,25%.

# **INFORME SOBRE INFLACIÓN**

**SEPTIEMBRE DE 2003**

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

SUBGERENCIA DE ESTUDIOS ECONÓMICOS

Hernando Vargas Herrera

**Subgerente**

DEPARTAMENTO DE PROGRAMACIÓN E INFLACIÓN

Juan Mauricio Ramírez Cortés

**Director**

**SECCIÓN DE INFLACIÓN (\*)**

Adolfo León Cobo Serna

**Jefe**

Angélica María Arosemena Martán

Edgar Caicedo García

Luisa Fernanda Charry Velásquez

Alexandra Espinosa Dussán

Mario Nigrinis Ospina

Andrés Mauricio Velasco Martínez

(\*) En la elaboración de este informe colaboraron Franz Hamann Salcedo, Director del Departamento de Modelos Macroeconómicos, Luis Fernando Melo Velandía, Rocío Clara A. Mora Quiñones, Norberto Rodríguez Niño, Jesús Antonio Bejarano R. y Paola Figueroa González.

## CONTENIDO

PRESENTACIÓN, RESUMEN Y CONCLUSIONES	3
LA COYUNTURA ECONÓMICA Y EL COMPORTAMIENTO DE LA INFLACIÓN	3
PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS Y PRONOSTICOS DE INFLACIÓN	4
RIESGOS	5
I. EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA INFLACIÓN	11
A. INTRODUCCIÓN	11
B. INFLACIÓN TRANSITORIA	13
C. INFLACIÓN BÁSICA	14
II. DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN	17
A. SÍNTESIS DE LA POLÍTICA MONETARIA, VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS	17
B. OFERTA Y DEMANDA	23
C. EMPLEO, SALARIOS Y PRODUCTIVIDAD	27
D. BRECHA DEL PRODUCTO Y UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA	29
III. CONTEXTO INTERNACIONAL	30
A. ECONOMÍAS DESARROLLADAS	31
B. AMÉRICA LATINA	34
C. PRECIOS DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS	35
IV. PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN	38
A. INTRODUCCIÓN	38
B. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS	39



## EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA INFLACIÓN

### A. INTRODUCCIÓN

Durante el tercer trimestre de 2003, la inflación sin alimentos y otros indicadores de inflación básica continuaron aumentando, y a septiembre se situaban, en promedio, dos puntos porcentuales por encima de la meta (Gráfico 1). A pesar de ello, en dicho mes la inflación total al consumidor se ubicó en 7,1%, ligeramente por debajo de la de junio, como consecuencia de la importante reducción de la inflación de alimentos (Gráfico 2 y Cuadro 1).

Al igual que en trimestres anteriores, durante el tercero las presiones inflacionarias sobre la inflación total y básica siguieron originándose en dos frentes: la devaluación acumulada y el continuo incremento en el precio relativo de algunos bienes regulados como los combustibles, el transporte, y los servicios públicos.

En cuanto a las presiones por devaluación, éstas se han mantenido a pesar de la estabilidad del tipo de cambio, explicando parte importante del repunte de la inflación básica. Ello sugiere que el traslado de la devaluación registrada el año pasado aún no se ha efectuado totalmente. Sin embargo, se prevé que en el corto plazo estas presiones podrían disminuir a juzgar por la importante reducción que presentó en los últimos meses el índice de precios del productor (IPP) de importados. De continuar esta reducción, en los próximos meses se podrían observar menores presiones de costos, siempre y cuando no haya un incremento sustancial en el tipo de cambio.

Además de los factores inflacionarios señalados, las expectativas de inflación también parecen haber contribuido a mantener la inflación básica en niveles altos. Las medidas sobre expectativas disponibles sugieren que en el tercer trimestre éstas continuaron significati-

GRÁFICO 1  
INFLACIÓN ANUAL BÁSICA  
(PORCENTAJE)

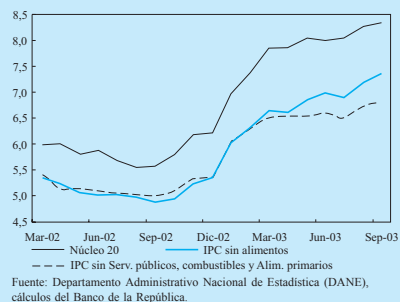
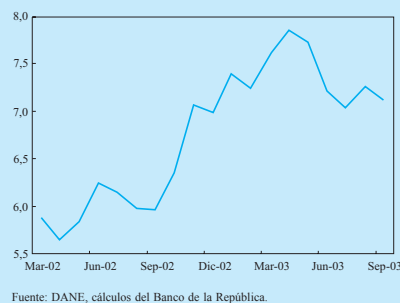


GRÁFICO 2  
INFLACIÓN ANUAL AL CONSUMIDOR  
(PORCENTAJE)



**CUADRO 1**  
**INDICADORES DE INFLACIÓN**  
**(VARIACIONES PORCENTUALES ANUALES)**

	Sep-02	Dic-02	Mar-03	Jun-03	Sep-03
<b>I. IPC</b>	6,0	7,0	7,6	7,2	7,1
Alimentos	8,6	10,9	9,9	7,7	6,5
Vivienda	3,8	4,1	5,6	6,0	6,0
Vestuario	0,9	0,7	0,9	1,4	1,1
Salud	8,9	9,2	9,7	9,1	9,1
Educación	6,4	6,5	4,9	5,0	4,9
Cultura y esparcimiento	4,7	5,3	4,1	4,8	4,9
Transporte	5,1	5,9	9,5	10,7	12,9
Gastos varios	7,7	9,0	9,0	8,1	7,4
<b>II. Inflación básica 1/</b>	5,1	5,6	7,0	7,2	7,5
IPC sin alimentos	4,9	5,4	6,6	7,0	7,4
Núcleo 2/	5,6	6,2	7,8	8,0	8,3
IPC sin alimentos primarios, combustibles y servicios públicos	5,0	5,3	6,5	6,5	6,8
<b>III. IPP</b>	6,8	9,3	11,5	10,9	6,9
Según uso o destino económico					
Consumo intermedio	6,2	9,9	13,1	12,4	7,6
Consumo final	6,3	7,3	7,5	8,0	5,4
Bienes de capital	10,8	15,6	19,6	15,4	6,1
Materiales de construcción	6,4	7,8	11,7	11,7	10,9
Según procedencia					
Producidos y consumidos	5,5	7,1	8,3	8,6	6,5
Importados	10,7	16,0	21,7	18,3	8,0
Exportados 3/	15,5	28,5	34,7	18,7	3,5
Según origen industrial (CIU)					
Agricultura, silvicultura y pesca	6,8	9,2	7,8	8,7	3,7
Minería	22,4	33,3	37,7	26,6	5,5
Industria manufacturera	6,3	8,6	11,6	11,1	7,7

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

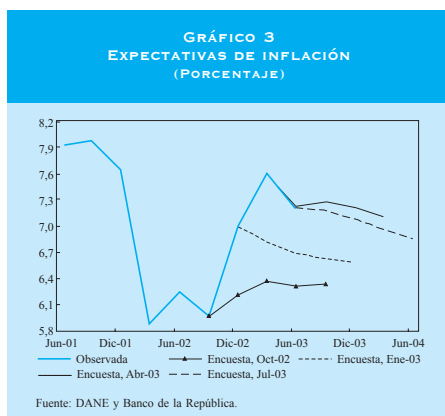
2/ Se excluye del IPC el 20% de la ponderación con aquellos items que entre enero de 1990 y abril de 1999 registraron la mayor volatilidad de precios.

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

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

vamente por encima de la meta de inflación. En julio de 2003, la encuesta realizada por el Banco de la República, reveló que las expectativas de inflación reportadas por los agentes para los cuatro trimestres siguientes, si bien presentaron una leve corrección a la baja, son mayores en más de un punto porcentual que el rango superior de la meta de inflación fijada para 2003 (Gráfico 3). De igual manera, continuó descendiendo la credibilidad en la meta de inflación cuyo porcentaje fue de 4,9%, siendo este el registro histórico más bajo.

Finalmente, las presiones de demanda siguieron contenidas, como lo sugiere la estabilidad exhibida por varios subgrupos del índice de precios al consumidor (IPC) que no fueron afectados por la devaluación o por el impuesto al valor agregado (IVA) y que por lo tanto, responderían más a presiones de demanda como lo son educación, servicios de salud, diversión, cultura y esparcimiento. En apoyo de la apreciación anterior puede mencionarse el nivel de la utilización de capacidad instalada que aún se en-



cuentra por debajo de su promedio, y algunas estimaciones de la brecha del producto que sugieren que ésta es aún negativa (es decir el producto observado es aún menor que el potencial).

A pesar de lo anterior, hay indicios que sugieren que el crecimiento reciente está cerrando la brecha de producto más rápidamente que lo previsto en el informe anterior. La utilización de capacidad instalada de la industria tuvo un importante repunte en agosto según lo muestra el indicador de Fedesarrollo, y se encuentra por encima de los promedios históricos. Dicha situación podría reflejarse en un menor descenso en la tasa de crecimiento de los precios cuando las firmas revisen contratos de precios y salarios, especialmente a comienzos de 2004, comparado con la tendencia observada en los últimos años.

Un alto nivel de expectativas unido a choques de precios regulados podría exacerbar dichos incrementos. La aceleración de algunos rubros del IPC como arriendos y comidas fuera del hogar, y el repunte de los precios de la finca raíz en ciudades como Bogotá y de los precios de las acciones podrían ser un indicio en tal sentido.

Para el próximo año, las principales presiones inflacionarias posiblemente estarán asociadas a los precios de los servicios públicos, los combustibles y

el transporte, toda vez que se esperan reajustes por encima de la meta de inflación debido a desmontes de subsidios<sup>1</sup>.

## B. INFLACIÓN TRANSITORIA

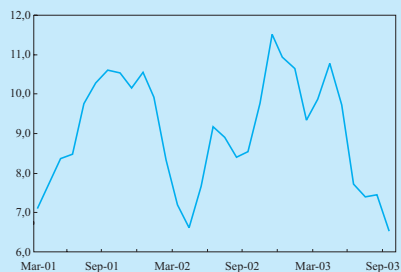
Durante el tercer trimestre, la inflación transitoria estuvo sometida a dos tipos de presiones. Una a la baja proveniente de los precios de los alimentos y otra al alza derivada de los precios de los combustibles y del transporte, principalmente.

En septiembre, la inflación de alimentos fue de 6,5%, 1,2 puntos porcentuales inferior al valor registrado en junio pasado (7,7%) (Gráfico 4). Como se tenía previsto, la inflación de este rubro tuvo una importante reducción, impulsada, principalmente, por la caída en los precios de los productos perecederos, entre ellos el de la papa. Las favorables condiciones climáticas y los altos precios de finales de 2002 y comienzos de 2003 estimularon las siembras y la producción de alimentos primarios durante el tercer trimestre explicando así la caída. Para lo que resta del año, la oferta agrícola deberá tener un comportamiento favorable por lo que se espera que los precios de los productos perecederos sigan bajos y que inclusive se reduzcan, ayudando a disminuir aún más la inflación de alimentos (Gráfico 5).

En cuanto a la inflación de alimentos procesados, excluyendo las comidas fuera del hogar, su inflación también exhibió una reducción significativa al ubicarse en 16,0%, 3,6 puntos porcentuales por debajo de su registro en junio (Gráfico 5). Para lo que resta del año, y si el tipo de cambio se mantiene en sus niveles actuales y los precios internacionales de los cereales y las oleaginosas no repuntan, debería esperarse que la inflación

<sup>1</sup> En el mediano y largo plazos, la obtención de los “precios correctos” en los servicios públicos y su contribución a la mejor asignación de recursos y al saneamiento fiscal tendrían efectos favorables sobre la inflación.

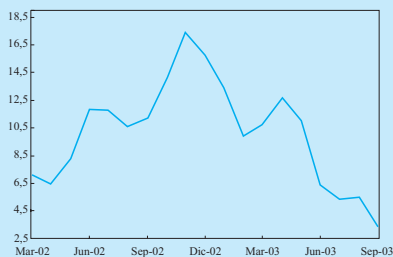
**GRÁFICO 4**  
INFLACIÓN ANUAL DE ALIMENTOS  
(PORCENTAJE)



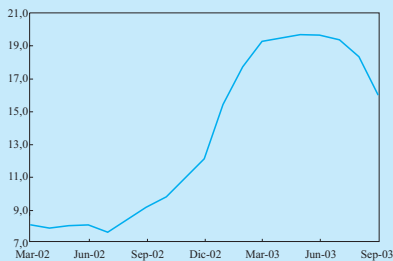
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

**GRÁFICO 5**  
INFLACIÓN ANUAL DE ALIMENTOS SEGÚN ORIGEN  
(PORCENTAJE)

**PRIMARIOS**



**PROCESADOS**



Fuente: DANE y Banco de la República.

de los alimentos procesados continúe disminuyendo y contribuya a reducir la inflación de alimentos.

En materia de los choques alcistas, la inflación anual de combustibles continuó siendo alta con respecto a la meta de inflación para 2003 debido a la política de desmonte de subsidios cuyos efectos se han acentuado por la elevada devaluación acumulada y los altos precios internacionales. En septiembre, la inflación anual de este ítem se ubicó en 22,3%, cifra mayor en 4,7 puntos porcentuales que la registrada en junio.

Debido al programa de desmonte de subsidios, se esperan reajustes importantes en este precio en lo que resta del año y durante 2004, máxime si se tiene en cuenta que la devaluación acumulada seguirá siendo alta en los próximos meses, y que se espera que los precios internacionales se mantengan en niveles cercanos a los actuales, incluso el próximo año. Adicionalmente, el incremento de los precios de los combustibles resultó en un fuerte reajuste en el precio de los servicios de transportes, especialmente en el de transporte público en Bogotá. Actualmente, la inflación de servicios de transporte se encuentra en 11,9%, 2,0 puntos porcentuales por encima de su registro en junio.

Finalmente, la inflación de servicios públicos disminuyó en comparación con lo registrado en trimestres anteriores, aunque su nivel permaneció muy por encima de la inflación total. Para el resto del año y para 2004 se esperan reajustes mensuales similares a los exhibidos durante lo corrido del año, lo cual implicaría que su inflación anual se mantendrá alta en relación con la meta.

---

### C. INFLACIÓN BÁSICA

---

Durante el tercer trimestre de 2003, todos los indicadores de inflación básica analizados por el Banco de la República continuaron incrementándose. Así, la inflación básica, medida como el promedio del IPC sin ali-

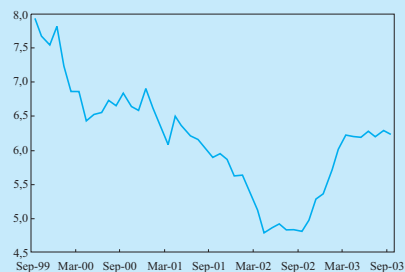
mentos, el núcleo inflacionario<sup>2</sup>, y el IPC sin alimentos primarios, combustibles y servicios públicos, fue de 7,5%, superior en 0,3 puntos porcentuales a la de junio de 2003. En esta oportunidad, el indicador que más se incrementó fue el IPC sin alimentos al pasar de 7,0% en junio a 7,4% en septiembre (Cuadro 1 y Gráfico 1).

El aumento de estos indicadores es en gran parte consecuencia de la mayor inflación del grupo de transporte y comunicaciones. Cuando se excluye este subgrupo, la inflación de la canasta resultante, que comprende el 74,3% del IPC, se ha mantenido estable en 6,2% desde marzo del presente año. Este indicador de inflación básica aumentó de 4,9% en octubre de 2002 a 6,2% en los dos primeros meses de 2003, como consecuencia de la mayor devaluación y de la reforma al IVA, y también, probablemente, de las mayores expectativas de inflación (Gráfico 6).

A septiembre, la devaluación acumulada se seguía sintiendo en la inflación básica y total. La inflación de bienes transables del IPC pasó de 8,7% en junio a 9,7% en septiembre. Sin embargo, la reclasificación de los bienes transables entre durables (con una rotación lenta de inventarios) y perecederos (con una rotación alta de inventarios) nuevamente señala que el incremento de la inflación de transables es, en su mayor parte, consecuencia de los mayores precios de los combustibles y de los servicios de transporte. Para el resto de bienes transables (tanto los de consumo durable como los de no durable) se observó un nivel de inflación estable, aunque alto, frente al del segundo trimestre, sugiriendo que la transmisión de la devaluación a la inflación podría estarse completando (Gráfico 7). La anterior apreciación se corrobora con la inflación del IPP de importados, la cual disminuyó 10,3 puntos porcentuales entre junio y septiembre, lo que permitiría disminuir las presiones sobre costos en los próximos meses, siempre y cuando el tipo de cambio se mantenga estable (Gráfico 8).

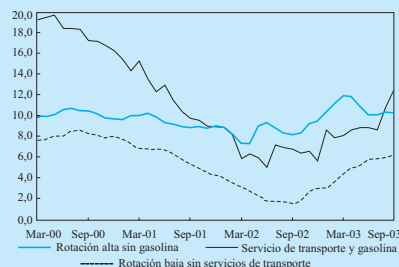
<sup>2</sup> El núcleo inflacionario excluye del IPC el 20% de la canasta cuyos rubros registraron la mayor volatilidad de precios entre enero de 1990 y abril de 1999.

**GRÁFICO 6**  
INFLACIÓN ANUAL DEL IPC SIN ALIMENTOS PRIMARIOS, COMBUSTIBLES, SERVICIOS PÚBLICOS Y DE TRANSPORTE (PORCENTAJE)



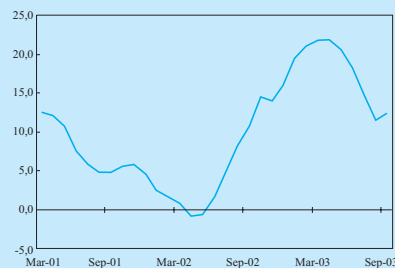
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

**GRÁFICO 7**  
INFLACIÓN ANUAL DE BIENES DE CONSUMO TRANSABLES (PORCENTAJE)



Fuente: IPC, DANE y Banco de la República.

**GRÁFICO 8**  
VARIACIÓN ANUAL DEL COMPONENTE DE IMPORTADOS DEL IPP (PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República, SGEE.

Durante el primer semestre de 2003 no se hicieron evidentes las presiones inflacionarias de demanda generalizadas, resultado consistente con una brecha de producto negativa y la utilización de capacidad instalada en dicho periodo. Los indicadores asociados directamente con la inflación de demanda, y que no se vieron afectados por choques transitorios (IVA) ni por devaluación, mostraron tasas de inflación bajas en comparación con el promedio de la inflación anual. Entre estos indicadores se encuentra la inflación de los rubros de diversión, cultura y esparcimiento, de vestuario y de los servicios no regulados.

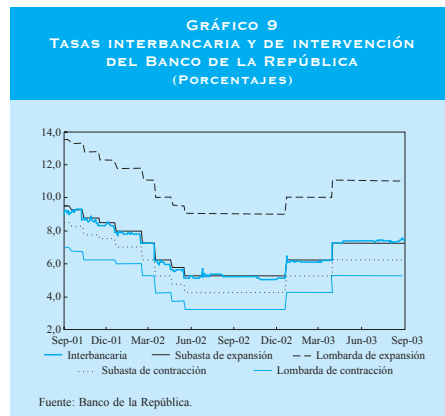
Sin embargo, a partir de julio se registró un incremento importante en la utilización de capacidad instalada de la industria a nivel general e inclusive algunos sectores como químicos, papel, bebidas y tabaco mostraron en agosto niveles superiores a su promedio histórico. Esta situación puede estar señalando un quiebre en algunos sectores con respecto a las tendencias que se venían observando. Si bien no se espera que esto genere fuertes presiones inflacionarias en el corto plazo, sí podría estar indicando futuros incrementos en los precios, especialmente a comienzos de 2004 aprovechando la revisión de contratos.

## DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN

### A. SÍNTESIS DE LA POLÍTICA MONETARIA, VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS

En los últimos seis meses no se presentaron cambios importantes en la conducción de la política monetaria. La Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) mantuvo estables las tasas de intervención, que desde abril se sitúan en los siguientes niveles: mínima de expansión, 7,25%; lombarda de expansión, 11,0%; máxima de contracción, 6,25%, y lombarda de contracción, 5,25% (Gráfico 9). Por su parte, la tasa interbancaria se situó en 7,3% en septiembre, frente a 7,4% de junio y 5,0% de diciembre del año pasado.

Durante lo corrido del año la JDBR tomó varias medidas tendientes a restablecer la confianza en el mercado cambiario y corregir las expectativas de inflación.



Es así como en el primer semestre la JDBR cambió su postura de tasas de interés en dos oportunidades: incrementó en 100 puntos básicos (pb) todas sus tasas de intervención a partir de enero 20 y en otros 100 pb a partir del 29 de abril.

Adicionalmente, la Junta adoptó varias medidas en el frente cambiario durante el primer semestre. Así, a finales de febrero se anunció la intención de intervenir en el mercado cambiario a través de la realización de subastas de opciones *call*<sup>3</sup> hasta por US\$1.000 m. De este monto se han vendido US\$344,5 m. La medida logró estabilizar el dólar y disminuir el efecto de la devaluación sobre la inflación<sup>4</sup>.

En materia de tasas de interés, el hecho más destacado en lo corrido del año quizá sea la disminución y estabilidad que han observado las tasas de los títulos de deuda pública interna (Tes). A partir de mayo, y coincidiendo con el segundo incremento de las tasas de intervención del Banco, se observó una reducción en el tramo largo de la curva de rendimientos de los Tes que sugiere que la política monetaria puede haber ganado mayor credibilidad ante los mercados. La mayor incertidumbre en el frente fiscal en septiembre y octubre sólo generó efectos transitorios en las tasas.

<sup>3</sup> Conforme a las reglas vigentes, la subasta de opciones *call* de desacumulación de reservas se habilita cuando la tasa representativa del mercado (TRM) sobrepasa en un 4,0% su promedio móvil de orden 20.

<sup>4</sup> El 2 de julio, el Banco de la República efectuó una subasta de opciones *put* para la acumulación de reservas, por un monto de US\$6,2 m. Las opciones *put* solo se pueden hacer efectivas cuando la TRM se sitúa 4,0% por debajo de su promedio móvil de orden 20.

En cuanto a las otras tasas de mercado, a septiembre y comienzos de octubre, la tasa promedio de captación del sistema financiero (DTF) seguía sin responder a los incrementos de las tasas de intervención. Así, su nivel era cercano a (7,8%), muy similar al que se observa desde comienzos del segundo trimestre. En términos reales, esto sigue implicando tasas pasivas históricamente bajas y cercanas a cero. Respecto a las tasas activas, tampoco se observan cambios importantes en sus niveles desde junio.

La demanda de liquidez en los primeros nueve meses del año se atendió a través de los Repos de expansión a un día. Para los últimos cuatro meses de 2003 el Banco de la República anunció, el día 29 de agosto, el programa para suministrar liquidez de fin de año. En primer lugar, entre los meses de septiembre y diciembre del presente año se otorgará liquidez permanente a través de la compra de Tes B por un monto aproximado de \$1 billón (b). En segundo lugar, para el mismo periodo se otorgará liquidez semipermanente a través de Repos con plazos de tres y cuatro meses por un valor de \$1,5 b.

En términos generales, durante el tercer trimestre el mercado siguió disfrutando de una amplia liquidez disponible. Tanto la base como M3 continuaron creciendo a tasas anuales superiores al 10,0%. Este hecho junto con la estabilidad en las tasas de interés han contribuido a fortalecer las utilidades y solidez del sistema financiero y a recuperar la demanda de crédito.

## 1. Agregados monetarios y crediticios

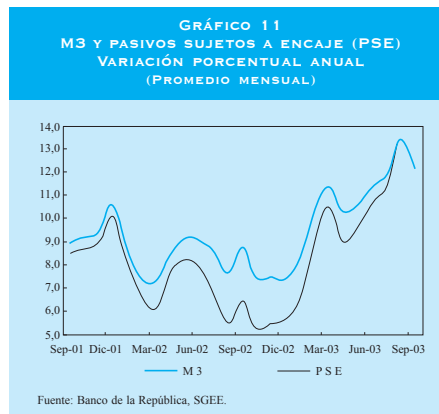
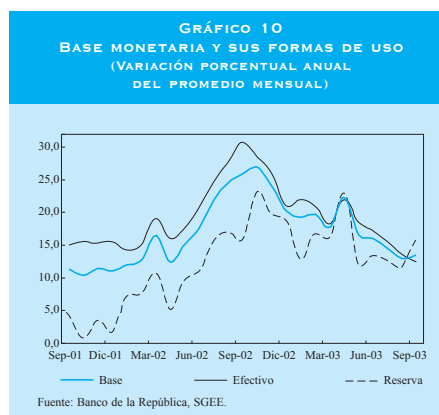
### a. Base monetaria

En el tercer trimestre, el ritmo de crecimiento de la base monetaria continuó disminuyendo, tal y como ha venido sucediendo desde el último trimestre del año pasado. Entre junio y septiembre el crecimiento de la base monetaria pasó de 16,0% a 13,5%. El crecimiento del efectivo ha tenido un comportamiento similar, al pasar de 17,1% a 12,5%, mientras la reserva lo hacía de 13,5% a 16,1% (Gráfico 10).

### b. M3

El agregado monetario más amplio de liquidez (M3) aceleró su crecimiento anual (12,1%) con respecto a junio pasado (11,3%). Este crecimiento del ahorro financiero sigue siendo compatible con el del PIB nominal esperado para 2003.

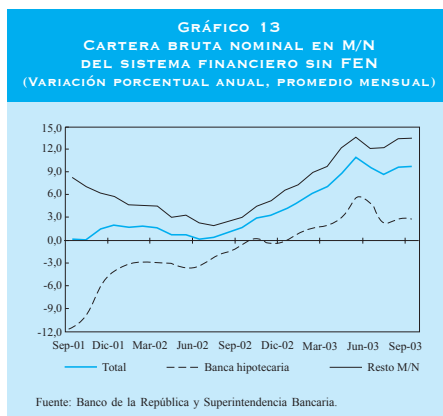
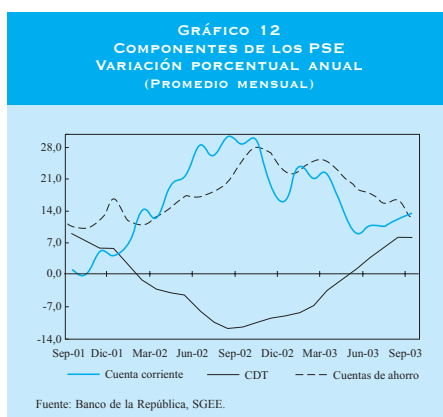
Al cierre del tercer trimestre, los pasivos sujetos a encaje (PSE), muestran un crecimiento anual (12,1%) superiores a los observados tres meses atrás (10,6%) (Gráfico 11). Por tipo de pasivo, se nota una gran recuperación de los saldos de CDT, cuyo crecimiento anual pasó de tasas negativas a comienzos de año a crecer





3,6% en junio y 8,2% en septiembre. En los últimos tres meses, al igual que lo sucedido con los CDT, se observa una recuperación en el crecimiento de cuentas corrientes (de 10,7% en junio a 13,4% en septiembre), bonos (de -0,7% a 2,5%) y Repos con el sector real (de 27,11% a 119,4%). Por el contrario, las cuentas de ahorro han perdido aceleración en su crecimiento entre junio (17,7%) y septiembre (11,9%) (Gráfico 12).

A lo largo del presente año, el ahorro financiero (M3) ha mostrado crecimientos acordes con el repunte del crédito observado desde mediados de 2002. Así, la cartera bruta ha mantenido su crecimiento anual cercano al 10,0% desde mayo pasado (Gráfico 13).



Por tipo de institución, el de la banca no hipotecaria muestra una aceleración en su ritmo de crecimiento anual al pasar de 12,1% en junio a 13,5% en septiembre. Por el contrario, la cartera de la banca hipotecaria, luego de su paulatina recuperación en la primera mitad del año, se desaceleró en el tercer trimestre, al pasar de 5,1% en junio a 2,9% en septiembre.

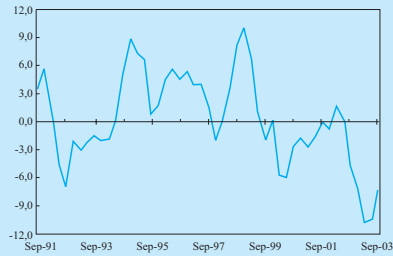
La recuperación del crédito es reflejo de las mejores condiciones macroeconómicas en lo corrido de este año con respecto al anterior. Varios factores han influido en este mejor desempeño, entre otros, las bajas tasas de interés, las nuevas oportunidades abiertas por la ley de preferencias arancelarias andinas y erradicación de drogas (ATPDEA), y la mayor confianza y mejores expectativas de los inversionistas en el futuro económico del país.

De acuerdo con la última encuesta de expectativas del Banco de la República efectuada en julio de este año, los mercados seguían percibiendo una alta disponibilidad de crédito. Desde julio de 2001, el porcentaje de encuestados con esta opinión se ha incrementado 44,4 puntos porcentuales, situándose en julio en 76,5%, superior al 73,7% de abril.

Finalmente, para el tercer trimestre de 2003, el nivel del indicador de condiciones monetarias (ICM)<sup>5</sup> continuó situándose por debajo del período de referencia (1998:01=100), aunque por encima del nivel calculado para junio (Gráfico 14). La posición del indicador se explica por el menor ritmo de devaluación y por un mínimo repunte de las tasas de interés. Los efectos relativos de las tasas de interés y de cambio, agrupados en el ICM, sugieren condiciones holgadas de

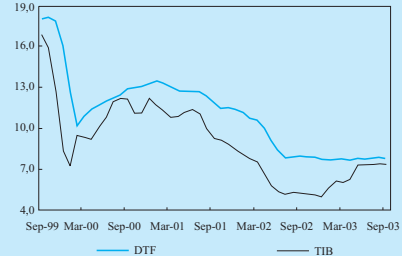
<sup>5</sup> El ICM muestra el grado en el cual la provisión de liquidez es más restrictiva (si el indicador es positivo), o más amplia (si el indicador es negativo), frente a la liquidez que tenía la economía en un período de referencia (1998:01). Este indicador es una suma ponderada de cambios en la tasa de interés de corto plazo y la tasa de cambio, con respecto a los valores de un año base. Las ponderaciones reflejan los efectos relativos de las variaciones de la tasa de interés y de la tasa de cambio sobre la demanda agregada y la inflación, contribuyendo a caracterizar el estado actual de la política monetaria.

**GRÁFICO 14**  
INDICADOR DE CONDICIONES MONETARIAS (ICM)  
(PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República, SGEE.

**GRÁFICO 15**  
TASAS DE INTERÉS DTF Y TIB,  
PROMEDIO MENSUAL  
(PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República, SGEE.

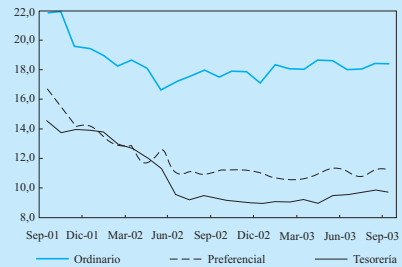
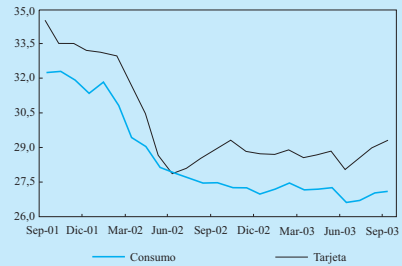
la conducción de la política monetaria en relación con la demanda agregada.

## 2. Tasas de interés

Luego de una caída permanente de las tasas de interés tanto activas como pasivas durante el año 2002, en el primer semestre del presente se observó un comportamiento mixto. La DTF se ha mantenido estable en niveles cercanos a 7,8%, sin reaccionar a los dos incrementos de las tasas de referencia del Banco de la República realizados en enero y abril. Esto ha conducido a un cierre paulatino de la brecha entre la DTF y la tasa interbancaria (TIB) a lo largo de 2003 (Gráfico 15).

Por tipo de crédito, todas las tasas, excepto la preferencial, mostraron un incremento en septiembre con respecto al registro de junio. La de consumo pasó de 26,6% en junio a 27,1% en septiembre, la tarjeta de crédito de 28,2% a 29,4%, la ordinaria de 18,0% a 18,4%, tesorería de 9,5% a 9,7%, en tanto que la preferencial se mantuvo estable en un nivel de 11,2%. Por su parte, las tasas de interés agregadas repuntaron ligeramente con respecto a junio. La tasa total que incluye las tesorerías de los bancos, pasó de 12,5% en junio a 12,7% en septiembre, la misma tasa sin tesorerías pasó de 16,3% a 16,7% y la tasa activa del Banco de la República lo hizo de 14,9% en junio a 15,2% en septiembre (Gráfico 16).

**GRÁFICO 16**  
TASAS DE INTERÉS NOMINALES,  
POR TIPO DE COLOCACIÓN  
(PORCENTAJE)



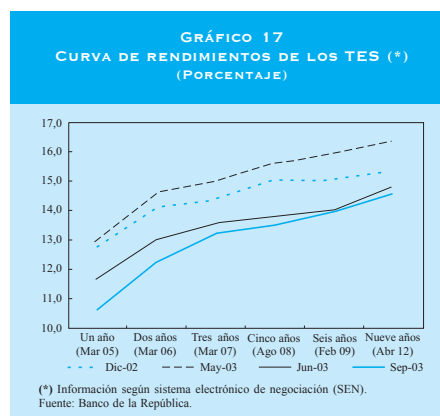
Fuente: Banco de la República.

El incremento de las tasas de intervención del Banco de la República, aún no se han transmitido con fuerza a las tasas del mercado, en parte, debido a la alta liquidez que mantiene el sistema financiero. Como se mencionó en el anterior informe, otras explicaciones recaen en la reducción del riesgo crediticio en el sistema financiero, cuyo efecto es la disminución de las tasas de interés, y en la sustitución entre los TES y los CDT. Adicionalmente, la estabilidad cambiaria observada en lo corrido del año, puede haber favorecido la estabilidad de las tasas. Finalmente, la falta de reacción de las tasas de mercado puede ser sólo un fenómeno transitorio que se explica porque normalmente existe un periodo de varios meses entre los movimientos de las tasas del Banco de la República y los de las tasas de mercado.

En cuanto a las tasas reales, su nivel siguió siendo históricamente bajo y los movimientos que han registrado son reflejo de la dinámica de la inflación. Es así como la DTF real se situó en septiembre (0,64%) en un nivel un poco por debajo del observado en diciembre de 2002 (0,69%) y algo superior al de junio pasado (0,52%). Por su parte, todas las tasas de interés reales *ex post* de colocación presentaron un repunte con respecto a junio, siendo la de tarjeta de crédito la que más subió (1,3 puntos porcentuales) y la preferencial la que menos repuntó (0,1 puntos porcentuales).

Finalmente, los resultados de la última encuesta disponible de expectativas del Banco de la República, correspondiente al mes de julio, muestran que el actual horizonte de expectativas de tasas de interés fue inferior al registrado en abril pasado. En el sondeo de julio, los encuestados opinaron que la DTF terminaría el año 2003 en 8,1%, nivel inferior en 0,2 puntos porcentuales a lo estimado tres meses atrás.

Respecto a las tasas de interés de la deuda pública interna (Tes) en el mercado secundario, a partir del segundo trimestre se ha observado una reducción para los títulos a diferentes plazos. En los últimos tres meses la corrección a la baja fue menos pronun-

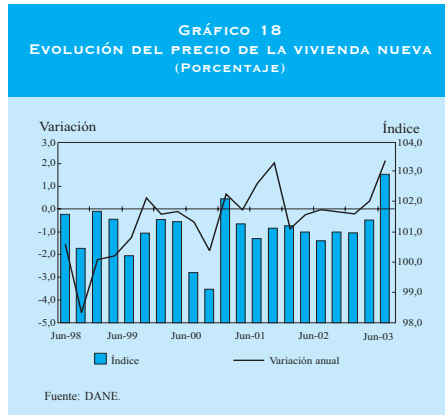


ciada en los títulos de más cercano vencimiento, con lo cual, la curva de rendimientos tendió a empinarse levemente (Gráfico 17).

De acuerdo con diversos analistas, la tendencia descendente de las tasas de los Tes con respecto a las de junio se explica por las menores expectativas de inflación existentes en el tercer trimestre frente a las de comienzos del año pasado. La recuperación en los precios de los Tes parece haberse beneficiado también del bajo nivel actual de las tasas de interés de la Unión Europea y los Estados Unidos que hicieron más atractivo invertir en los mercados de deuda de los países emergentes. A lo anterior también ha contribuido el mayor optimismo entre los inversionistas locales y extranjeros por la reactivación de la economía, el crecimiento de las exportaciones en los primeros ocho meses del año (8,7%) y la caída paulatina que viene mostrando el desempleo a través del año. Todo lo anterior no evitó que hacia septiembre y comienzos de octubre se observaran algunos repuntes de las tasas asociadas a diversas noticias en el frente fiscal.

### 3. Precios de la vivienda e índice general de la Bolsa de Colombia

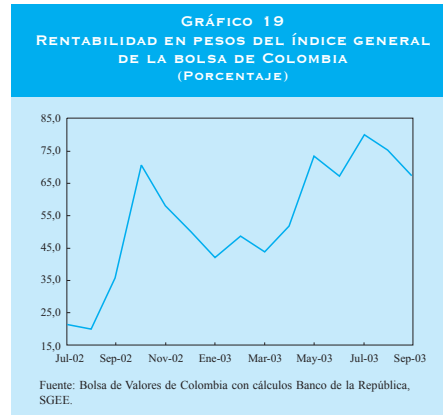
En el primer semestre del año el precio de la vivienda nueva mostró una aceleración, la cual pasó de una variación anual de -0,2% en el



cuarto trimestre de 2002 a 0,4% en el primero de 2003 y luego a 2,2% en el segundo de 2004 (Gráfico 18). Por tipo de vivienda, se observa que la recuperación del sector en el semestre recayó en el precio de los apartamentos, al pasar de crecer de -1,2% (cuarto trimestre de 2002) a -0,2% (primer trimestre de 2003) y a 2,8% (segundo trimestre de 2003). Por su parte, el precio de las casas muestra un crecimiento anual (0,7%) descendente con respecto al último trimestre del año pasado (1,8%).

Durante el tercer trimestre el índice general de la Bolsa de Colombia (IGBC) se estabilizó. Este índice continuó creciendo hasta julio, habiéndose devuelto en agosto y septiembre. No obstante, al cierre del tercer trimestre el IGBC muestra unos rendimientos similares a los de hace tres meses. En septiembre, el rendimiento anual fue de 67,5% frente al 67,6% de junio pasado (Gráfico 19).

La inversión en el mercado bursátil continúa ofreciendo una altísima rentabilidad, siendo la más atractiva del mercado. De acuerdo con diversos analistas, dicha valorización se debe, en gran parte, a las bajas tasas de interés y al menor atractivo que ofrecen actualmente los activos denominados en dólares ante la mínima devaluación acumulada en lo corrido del año.



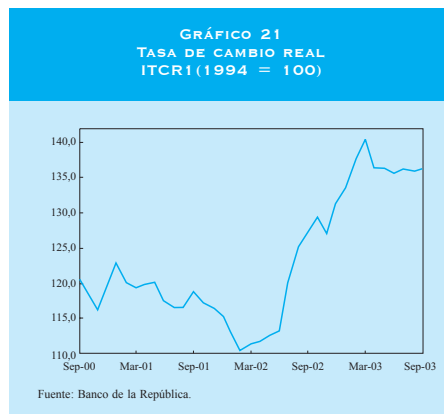
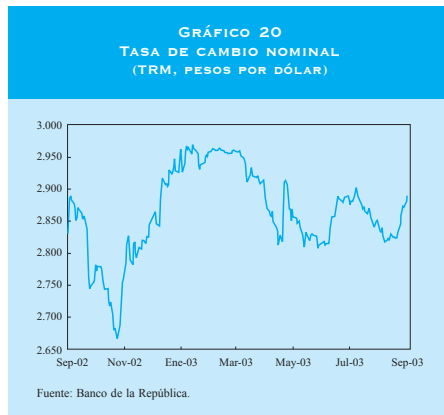
Además, la reducción en el ritmo de inflación y las expectativas positivas en materia de comercio exterior y de crecimiento económico han favorecido los rendimientos en el mercado bursátil.

#### 4. Tipo de cambio

Durante el tercer trimestre del año se observó una reducción significativa de la devaluación como consecuencia, en parte, de la reducción en la tasa de cambio observada en el mismo período del año anterior. Así, al finalizar el tercer trimestre, la tasa de cambio nominal se ubicó en \$2.889,4 por dólar, registrando una variación anual de 2,2% y una devaluación en año corrido de 0,9% (Gráfico 20). En términos generales, el comportamiento del tipo de cambio siguió guardando alguna relación con la prima de riesgo-país de la deuda externa colombiana y con las demás monedas latinoamericanas.

Aunque la tasa de cambio real se redujo levemente entre julio y septiembre, se mantiene en uno de sus niveles históricos más altos. En efecto, el ITCR<sup>6</sup> calculado por el Banco de la República se ubicó en septiembre en 136,1 (Gráfico 21). Comparado con el valor del mismo índice un año atrás se observa una devaluación real de 3,6%.

<sup>6</sup> El ITCR1 emplea el IPP del país y de sus 20 socios comerciales.



## B. OFERTA Y DEMANDA

### 1. Síntesis

El desempeño de la economía durante el primer semestre del año fue mejor que el previsto en informes anteriores. Durante este período la economía creció a un ritmo anual de 3,1%, mayor que el observado en 2002.

La aceleración de la tasa de crecimiento se explica por la recuperación de la demanda interna, funda-

mentalmente por el comportamiento de la inversión, mientras que el consumo de los hogares sólo creció 1,0% durante el semestre. Por otra parte, aunque el desempeño de la demanda externa mejoró frente al observado el año anterior, su aporte al crecimiento sigue siendo negativo.

El repunte de la economía en la primera mitad del año propició un cierre de la brecha del producto más rápido de lo previsto. Algunos indicadores de utilización de capacidad instalada para la industria muestran una importante recuperación en los últimos meses. El mayor crecimiento también se ha reflejado en el incremento de los precios de los activos (acciones y finca raíz).

Para la segunda mitad del año se espera que la economía mantenga su tasa de crecimiento. Así mismo, las noticias favorables sobre el convenio para facilitar los pagos de las exportaciones a Venezuela permiten prever una leve recuperación de éstas en lo que resta del año. De esta manera, todo parece sugerir que este año el crecimiento del PIB va a ser mayor que el previsto por el gobierno (2,0%) y podría estar entre 2,5% y 3,0%.

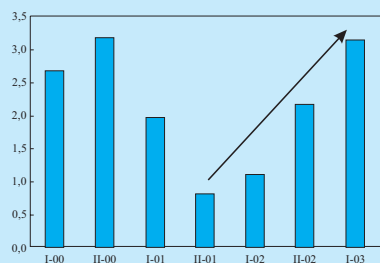
### 2. El primer semestre de 2003

En el primer semestre del año la economía siguió acelerando su tasa de crecimiento (Gráfico 22). Factores como la mayor confianza de los agentes tanto a nivel interno como externo, el aumento de las remesas de los trabajadores y la recuperación del crédito y del sistema financiero influyeron en este buen resultado.

#### a. Gasto privado

El mayor crecimiento del gasto privado se presentó en la inversión en equipo de transporte, seguida del gasto en maquinaria y equipo, y de edificaciones (Cuadro 2). Como se mencionó en el informe anterior, el aumento en el gasto de inversión en equipo de transporte se debe, en parte, a la decisión de modernizar la flota de algunas empresas de aviación, aprovechando la adjudicación de nuevas rutas.

**GRÁFICO 22**  
**CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB REAL SEMESTRAL**  
**(PORCENTAJES)**



Fuente: DANE.

De otro lado, el gasto en maquinaria y equipo ha crecido gracias al buen dinamismo de la producción industrial en la primera mitad del año (4,6% anual), la entrada en vigencia del ATPDEA, la mejora en las condiciones económicas y sociopolíticas para la inversión, y las exenciones impositivas a las importaciones de bienes de capital.

La construcción de edificaciones sigue creciendo a tasas importantes. El mayor dinamismo del mercado inmobiliario se ha reflejado en el repunte de los precios de la finca raíz (especialmente en los estratos altos), y una mayor rotación de los inmuebles que se ofrecen para arrendar.

**CUADRO 2**  
**CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB REAL DESDE EL PUNTO DE VISTA DE LA DEMANDA**  
**(VARIACIÓN PORCENTUAL)**

	2002 (p)					2003 (p)		
	I	II	III	IV	Anual	I	II	Semestre
<b>Producto interno bruto</b>	(0,05)	2,30	1,99	2,34	1,65	4,09	2,20	3,13
Importaciones totales	(8,48)	(1,07)	4,07	7,47	0,55	16,69	1,35	8,62
<b>Total oferta final</b>	(1,36)	1,77	2,32	3,15	1,48	5,91	2,07	3,96
Consumo final	1,69	2,12	2,10	1,39	1,82	1,22	0,93	1,07
Hogares 1/	2,16	2,20	2,45	2,19	2,25	1,21	0,75	0,98
Consumo final interno hogares 2/	1,79	1,85	2,37	1,85	1,96	1,44	0,87	1,15
No durables	0,27	0,86	1,62	1,00	0,94	(1,08)	(2,02)	(1,55)
Semidurables	2,46	(2,33)	3,76	1,29	1,28	1,05	4,45	2,72
Servicios	1,84	1,87	1,81	2,14	1,92	2,94	2,69	2,82
Durables	12,52	17,30	10,05	6,48	11,41	8,55	1,44	4,87
Gobierno	0,39	1,89	1,08	(0,88)	0,62	1,23	1,46	1,35
Formación bruta de capital	(17,03)	5,73	16,31	23,57	7,17	48,57	10,24	26,95
Formación bruta de capital fijo	0,46	7,36	7,56	11,50	6,92	19,20	5,53	11,93
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	10,39	14,75	17,06	11,74	13,43	(0,28)	1,33	0,53
Maquinaria y equipo	(3,41)	(4,02)	5,94	5,61	1,15	20,23	9,45	14,62
Equipo de transporte	(19,50)	9,11	15,69	25,58	8,58	64,69	(5,05)	23,55
Edificaciones	29,15	33,29	23,13	33,70	29,84	9,14	18,88	14,14
Obras civiles	(16,74)	(2,93)	(6,88)	(5,76)	(7,86)	24,68	(10,10)	5,28
<b>Subtotal: demanda final interna</b>	(1,13)	2,67	4,24	4,70	2,63	7,21	2,40	4,75
Exportaciones totales	(2,49)	(2,84)	(7,33)	(4,84)	(4,39)	(0,80)	0,31	(0,24)
<b>Total demanda final</b>	(1,36)	1,77	2,32	3,15	1,48	5,91	2,07	3,96

(p) Provisional.

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

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

Fuente: DANE.

El gasto en consumo de los hogares sólo creció 0,98% en el primer semestre. Este comportamiento fue contrario a lo esperado en el informe anterior. De acuerdo con el DANE, se presentó una importante disminución del gasto en consumo de bienes no durables, en particular alimentos. Teniendo en cuenta que las ventas de la industria de alimentos crecieron 3,7% en la primera mitad del año, el consumo de alimentos no procesados debió haber experimentado una fuerte contracción. Esto puede estar asociado con una menor oferta agrícola doméstica y una disminución de las importaciones de alimentos asociada a la mayor devaluación y a los altos precios internacionales. Todo lo anterior se reflejó en un incremento de la inflación de alimentos hasta el mes de abril. El gasto en los demás tipos de bienes mantuvo una dinámica aceptable.

#### b. Gasto del gobierno

Las cifras semestrales presentan un crecimiento moderado del consumo del gobierno y un mayor gasto en inversión en obras civiles (Cuadro 2). Los datos para el primer semestre del flujo de caja de la Dirección del Tesoro Nacional muestran una importante contracción en los giros para inversión debido al programa de ajuste fiscal que ha venido implementando

el gobierno. De esta forma el mayor gasto en obras civiles debe estar asociado a las administraciones regionales y locales.

#### c. Exportaciones

Como se anticipó en el informe anterior, las exportaciones totales siguieron creciendo gracias al buen desempeño de las tradicionales, en particular carbón. Así mismo, las exportaciones de oro siguen mostrando un desempeño favorable. El comportamiento de éstas últimas se explica por el mayor precio internacional que ha incentivado su explotación (Cuadro 3).

Las exportaciones no tradicionales (sin oro ni esmeraldas), por su parte, se contrajeron 12,3%. Esto obedece principalmente a la fuerte contracción de las exportaciones a Venezuela, y en menor medida, a la disminución de las dirigidas a Ecuador. Por el contrario, las exportaciones a los Estados Unidos han sido altamente dinámicas, principalmente las asociadas al ATPDEA, como los textiles, las confecciones y productos de cuero. Su crecimiento en el primer semestre fue de 11,5% y durante julio y agosto continuó acelerándose.

CUADRO 3  
EXPORTACIONES, II TRIMESTRE DE 2003

	Valor FOB (millones de dólares)			Miles de toneladas métricas netas		
	2003 (p)	2002 (p)	Variación	2003 (p)	2002 (p)	Variación
<b>Exportaciones totales</b>	3.177,0	3.118,0	1,9	23.428,8	15.435,4	51,8
<b>Exportaciones tradicionales</b>	1.484,5	1.337,6	11,0	21.354,1	13.153,4	62,3
Café	193,6	185,8	4,2	140,8	133,1	5,8
Petróleo y derivados	727,0	845,8	(14,0)	4.114,3	5.144,8	(20,0)
Carbón	465,9	246,6	88,9	17.063,9	7.850,0	117,4
Ferroniquel	98,0	59,4	65,0	35,1	25,5	37,5
<b>Exportaciones no tradicionales</b>	1.692,5	1.780,4	(4,9)	2.074,7	2.282,0	(9,1)
Oro y esmeraldas	156,4	28,1	456,9	0,0	0,0	1.235,7
Sin oro ni esmeraldas	1.536,1	1.752,3	(12,3)	2.074,7	2.282,0	(9,1)

(p) Provisional.  
Fuente: DANE.

#### d. Perspectivas

Para la segunda mitad del año se espera que la economía presente un crecimiento similar al observado en el primer semestre de dicho año. La demanda interna, en particular el gasto en inversión, seguirá siendo el componente más dinámico de la economía.

Los indicadores disponibles para el sector de la construcción sugieren que este sector puede acelerar su tasa de crecimiento. Las licencias de construcción aprobadas a julio muestran un crecimiento de 21,8% en lo corrido del año. Por otra parte, el censo de edificaciones del segundo trimestre de 2003 muestra que las obras iniciadas han aumentado 17,7%. Finalmente, los préstamos desembolsados para los constructores y compradores de vivienda siguen presentando una evolución favorable.

En la última parte del año entrarán en operación algunos proyectos importantes que estimularán el gasto en inversión. La inauguración de una nueva línea del sistema de transporte masivo en Bogotá tendrá efectos positivos sobre el gasto en inversión en equipo de transporte. Así mismo, en el cuarto trimestre del año empieza a operar el sistema de comunicaciones de PCS, lo que implicará una importante inversión en infraestructura y equipos.

A juzgar por la evolución de diferentes indicadores, el consumo de los hogares puede presentar una mayor dinámica. Respecto al consumo de bienes no durables, el menor aumento del precio de los alimentos puede estar reflejando una ampliación de la oferta agrícola. En cuanto a los demás bienes de consumo, la encuesta de la Federación Nacional de Comerciantes de Colombia (Fenalco) señala una importante recuperación de las ventas en el tercer trimestre del año. Lo anterior es consistente con la evolución de las ventas con tarjetas de crédito y la cartera de consumo. Así mismo, la ocupación hotelera ha mostrado un importante repunte en lo corri-

do del tercer trimestre (Gráfico 23). Por último, la recuperación que ha registrado el nivel y la calidad del empleo debería estimular el consumo de los hogares a finales del año y comienzos de 2004.

En el frente externo se han presentado algunos anuncios que modifican el pronóstico sobre el desempeño de la demanda externa en la última parte del año. Las exportaciones de carbón siguieron presentando aumentos importantes en los meses de julio y agosto (el volumen exportado mostró una tasa de crecimiento anual de 287,1% y 26,1%, respectivamente). Por otra parte, en días recientes se conoció la reanudación del mecanismo de pagos de la Aladi con Venezuela, y además, la Comisión de Administración de Divisas (Cavidi) decidió incluir dentro de su lista de permisos de importación las confecciones y autopartes producidas en Colombia. De esta manera, es posible que las exportaciones a este país se empiecen a recuperar (Gráfico 24).

Aunque todavía es un proceso incipiente, el anuncio de la posible entrada en vigencia de un Tratado de Libre Comercio (TLC) con los Estados Unidos, en los primeros meses de 2005 puede tener un impacto favorable sobre las expectativas y decisiones de gasto de inversión del sector productivo en 2004.

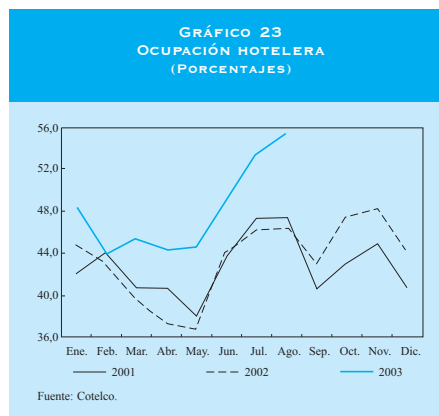




GRÁFICO 24  
EXPORTACIONES NO TRADICIONALES INDUSTRIALES  
ACUMULADO ÚLTIMOS 12 MESES



Por las razones anteriores, se espera que la contribución de la demanda externa al crecimiento continúe aumentando, superando la que se observó en el segundo trimestre del año.

### C. EMPLEO, SALARIOS Y PRODUCTIVIDAD

La recuperación de la actividad económica se está reflejando en un aumento de la ocupación. Sin embargo las variables del mercado laboral no muestran presiones importantes sobre la inflación.

### 1. Empleo

La mayor actividad económica se ha reflejado en una recuperación del empleo. En el tercer trimestre del año el número de ocupados en las 13 principales ciudades aumentó 5,1 % respecto al mismo período del año anterior (Gráfico 25).

El mejor desempeño del empleo permitió, en septiembre, disminuir la tasa de desempleo urbana en 1,1 puntos porcentuales frente a la observada un año atrás. A nivel nacional, la tasa de des-

empleo pasó de 14,3% en septiembre de 2002 a 13,9% en igual mes del presente año.

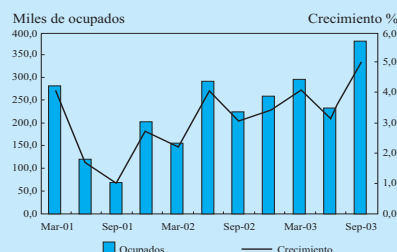
El aumento del número de ocupados es mayor que el incremento en el número de personas que se declaran subempleadas. En el tercer trimestre, el promedio del número de personas ocupadas aumentó en 381.944, mientras que el número las subempleadas creció 7.364, y el número de personas que se consideraron subempleadas por horas descendió en 54.378 respecto al mismo período del año anterior. De esta manera, la tasa de subempleo por horas se redujo de 17,7 % a 16,1 % en promedio.

## 2. Salarios

El Cuadro 4 registra el porcentaje de trabajadores beneficiados en las convenciones colectivas reportadas al Ministerio de la Protección Social a septiembre de 2003. La información se presenta desagregada por rangos de incremento salarial pactados a un año. El mayor porcentaje de beneficiados, 72,7 %, se ubicó en el rango comprendido entre 6,0 % y 8,0 %. Esta proporción es menor que la observada en marzo del presente año 77,3 %. El porcentaje de trabajadores que pactaron incrementos salariales menores de 6,0 % aumentó respecto al observado en el primer trimestre del año (16,6% versus 10,2 %). Las negociaciones a dos años siguen presentando un alto componente inercial, teniendo en cuenta que un 64,6% de éstas se pactan teniendo en cuenta la evolución de la inflación pasada y no la meta de inflación.

De otro lado, la tendencia creciente que venía presentando el ajuste del salario nominal de los empleados y obreros de la industria se ha revertido (Gráfico 26). Aunque se siguen observando incrementos superiores a la meta de inflación, la tendencia negativa del aumento de los salarios nominales se puede interpretar como una disminución de las presiones inflacionarias vía costos laborales.

**GRÁFICO 25**  
CRECIMIENTO ANUAL DEL NÚMERO DE OCUPADOS PARA LAS 13 PRINCIPALES CIUDADES



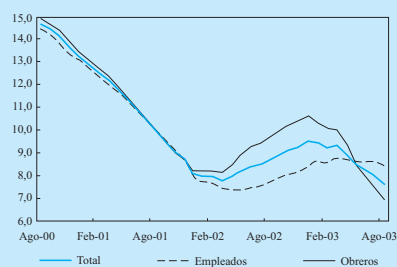
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

**CUADRO 4**  
PORCENTAJE DE BENEFICIADOS POR NIVEL DE INCREMENTO SALARIAL PACTADO (ENERO-SEPTIEMBRE DE 2003)

Negociaciones a un año			
<6,0	[6,0-8,0]	[8,0-10,0]	[10,0-12,0]
10,2	72,7	16,0	1,1
Negociaciones a dos años			
<6,0	[6,0-8,0]	[8,0-10,0]	IPC
16,6	7,3	0,4	42,4
IPC+[0,5-2,0]		SML	Otros
22,2		10,7	0,5

SML = Salario mínimo legal.  
Fuente: Ministerio de Protección Social.

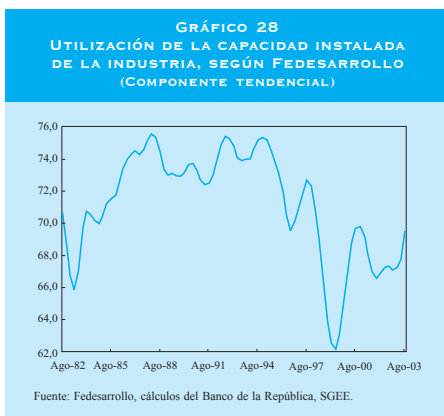
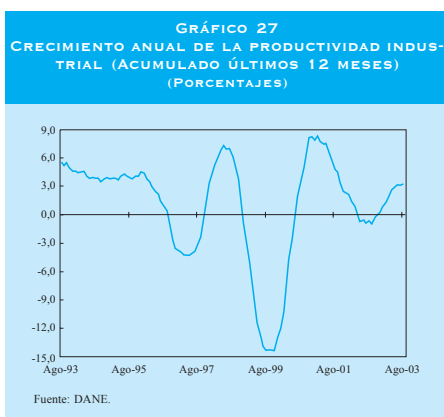
**GRÁFICO 26**  
CRECIMIENTO ANUAL DEL SALARIO NOMINAL INDUSTRIAL (ÚLTIMOS 12 MESES) (PORCENTAJES)



Fuente: DANE.

### 3. Productividad industrial

La productividad laboral por hora ha seguido creciendo de manera importante. A julio de 2003, de acuerdo con la información de la muestra mensual manufacturera del DANE, la productividad industrial registró un crecimiento de 3,3% en el acumulado de los últimos 12 meses (Gráfico 27). De esta manera, los incrementos de los salarios nominales pudieron ser acomodados gracias al aumento de la productividad, sin que se hayan generado presiones inflacionarias adicionales vía los costos laborales de la industria.



### D. BRECHA DEL PRODUCTO Y UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA

Aunque los diferentes indicadores estimados por el Banco de la República siguen confirmando que la economía está operando por debajo de su potencial, la brecha del producto se ha estado cerrando más rápido de lo previsto debido a que el desempeño de la economía ha sido mejor que el esperado.

La utilización de la capacidad instalada de la industria ha aumentado de manera sistemática en lo corrido del año (Gráfico 28), reflejando la mayor actividad económica. De esta forma, mientras que en el primer trimestre del año, el nivel de utilización se encontraba 5,3% por debajo del promedio histórico, en el tercer trimestre esta diferencia se redujo a 2,3%.

Teniendo en cuenta que la brecha del producto se puede estar cerrando más rápidamente de lo que se había pronosticado, es probable que para 2004 contribuya en menor grado a mantener bajas las presiones inflacionarias provenientes de demanda.

### III

## CONTEXTO INTERNACIONAL

Durante el tercer trimestre del año las perspectivas de crecimiento económico mundial mejoraron con relación a lo esperado hace tres meses, en buena parte, por el comportamiento de la economía de los Estados Unidos. Durante este periodo, se observaron señales que indican que la recuperación económica en la principal economía mundial se está consolidando y que esta situación podría impulsar el crecimiento en otras regiones. Japón y la zona del euro también mostraron indicios favorables al crecimiento, aunque menos contundentes.

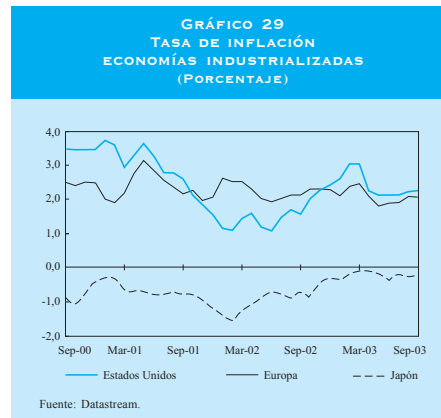
La aceleración del crecimiento no ha generado aún presiones inflacionarias. En los Estados Unidos y la zona del euro, la inflación permaneció relativamente estable en el tercer trimestre (Gráfico 29), mientras que la inflación básica en los Estados Unidos continuó descendiendo, hasta alcanzar uno de los niveles históricos más bajos. Esto ha permitido mantener una postura de política monetaria holgada, con tasas de interés en mínimos históricos que podrían prolongarse por varios meses más, hasta que se alcance una senda más sostenida de crecimiento económico.

En América Latina, la coyuntura internacional permitió que las buenas condiciones de financiamiento continuaran en el tercer trimestre. La prima de riesgo-país ha permanecido estable y en niveles bajos, y los mercados han mantenido una percepción relativamente favorable. Además, el mayor crecimiento de la economía americana ha mejorado las perspectivas de las exportaciones de la región hacia este mercado. Lo anterior, junto con la recuperación de la demanda en el sudeste asiático después de la crisis

del síndrome respiratorio agudo severo (SARS), han mejorado las perspectivas de los precios internacionales de los productos básicos y, por lo tanto, la de los términos de intercambio regionales.

En efecto, los precios internacionales de los productos básicos se incrementaron en el tercer trimestre, y se espera que continúen aumentando gradualmente durante este año y el siguiente. En materia de petróleo, se espera que el precio continúe en niveles altos en los siguientes meses, y se reduzca en 2004, dado que se prevé un aumento de la oferta para ese año.

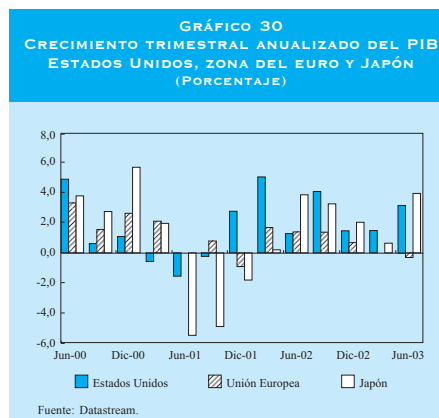
Aunque se supone que las condiciones favorables del crecimiento para la economía mundial y para América Latina se mantengan el resto del año y comienzos de 2004, subsisten serios factores de incertidumbre. El más importante tiene que ver con la sostenibilidad del crecimiento de los Estados Unidos, dados sus



altos niveles de déficit fiscal y de cuenta corriente, éste último a pesar de la fuerte depreciación del dólar. Lo anterior permite esperar un incremento de tasas de interés en algún momento del segundo semestre de 2004 como respuesta a posibles presiones inflacionarias en los Estados Unidos provenientes de la devaluación, del crecimiento económico y del incremento en los precios de los productos básicos. Finalmente, en América Latina, los mayores precios internacionales, especialmente de los bienes agrícolas podrían generar algunas presiones inflacionarias puntuales en países que, como Colombia, son importadores de alimentos.

#### A. ECONOMÍAS DESARROLLADAS

En los Estados Unidos el crecimiento observado durante el segundo trimestre fue de 3,1%, (Gráfico 30) y el pronóstico de crecimiento para este año y el siguiente es superior al presentado en el *Informe sobre Inflación de junio*<sup>7</sup> (Cuadro 5). Durante el tercer trimestre del año se observaron signos de fortalecimiento de la economía norteamericana que permiten afirmar que se está consolidando la recuperación economi-



ca. Por un lado, los índices accionarios (Dow Jones<sup>8</sup>) mantuvieron la tendencia ascendente observada des-

<sup>7</sup> A la fecha de publicación de este informe se había revelado el dato sobre el crecimiento de los Estados Unidos en el tercer trimestre del año. Con tal cifra (7,2%) se espera un crecimiento para el año superior al pronóstico presentado en este informe.

<sup>8</sup> Uno de los más importantes índices bursátiles del mercado accionario de los Estados Unidos. Es la serie de precios más conocida, la más antigua y, ciertamente, la más popular. Representa un precio promedio ponderado de las 30 compañías más grandes y conocidas de la industria y, que, a su vez, se encuentran registradas en la Bolsa de Nueva York (NYSE).

**CUADRO 5**  
**PRONÓSTICOS DE CRECIMIENTO**  
(PORCENTAJES)

	Observada	Pronóstico para			
	2002	2003 1/	2004 1/	2003 2/	2004 2/
<b>Países desarrollados</b>					
Estados Unidos	2,4	2,6	3,9	2,3	3,6
Zona del euro	0,8	1,0	2,4	1,0	2,4
Japón	0,3	1,9	1,2	0,9	0,6
<b>América Latina</b>					
Argentina	(11,0)	5,5	3,9	4,9	3,8
Brasil	1,5	0,7	3,0	1,7	2,9
Chile	2,0	3,2	4,3	3,4	4,2
México	0,9	1,7	3,6	2,1	3,9
Perú	5,2	3,8	3,7	3,9	3,9
Ecuador	3,0	2,7	3,6	2,9	3,4
Venezuela	(8,9)	(12,1)	6,1	(13,3)	5,7

1/ Realizado el 8 de octubre de 2003.

2/ Realizado el 16 de julio de 2003.

Fuentes: Observado FMI y pronósticos Datastream.

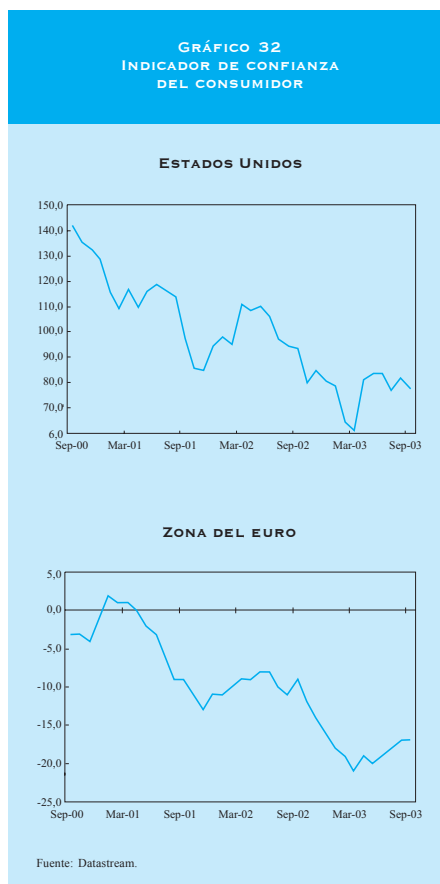
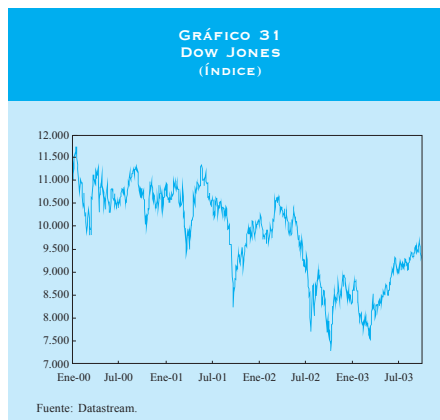
de la finalización de la incursión de los Estados Unidos en Iraq (Gráfico 31). Así mismo, el Fed<sup>9</sup> señaló que durante el trimestre la mayoría de los 12 distritos económicos en los cuales divide la Nación registraron mejorías en su nivel de actividad económica, y aumentaron tanto el gasto en consumo como la actividad manufacturera.

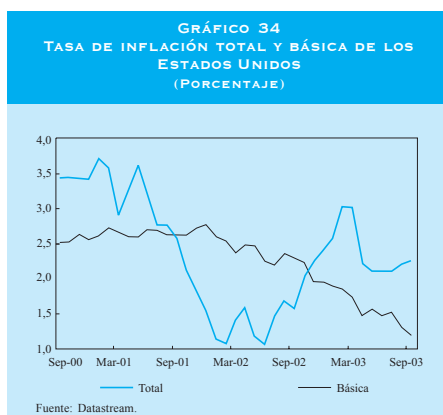
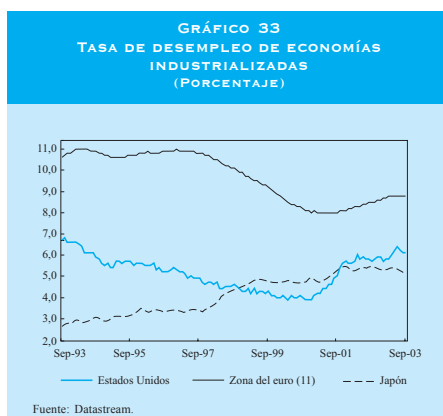
Pese a lo anterior, aún existen factores de incertidumbre que, eventualmente, podrían afectar la velocidad de recuperación de la economía americana. El más importante tiene que ver con los altos déficit fiscal y de cuenta corriente. Estos continuarán creciendo en 2003 y no se prevé una reducción en 2004. Aunque el déficit fiscal contribuiría a acelerar el crecimiento en el corto plazo, tendría efectos adversos sobre la estabilidad macroeconómica en el largo plazo.

A los desbalances externo y fiscal, se suma el alto endeudamiento de los hogares, el cual se ha reflejado recientemente en la compra de finca raíz, provocando un incremento importante de sus precios. Con tasas de interés bajas, como las actuales, esta situación parece ser sostenible. Sin embargo, con una política monetaria menos holgada, que implique mayores tasas de interés, podría presentarse una corrección en el mercado de finca raíz que puede terminar afectando el consumo vía efecto riqueza. Otro factor de incertidumbre obedece a la debilidad que muestra el sentimiento de los consumidores, el cual continúa en niveles bajos, como lo señala el índice de confianza del consumidor (Gráfico 32). Por último, a pesar del mayor crecimiento, el mercado laboral aún se encuentra debilitado, y la tasa de desempleo se sitúa por encima de 6,0% (Gráfico 33).

Durante el tercer trimestre la tasa de cambio nominal del dólar continuó depreciándose frente al euro, reflejando el efecto de las bajas tasas de interés y del alto déficit en cuenta corriente. Por su parte, aunque entre julio y septiembre la inflación total se incrementó

<sup>9</sup> Información obtenida del *Beige Book* del Fed, del 3 de septiembre y de 15 de octubre de 2003.





levemente, la inflación básica sigue descendiendo, al ubicarse en 1,2% en el mes de septiembre, el nivel más bajo de los últimos 30 años (Gráfico 34).

Teniendo en cuenta lo anterior, no se espera que durante este año las autoridades monetarias cambien su postura de política. Las tasas de interés se incrementarán sólo hasta que la economía americana muestre signos claros de recuperación sostenida. Así lo confirmó el Fed<sup>10</sup> cuando expresó que aún existen riesgos de reducción de la inflación en el futuro, con lo cual la política monetaria

<sup>10</sup> Comunicado de prensa del Fed, octubre 28 de 2003.

holgada puede sostenerse por lo menos hasta mediados de 2004.

En Europa, durante el segundo trimestre del año el crecimiento económico observado fue prácticamente nulo (0,2%) (Gráfico 30). El estancamiento de la economía en este período puede atribuirse, en gran parte, a la debilidad de la demanda doméstica privada y a la apreciación del euro. Sin embargo, la actividad económica en el tercer trimestre del año parece mostrar algunas señales de recuperación, lo cual hace esperar que el crecimiento del PIB para el segundo semestre sea mejor que el observado en la primera mitad del año. Así lo confirmarían el aumento moderado del índice de confianza industrial en agosto y septiembre, y la recuperación del índice de confianza de los consumidores desde julio pasado (Gráfico 32). En esta misma dirección apunta el crecimiento leve de la producción industrial en el mes de julio, lo que da pie para esperar un crecimiento positivo en el tercer trimestre. A pesar de lo anterior, la tasa de desempleo no ha cedido y permanece en 8,8% (Gráfico 33).

Como se ha venido señalando en informes anteriores, el déficit fiscal constituye una fuente de preocupación en la zona del euro. Su actual nivel limita la capacidad de los gobiernos para realizar políticas expansivas que incentiven la actividad económica en el corto plazo y, por el contrario, hace necesaria la adopción de medidas de saneamiento que podrían repercutir en la velocidad de recuperación de la economía.

Para 2004 se proyecta un mayor crecimiento de la zona del euro con relación al pronosticado para este año, aunque con la difícil situación de Alemania, esta recuperación sería relativamente gradual. El mayor crecimiento debería estar apoyado en un aumento del consumo privado (en un entorno de bajas tasas de interés) y en la recuperación de la demanda externa.

Dada la debilidad de la economía europea, la inflación en el tercer trimestre continuó ubicándose alrededor del 2,0% (Gráfico 29). Las secuelas de las adversas condiciones climáticas en el verano pasado, el re-

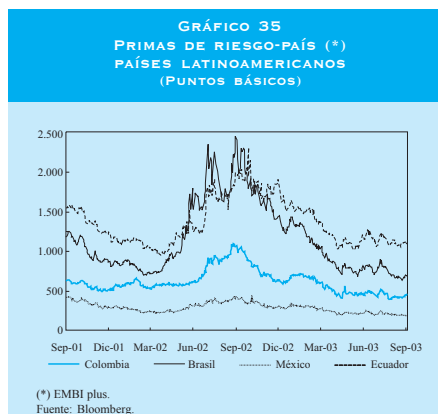
ciente aumento de impuestos en algunos países y la volatilidad del precio del petróleo podrían generar cierta volatilidad en la inflación en el corto plazo. Sin embargo, no se esperan presiones de demanda sobre los precios ni en el corto ni en el mediano plazos.

En Japón los resultados de crecimiento del segundo trimestre fueron mejores que los esperados, lo cual se reflejó en un incremento en los índices accionarios. Lo anterior, unido a las expectativas de una recuperación de los Estados Unidos, especialmente el próximo año, ha aumentado los pronósticos de crecimiento para 2003 y 2004. Sin embargo, aún existe deflación y el sistema corporativo y bancario se mantiene débil, por lo que se espera que la recuperación sea moderada.

## B. AMÉRICA LATINA

Las bajas tasas de interés de los países industrializados y una mejoría en el sentimiento hacia países como Brasil, permitieron que las condiciones de financiamiento en América Latina se mantuvieran favorables durante el tercer trimestre del año. De esta forma, la prima de riesgo-país de la deuda continuaron en niveles bajos, y las tasas de cambio permanecieron relativamente estables durante este período (Gráfico 35 y Cuadro 6).

Según los más recientes pronósticos de crecimiento, en la mayoría de países se espera una recuperación económica durante este año y, en especial, en 2004. El mayor dinamismo de las economías latinoamericanas obedece, principalmente, a dos factores: 1) mayor apetito por el riesgo, lo cual ha generado una mayor demanda de bonos emergentes y, en muchos casos, una caída sustancial de la prima de riesgo-país, y 2) expectativas de mejoría en los fundamentales macroeconómicos de los países de la región. Sin embargo, existe incertidumbre sobre la velocidad de la recuperación económica de la región, y en el mediano plazo un eventual incremento de las tasas de interés de los países desarro-



**CUADRO 6**  
DEVALUACIÓN DE LAS MONEDAS  
LATINOAMERICANAS  
FRENTE AL DÓLAR ESTADOUNIDENSE

	Trimestral (*)	Anual a fin de septiembre
Argentina	4,2	(21,0)
Brasil	1,8	(23,1)
Chile	(5,5)	(11,8)
México	5,3	7,7
Perú	0,5	(4,1)
Uruguay	5,1	2,5

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

llados podría afectar negativamente los flujos de capitales a la región. A corto plazo, este riesgo es poco probable, como ya se señaló.

A nivel de países, en Brasil los avances en las reformas políticas han ayudado a recuperar la confianza. Sin embargo, el crecimiento se mantiene débil y la alta necesidad de financiamiento externo hace al país vulnerable a cambios en la confianza en el caso de que la calidad de las políticas se deteriore.

En Venezuela, a pesar de la recuperación de la producción de petróleo, se espera que la economía registre una contracción fuerte este año (-12,1%). El



logro de la estabilidad macroeconómica depende de las políticas fiscales y del relajamiento de los controles cambiarios que permitiría la recuperación de la confianza de los inversionistas. Sin embargo, la incertidumbre actual en el entorno político hace difícil un desmonte de los controles cambiarios en el corto plazo, dado el riesgo de una reanudación de las fugas de capitales. En materia comercial, sin embargo, la autorización reciente de los pagos de importaciones por medio del convenio de la Aladi<sup>11</sup>, permitirá disminuir los efectos negativos sobre éstas. Ello deberá resultar en un mayor flujo de comercio, especialmente con Colombia. Para el próximo año se espera un crecimiento de la economía venezolana de 6,1%, un resultado puramente estadístico dada la fuerte caída del producto durante este año.

En Ecuador, durante el primer semestre del año el crecimiento fue débil, la inflación se mantuvo relativamente estable, mientras que la tasa de desempleo permaneció en niveles altos (9,6% en septiembre). Para lo que resta de este año y el siguiente el comportamiento de la economía depende de la aprobación de las reformas fiscales propuestas por el gobierno y de los niveles de producción de petróleo. Aún así, no se espera una recuperación de la actividad económica para este período, más aún teniendo en cuenta que recientemente las proyecciones oficiales de producción y exportación de petróleo se redujeron, y que el pronóstico de precio internacional del crudo para 2004 es menor que el observado en 2003.

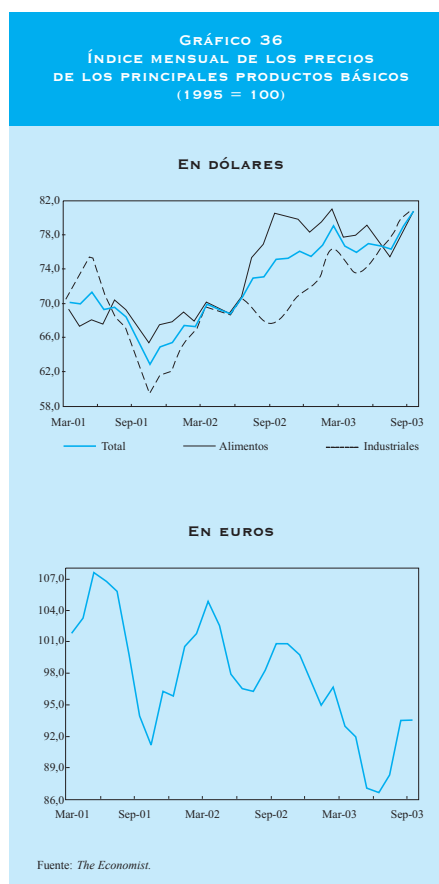
---

### C. PRECIOS DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS

---

Los precios internacionales de los productos básicos se incrementaron en el tercer trimestre del año.

<sup>11</sup> La nueva norma publicada en la *Gaceta Oficial* del 6 de octubre de 2003 permite la importación a Venezuela, con divisas oficiales, de los países miembros de la Aladi siempre y cuando su pago se realice por medio del Convenio de Pagos y Créditos Recíprocos de la Aladi.



Según *The Economist*, el índice de dichos productos se incrementó 5,4% entre junio y septiembre pasados, ubicándose en este último mes 7,7% por encima del nivel observado un año atrás (Gráfico 36). Este comportamiento estuvo determinado tanto por incrementos en los precios de los alimentos como en los de bienes industriales. En efecto, el subíndice de alimentos creció 4,5% durante el trimestre, mientras que el subíndice de bienes industriales registró una tasa de crecimiento de 6,6% en este mismo período. En septiembre la variación anual de estos subgrupos fue de 0,3% y 19,6%, respectivamente. Así mismo, durante el trimestre se observó una reducción en la tasa de contracción del

índice de precios medido en euros, registrándose en septiembre una variación anual de -7,1%.

El incremento de los índices anteriores obedeció al mejor comportamiento del crecimiento mundial y a la fuerte demanda de China, especialmente de productos minerales y agrícolas. Se espera que los precios internacionales de los principales productos básicos, con excepción del petróleo, continúen incrementándose durante lo que resta de este año y el siguiente, en respuesta a la recuperación de la economía mundial. En cualquier caso, este incremento deberá ser gradual.

### Petróleo y café

El precio internacional del petróleo permaneció estable, aunque en niveles altos (alrededor de US\$30 por barril) durante la mayor parte del tercer trimestre, fluctuando siempre dentro de la banda de precios<sup>12</sup> definida por la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) (Gráfico 37). El comportamiento del precio del crudo en este período fue reflejo de una recuperación de la producción de Iraq más lenta que la esperada, de los bajos niveles de inventarios de los países industrializados y de las preocupaciones sobre la sostenibilidad de la producción de Nigeria y Venezuela. De esta forma, el precio WTI en el tercer trimestre fue, en promedio, US\$30,2 por barril, ubicándose 6,6% por encima del nivel observado en igual período del año anterior.

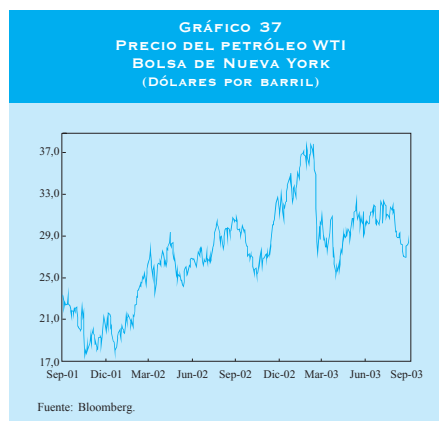
El 24 de septiembre la OPEP tomó la decisión de reducir su producción en 900.000 barriles por día (bd), fijándola en 24,5 mbd, efectiva a partir del 1 de noviembre. Esta decisión, que inicialmente se esperaba para el primer trimestre del 2004, se efectuó teniendo en cuenta el aumento de la oferta de los

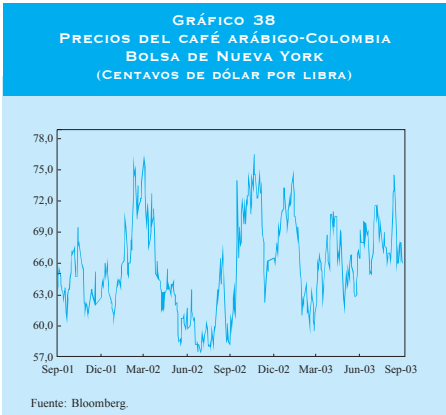
<sup>12</sup> Según el mecanismo de bandas establecido por la OPEP, el precio del crudo debe permanecer entre US\$22 y US\$28 por barril para la canasta de crudos de la OPEP. Estos precios, en el indicador estadounidense West Texas Intermediate (WTI), son equivalentes aproximadamente a US\$25 y US\$30 por barril.

países productores no miembros de la OPEP y en el hecho que los inventarios están acercándose rápidamente a sus niveles normales. Además, se espera una recuperación de la producción de Iraq. Para la OPEP, pese a la recuperación de la demanda, todo lo anterior podría reducir los precios, por lo cual, se requería una disminución de la oferta de crudo.

La decisión de la OPEP generó incertidumbre en el mercado y, en consecuencia, el precio del petróleo WTI pasó de US\$26,9 por barril a US\$30,2 por barril entre el 23 de septiembre y el 7 de octubre. En consecuencia, los pronósticos en este informe son levemente superiores a los presentados en el *Informe sobre Inflación* de junio. Así, aunque se espera que durante lo que resta de 2003 los precios continúen en niveles altos, para 2004 se proyecta un descenso como resultado del aumento en la oferta, incluyendo la producción de Iraq. Teniendo en cuenta lo anterior se espera que el precio promedio en 2003 y 2004 se ubique entre US\$30 y US\$31 por barril, y US\$26 y US\$28 por barril, respectivamente.

En cuanto al café, durante el tercer trimestre del año el precio internacional se mantuvo en niveles bajos, ubicándose en promedio en US\$68,3 centavos/libra, 13,2% superior al nivel observado en igual período del año anterior (Gráfico 38). El comportamiento del precio del grano sigue determinado principalmente por el exceso





de oferta existente en el mercado. Se espera que para el año cafetero 2003/2004 la producción de varios países exportadores disminuya, como consecuencia de los reajustes en los costos de producción generados por los bajos precios de los últimos años. Lo anterior, unido a las campañas que incentivan el consumo de café, posibilitaría un aumento moderado en el precio del grano.

## IV

### PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN

---

#### A. INTRODUCCIÓN

---

La inflación sin alimentos y los otros indicadores de inflación básica continuaron incrementándose durante el tercer trimestre del año. Como se señaló en detalle en la primera parte de este informe, dicha tendencia continuó reflejando el ajuste de los precios de los regulados (combustibles, transporte y servicios públicos), y el efecto rezagado de la devaluación en los precios. A septiembre, el IPC de bienes transables en sus diferentes categorías mostraba una inflación alta respecto a la meta de 2003.

Pese a la mayor inflación básica, la inflación total al consumidor mantuvo una tendencia decreciente en los últimos meses. Esto fue posible, en buena parte, por la rápida reducción que viene registrando la inflación de alimentos, gracias al buen desempeño de la oferta de alimentos perecederos. La aceleración de la inflación básica se ha presentado en un contexto de recuperación económica, donde el crecimiento observado ha sido mayor que el esperado en informes anteriores.

Hasta la fecha, la aceleración de la inflación básica no puede atribuirse al mayor dinamismo de la economía, toda vez que los diversos indicadores de precios especialmente susceptibles a presiones de demanda (arrendos, diversión, cultura y esparcimiento, servicios de salud y otros gastos) seguían mostrando estabilidad e inflaciones por debajo de la meta de 2003. Adicionalmente, la mayoría de las estimaciones de la brecha del producto aún mostraban que

el PIB observado era inferior al potencial y que esta situación se mantendría hasta finales de año.

No obstante, durante el tercer trimestre empezaron a surgir indicios sobre un cierre más rápido de la brecha del producto frente a lo previsto. Los indicadores de capacidad instalada para la industria mostraron una recuperación importante en agosto y septiembre, y para algunas ramas, su nivel ya supera los promedios históricos.

A lo largo de 2003, uno de los principales riesgos que ha enfrentado la política de estabilización de precios del Banco, además de la devaluación acumulada, ha sido el alto nivel de las expectativas de inflación. Estas se incrementaron a partir de diciembre de 2002 y en la actualidad permanecen alrededor del 7,0% para finales de 2003 y comienzos de 2004.

Para evitar un desborde de las expectativas y reducir el efecto de la devaluación sobre la inflación, en enero y abril se incrementaron las tasas de interés de intervención en 200 pb, y se hicieron anuncios en materia de política cambiaria que incluyeron la disposición de intervenir en el mercado hasta por US\$1.000 m. A partir de mayo no se han registrado cambios sustanciales en la política monetaria.

El ajuste en las tasas de intervención a comienzos de año se transmitió a la tasa interbancaria, pero seguía sin transmitirse a las tasas nominales de mercado. Esta circunstancia, y el incremento de la inflación hasta agosto han hecho que las tasas reales de captación se hayan mantenido bajas, y en algunos casos, en cero. Lo anterior ocurría con un crecimiento de

los agregados monetarios relativamente alto y una importante recuperación del crédito monetario, todo lo cual indica que la política monetaria continuó siendo holgada en el tercer trimestre.

En cuanto al tipo de cambio, en los últimos tres meses su nivel fluctuó entre \$2.800 y \$2.900, con un incremento a partir de septiembre que estuvo asociado a la incertidumbre surgida por la realización de las elecciones regionales y por el referendo. Esta tendencia estuvo en contravía de lo que aconteció con los tipos de cambio regionales. De otro lado, entre el segundo y el tercer trimestres tuvo lugar una reducción de la prima de riesgo-país en la mayoría de los países emergentes. Esta tendencia también se observó en Colombia aunque en septiembre este coeficiente aumentó con respecto al promedio de América Latina (EMBI Plus excluyendo Argentina).

---

## B. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS

---

### 1. Contexto externo

En el frente externo, el hecho más sobresaliente en estos tres últimos meses tiene relación con la evidencia cada vez más clara sobre la aceleración del crecimiento de la economía de los Estados Unidos, y sobre el mejor desempeño de las economías europeas y del Japón. Recogiendo los pronósticos de Consensus Forecast y del Fondo Monetario Internacional (FMI), en este informe se espera que para lo que resta de 2003 y para 2004, la economía de los Estados Unidos continúe creciendo a un buen ritmo, y que este hecho contribuya a impulsar el crecimiento en la zona del euro y en Japón.

La coyuntura externa de mayor crecimiento continuó favoreciendo el crecimiento de las economías emergentes en general. Los mercados de capitales siguen dispuestos a mantener una relativamente alta exposición al riesgo, lo que siguió estimulando el crecimiento de los índices accionarios en las economías

desarrolladas y mantuvo en niveles altos el precio de las deudas emergente y corporativa.

Lo anterior, unido a las muy bajas tasas de interés en los Estados Unidos, Europa y Japón y a las mayores perspectivas de crecimiento, ha hecho posible cierta apreciación de las monedas de países emergentes, especialmente en América Latina. Esto ha contribuido a mejorar la rentabilidad de los activos denominados en las monedas locales, aumentando con ello las posibilidades de inversión.

Adicionalmente, la aceleración del crecimiento en las economías desarrolladas y la superación de la crisis del SARS ha permitido a las economías del sudeste asiático recuperar un alto ritmo de crecimiento, el cual ha sido especialmente vigoroso en el caso de China.

Teniendo en cuenta el contexto anterior, para este informe se supone una mejoría en las perspectivas de crecimiento de América Latina respecto a lo esperado en el informe de junio. Las condiciones más favorables están asociadas al mayor crecimiento mundial que se debe reflejar en una mayor demanda sobre las exportaciones de la subregión, impulsando el crecimiento interno. De otra parte, la mayor demanda de bienes básicos, en buena parte impulsada por el fuerte crecimiento chino, tenderá a incrementar los precios internacionales de los productos básicos. El impacto de este ajuste sobre los términos de intercambio dependerá de la posición relativa de cada economía como importadora o exportadora neta de estos bienes.

En el corto y mediano plazos, el mayor riesgo que enfrenta este escenario optimista para las economías emergentes de la región consiste en un eventual incremento de los costos de financiamiento externo y una pérdida del apetito de riesgo. Sin embargo, en este informe se espera que las tasas de interés externas se mantengan estables en los bajos niveles actuales, por lo menos hasta bien entrado el primer semestre de 2004, favoreciendo el flujo de capitales hacia América Latina.

Hasta la fecha, el mayor crecimiento observado y previsto para las economías desarrolladas no ha hecho surgir aún presiones inflacionarias en los Estados Unidos y Europa y se considera que no lo hará por un tiempo, por lo cual, los bancos centrales no tienen incentivos para subir sus tasas. Además, en el caso de los Estados Unidos, la recuperación económica parece estar acompañada de un fuerte crecimiento en la productividad que daría espacio para un mayor crecimiento sin producir incrementos en los precios.

La coyuntura externa prevista en los próximos seis meses resulta favorable para el crecimiento de la economía colombiana. El mayor crecimiento de los Estados Unidos en los próximos meses deberá repercutir en una mayor demanda de exportaciones, a lo cual se suman las preferencias arancelarias otorgadas por el ATPDEA y el nivel competitivo que tiene actualmente el tipo de cambio. De hecho, en el tercer trimestre ya se ha observado una recuperación notoria de las exportaciones hacia Norteamérica, compensando parcialmente la contracción de las ventas a Venezuela y el estancamiento de las efectuadas a Ecuador.

En cuanto a Venezuela, si bien no se espera una recuperación de las exportaciones a los niveles de precrisis, sí se puede afirmar que la contracción tocó fondo y que hay indicios de recuperación. Especialmente importante puede resultar la decisión venezolana de desmontar las restricciones cambiarias al comercio con Colombia y demás países de la Comunidad Andina de Naciones para un buen número de productos.

En un horizonte de más largo plazo, el principal riesgo que enfrenta la economía global sigue siendo los desbalances externo y fiscal de la economía de los Estados Unidos y los altos niveles de endeudamiento privado de los hogares. La debilidad del dólar frente a otras monedas fuertes es resultado de estos desbalances, y siendo parte de la solución del problema, aún no ha surtido efectos. Así, como parte de la solución a los desequilibrios, es posible que se pre-

senten incrementos en las tasas de interés externas en el largo plazo. Estos incrementos podrían ser sustanciales teniendo en cuenta que los niveles actuales se equiparan con mínimos históricos.

De hecho, el consenso de los analistas esperan tasas para 2004 entre 50 pb y 150 pb por encima de las actuales, con incrementos a partir del segundo semestre. Dicho escenario podría complicar el desempeño económico de países emergentes con economías como la colombiana, que por el tamaño de sus desequilibrios externo y fiscal o de su deuda, son especialmente vulnerables al incremento en los costos de endeudamiento.

## 2. Contexto interno

A nivel interno, las cifras del PIB para el segundo trimestre y la de diversos indicadores sectoriales para el tercer trimestre muestran que la economía está creciendo más rápidamente de lo que se previó en el informe de junio. La recuperación ha seguido sustentada por una política monetaria holgada, la recuperación del crédito y la mayor confianza de inversionistas y consumidores, en un ambiente de mejora en las condiciones de seguridad interna.

La inversión privada ha sido la principal fuente de crecimiento en lo corrido del año y esta situación deberá mantenerse hasta finales de año. Por el contrario, el consumo ha tenido un lento crecimiento. En lo que resta del año se espera un mayor dinamismo teniendo en cuenta el buen ritmo de crecimiento económico y las mejoras en las variables laborales. En 2004 el desempeño del consumo va a depender del impacto de las medidas tributarias, de la recuperación del empleo asociada con el mayor crecimiento económico, y de la confianza que genere el programa de ajuste fiscal sobre las decisiones de gasto de los hogares.

Por ramas de actividad económica, se considera que la actividad constructora seguirá impulsando el cre-

cimiento. Así lo anticipa el buen desempeño que continúan mostrando los indicadores sobre préstamos y licencias de construcción. Un hecho notorio en los últimos meses son los indicios de recuperación de los precios de la finca raíz en diferentes ciudades y especialmente para vivienda de estratos medio y alto. A ello se suma la recuperación del IGBC, que se inició a comienzos de año y continuó en el tercer trimestre. El repunte en el precio de los activos puede estar mostrando una mayor confianza de los inversionistas y hogares en el desempeño futuro de la economía.

Teniendo en cuenta lo anterior, para este informe se espera que el crecimiento en 2003 se sitúe entre 2,5% y 3,0%, por encima de las previsiones del informe de junio. Se estima que para 2004 la economía pueda continuar creciendo, por lo menos, a tasas similares a las observadas en 2003, siempre y cuando las condiciones externas se mantengan favorables, y a nivel interno se sigan haciendo avances en materia de seguridad y de ordenamiento fiscal.

En este contexto, la brecha del producto (PIB potencial-PIB observado) se mantendría en terreno negativo, aunque las mejores perspectivas de crecimiento se traducirían en un cierre más rápido que el previsto en informes anteriores. Algo en este sentido ya puede haberse presentado durante el tercer trimestre si se advierte la rápida recuperación de utilización de capacidad instalada registrada en agosto, según las mediciones de Fedesarrollo (Capítulo II).

### 3. Pronósticos de inflación

Como en el informe anterior, en la actualidad los pronósticos de inflación siguen dependiendo de cuatro variables fundamentales: la devaluación, la brecha del producto, las expectativas de inflación y los choques transitorios generados por ajustes en los precios regulados o en la base de tributación. Los supuestos no se modificaron sustancialmente respecto al informe anterior, a excepción de la revisión prevista en la

brecha del producto. A continuación, se enumeran los principales supuestos:

✚ La estabilidad del tipo de cambio en los últimos meses permite confiar en que las presiones sobre costos y precios originadas en los efectos rezagados de la depreciación de finales de 2002 irán cediendo en los próximos meses. Si, además, como se supone en este informe, el tipo de cambio nominal mantiene una relativa estabilidad en lo que resta del año y durante 2004, no deberán presentarse presiones inflacionarias serias en este frente durante los próximos trimestres.

✚ Los supuestos utilizados en los pronósticos implican que la depreciación nominal que se presente durante 2004 mantendrá el tipo de cambio real muy cerca de su nivel actual. De acuerdo con los modelos satélite del Banco, suponiendo un flujo neto de capitales similar al observado este año, lo anterior requiere que el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos mantenga su nivel actual en los próximos cinco trimestres. Ello exigiría que las exportaciones crezcan a una tasa mayor que la observada en los primeros tres trimestres de 2003, lo cual se considera factible dada la recuperación que se espera para las exportaciones a Venezuela y el dinamismo que muestran las dirigidas a los Estados Unidos.

✚ En materia de brecha, los pronósticos suponen que el crecimiento esperado no será suficiente para cerrarla completamente durante 2004, por lo cual seguirá incidiendo en la desaceleración de la inflación. El nivel negativo de la brecha en lo corrido de 2003 ha permitido que la inflación de muchos bienes y servicios determinados exclusivamente por el comportamiento de la demanda, como arriendos, diversión cultura y esparcimiento y servicios de salud entre otros, se mantenga por debajo de la meta definida para este año, pese a la aceleración del crecimiento.

✦ Sin embargo, dado que se espera un nivel menor de brecha en 2004, su contribución a la reducción de la inflación será mucho menor que en años anteriores. Un indicio en este sentido lo constituye la aceleración de la inflación de arriendos en 2003, la cual probablemente se acentuará en 2004 teniendo en cuenta la recuperación reciente de los precios de la finca raíz. Por su peso en la canasta de IPC (20,6%), la estabilidad en los precios de arriendos en los últimos años ha sido un factor decisivo para reducir la inflación total y la básica.

✦ Así las cosas, para este informe se considera que la brecha se mantendrá en terreno negativo en lo que resta del año, y que estará alrededor de 1,8% del PIB potencial (Gráfico 39).

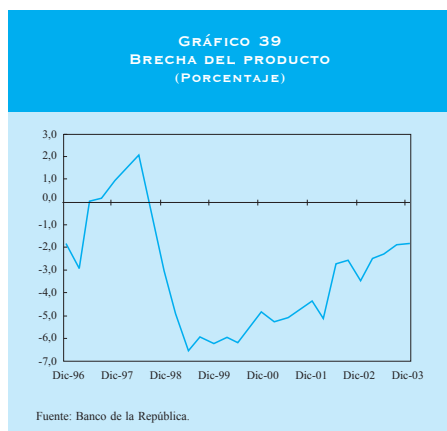
✦ De acuerdo con las últimas encuestas realizadas por el Banco, las expectativas de inflación continúan siendo altas (cercasas al 7,0%) y la credibilidad en el cumplimiento de la meta baja. El pronóstico del Banco supone que las expectativas se reducen para finales de año teniendo en cuenta la reducción esperada en la inflación, pero que su nivel seguirá superando el rango anunciado para la fijación de la meta puntual en 2004 (entre 3,5% y 5,5%).

✦ Finalmente, para el próximo año se esperan reajustes en los precios de servicios públicos, combustibles y transporte por encima de la inflación observada este año y del rango anunciado para la fijación de la meta. El incremento de las tarifas de servicios públicos está relacionado con la actualización de las fórmulas de regulación para energía, agua y saneamiento, y suponen la aplicación de las directrices de la ley del Plan que Desarrollo que definen la meta de inflación como tope para los reajustes en los estratos uno y dos en el caso del consumo básico y el cargo fijo.

Teniendo en cuenta los anteriores supuestos, el sistema de pronósticos de la inflación del Banco de la República estima que la inflación al consumidor para diciembre de 2003 se situará en 6,2% (Cuadro 7). Como sucedía en el informe de junio, en la actualidad la reducción de la inflación total sigue siendo posible gracias a una fuerte desaceleración de la inflación de alimentos, tanto de perecederos como de procesados. Así, se espera que la inflación de alimentos para finales de 2003 se sitúe entre 2,0% y 5,0%, frente a un rango de entre 3,0% y 6,0% presentado en el informe anterior.

En cuanto a la inflación sin alimentos, en este informe se sigue esperando una ligera reducción durante el cuarto trimestre, de tal forma que para diciembre es muy factible que su nivel se sitúe entre 6,5% y 7,2%. En el informe anterior dicho rango estaba entre 6,2% y 7,2%.

Para diciembre de 2004, el sistema de pronósticos del Banco indica que la inflación total al consumidor estaría alrededor de 5,0%. Este pronóstico incluye choques transitorios en la inflación sin alimentos por concepto de reajustes en tarifas de servicios públicos, combustibles y transporte, superiores a la inflación que se observaría en diciembre y al rango anunciado para la fijación de la meta de 2004. Los pronósticos no suponen cambios en la estructura tributaria del IVA que pudieran tener efecto sobre los precios.





**CUADRO 7**  
**PROYECCIÓN DE LA INFLACIÓN TOTAL**  
**AL CONSUMIDOR, PARA 2003 Y 2004**  
**(PORCENTAJE)**

Período	Informe	
	Actual (Cifras a fin de)	Anterior (Cifras promedio de trimestre)
Jun-03	7,2	7,2
Sep-03	7,1	6,9
Dic-03	6,2	6,0
Mar-04	6,0	5,8
Jun-04	5,5	5,3
Sep-04	5,3	5,1
Dic-04	5,0	4,8

Fuente: Banco de la República.

La menor inflación total a diciembre de 2004, frente a la que se espera para finales del presente año, refleja una reducción en la inflación sin alimentos. De acuerdo con el modelo central del Banco, la inflación sin alimentos para finales del próximo año se situaría entre 4,5% y 5,5%, mayor que el rango que se previó en el informe de junio (4,0% a 5,0%). En materia de inflación de alimentos, los modelos del Banco sugieren que esta podría situarse entre 4,0 % y 6,0% para diciembre de 2004.

La reducción de la inflación total y sin alimentos el próximo año obedecería a tres factores fundamentales:

1. Una depreciación del tipo cambio nominal moderada que garantizaría estabilidad en el tipo de cambio real y permitiría que los efectos rezagados de la depreciación de 2002 sobre los precios se diluyan en los próximos meses sin que se presenten nuevas presiones sobre costos.

2. Una brecha del producto negativa, pese a la aceleración del crecimiento, que limitaría las presiones de demanda. Solo así podrían acomodarse incrementos superiores al 6,0%, como los que podrían presentarse en varios subgrupos de la

canasta del IPC (servicios públicos, combustibles y transporte).

3. Las expectativas de inflación, aunque altas a finales de 2003, deberían reducirse rápidamente hasta situarse en niveles acordes con el rango anunciado para la meta (3,5% a 5,5%).

#### 4. Riesgos

Ante todo, los pronósticos de inflación que aquí se han presentado dependen de una relativa estabilidad cambiaria. Según estudios de sensibilidad efectuados para este informe, una depreciación promedio anual adicional de cuatro puntos porcentuales en 2004 frente a la contemplada en los pronósticos reseñados podría traducirse en un incremento de la inflación sin alimentos de 40 pb en promedio, para 2004 y 2005.

El comportamiento del tipo de cambio sigue sometido a grandes incertidumbres. En primer lugar, su estabilidad en los próximos años dependerá de un buen comportamiento de las exportaciones y de los flujos de capital privado que logre compensar los menores flujos de divisas que se esperan por concepto de la reducción en las exportaciones de petróleo. A la incertidumbre anterior, en los últimos meses se suma la mayor probabilidad que existe sobre un acuerdo comercial con los Estados Unidos. Este factor, de concretarse, tendría repercusiones importantes sobre las cuentas corrientes y de capital que no han sido evaluadas en este informe, pero que podrían afectar el tipo de cambio real de equilibrio. Finalmente, la evolución de la situación fiscal también podría afectar el nivel del tipo de cambio en el corto y largo plazos.

Otro factor sobre el que pesa una gran incertidumbre es la brecha del producto y, como hemos mencionado, esta es una medida clave en los pronósticos, pues recoge posibles presiones inflacionarias de demanda. Estimaciones alternativas de la brecha su-

gieren que esta podría ser menor que la utilizada como supuesto en este informe. En general, las estimaciones de la brecha suelen ser muy susceptibles al enfoque utilizado, mostrando una amplia dispersión. Los análisis de sensibilidad sugieren que una brecha menor en 0,8 puntos porcentuales para finales de este año podría acelerar la inflación de 2004 y 2005 en 20 pb y 30 pb, respectivamente.

Además de la magnitud, existe incertidumbre acerca de la contribución que una determinada brecha hace a la inflación o desinflación en un año. Esta incertidumbre es particularmente alta cuando la economía se está acelerando como parece ser el caso actual. Es posible que, aun con brechas negativas a nivel de la economía en conjunto, se presenten presiones inflacionarias de demanda asociadas a cuellos de botella sectoriales y estimulada por presiones de costos localizados.

Otra fuente de incertidumbre sigue siendo la evolución de las expectativas de inflación y su efecto sobre la formación de precios. A lo largo del año, la

inflación observada ha permanecido muy por encima de la meta del Banco para este año, y aunque se espera una fuerte reducción en el cuarto trimestre, dicha situación puede haber condicionado los ajustes de precios de fin de año o de comienzos del próximo en niveles que superan los establecidos por la Junta Directiva para definir la meta de 2004. El hecho que la economía se esté acelerando y que por esta razón se presenten incrementos puntuales de precios no ayuda a mantener a raya las expectativas. De igual manera, los ajustes en precios regulados, aunque de naturaleza transitoria, podrían tener efectos permanentes si se transfieren a las expectativas.

Finalmente, los pronósticos que aquí se presentan pueden estar subestimando la inflación de alimentos. A la fecha de escribir este informe, había indicios de incrementos en los precios internacionales de cereales que no fueron incorporados en los pronósticos. De mantenerse, los mayores precios externos tenderían a trasladarse a los precios domésticos como sucedió a finales de 2002, con efectos importantes sobre la inflación de alimentos.

## PROYECCIONES DE ANALISTAS LOCALES Y EXTERNOS SOBRE LAS PRINCIPALES VARIABLES MACROECONÓMICAS

A continuación, se hace una revisión de las proyecciones más recientes hechas por analistas locales y extranjeros sobre las principales variables de la economía colombiana para 2003 y 2004. Hay que tener en cuenta que en el momento de enviar las proyecciones, los analistas ya conocían la inflación observada a septiembre de 2003.

### I. PROYECCIONES PARA 2003

Como se observa en el Cuadro A, el promedio de los pronósticos de inflación para 2003, realizados por los analistas locales consultados fue de 6,7%. El promedio de dicho pronóstico bajó por primera vez desde el segundo trimestre de 2002. En particular, el trimestre pasado se reportó un promedio de 6,9%.

Por su parte, los analistas extranjeros aumentaron su pronóstico para la inflación colombiana a diciembre de 2003, situándola en promedio en 6,7%. El aumento frente a lo reportado en el informe pasado fue de 0,4 puntos porcentuales, y corresponde a los ajustes en las proyecciones de los analistas Goldman Sachs y J. P. Morgan – Chase.

Tanto los analistas externos como los locales se reafirman en sus pronósticos de crecimiento para 2003. Los dos grupos consideran que la economía colombiana crecerá este año por encima de la meta de 2,0% real fijada por el gobierno al comienzo de su administración.

Los analistas extranjeros esperan en promedio un crecimiento de 2,6% real de la economía colombiana, superior a su promedio de pronósticos del trimestre anterior en 0,3 puntos porcentuales. Mientras tanto, el promedio de los pronósticos de crecimiento de los analistas locales se situó en 2,5%, 0,1 puntos porcentuales por encima del promedio anterior.

En materia fiscal, los analistas nacionales prevén, en promedio, un déficit del sector público consolidado de 2,9% del PIB para el presente año. Los analistas extranjeros son más optimistas, y consideran que el déficit fiscal se situará en 2,7% del PIB, en promedio.

En cuanto al resto de las variables, en el último trimestre los analistas locales corrigieron hacia abajo el pronóstico de la DTF de 8,1% a 7,9%. Estos mismos analistas disminuyeron el pronóstico del nivel de la tasa de cambio nominal al final de 2003 y aumentaron el déficit en cuenta corriente y el desempleo.

### II. PROYECCIONES PARA 2004

El Cuadro B presenta en detalle las proyecciones de las principales variables macroeconómicas de los analistas locales y extranjeros para 2004. Ambos tipos de analistas esperan una caída en la inflación para el año entrante. Los analistas locales prevén una inflación de 5,8% mientras que los extranjeros estiman una de 5,5%.

**CUADRO A**  
**PROYECCIÓN DE LAS PRINCIPALES VARIABLES MACROECONÓMICAS PARA 2003**

	Fecha de la proyección	Crecimiento del PIB real %	Inflación IPC %	Tasa de cambio nominal (Fin de)	DTF nominal % 1/	Déficit (% del PIB)			Tasa de desempleo %
						Fiscal	Cta. Cte.		
<b>Analistas locales</b>	Oct-2003								
Revista Dinero		2,4	6,8	3.080	7,8	(2,8)	(2,1)		15,2
Suvalor-Corfinura		2,6	6,4	2.900	8,0	(2,8)	n.d.		n.d.
Corfivalle		2,5	6,7	3.015	7,9	(3,0)	(2,0)		16,5
ANIF		2,5	6,7	2.920	7,8	(2,8)	(2,9)		16,0
Fedesarrollo		2,5	7,0	2.896	8,0	(3,2)	(2,0)		15,4
<b>Promedio</b>		<b>2,5</b>	<b>6,7</b>	<b>2.962</b>	<b>7,9</b>	<b>(2,9)</b>	<b>(2,2)</b>		<b>15,8</b>
<b>Analistas externos</b>	Oct-2003								
Goldman Sachs		2,5	6,5	2.950	7,8	(2,8)	(2,0)		14,7
IDEA global		3,0	6,3	2.775	7,7	(2,7)	(1,5)		15,0
J. P. Morgan Chase		2,5	7,1	n.d.	n.d.	(2,6)	(2,3)		n.d.
Deutsche Bank 2/		2,5	6,8	2.900	n.d.	(5,5)	(2,2)		n.d.
<b>Promedio</b>		<b>2,6</b>	<b>6,7</b>	<b>2.875</b>	<b>7,8</b>	<b>(2,7)</b>	<b>(2,0)</b>		<b>14,9</b>

n.d. No disponible.

1/ Promedio del año.

2/ Los datos de Deutsche Bank corresponden a septiembre 4.

Fuente: Analistas, Informe ¿Cómo nos ven afuera?, SMT septiembre 17 de 2003.

**CUADRO B**  
**PROYECCIÓN DE LAS PRINCIPALES VARIABLES MACROECONÓMICAS PARA 2004**

	Fecha de la proyección	Crecimiento del PIB real %	Inflación IPC %	Tasa de cambio nominal (Fin de)	DTF nominal % 1/	Déficit (% del PIB)			Tasa de desempleo %
						Fiscal	Cta. Cte.		
<b>Analistas locales</b>	Oct-2003								
Revista Dinero		3,0	5,6	3.076	8,1	(2,7)	(1,9)		14,5
Suvalor-Corfinura		3,0	5,4	3.100	7,8	(2,3)	n.d.		n.d.
Corfivalle		3,0	6,0	3.160	8,8	(2,8)	n.d.		15,0
ANIF		3,2	6,0	3.156	9,0	(2,5)	n.d.		15,0
Fedesarrollo		2,8	6,0	3.078	9,8	(2,5)	(1,7)		13,7
<b>Promedio</b>		<b>3,0</b>	<b>5,8</b>	<b>3.114</b>	<b>8,7</b>	<b>(2,6)</b>	<b>(1,8)</b>		<b>14,6</b>
<b>Analistas externos</b>	Oct-2003								
Goldman Sachs		3,3	5,0	3.100	8,1	(2,5)	n.d.		13,5
IDEA global		3,8	5,5	2.875	8,0	(2,4)	(1,6)		13,5
J. P. Morgan Chase		3,3	6,3	n.d.	n.d.	(2,3)	(2,5)		n.d.
Deutsche Bank 2/		3,0	5,0	3.074	n.d.	(5,8)	(2,4)		n.d.
<b>Promedio</b>		<b>3,4</b>	<b>5,5</b>	<b>3.016</b>	<b>8,1</b>	<b>(2,4)</b>	<b>(2,2)</b>		<b>13,5</b>

n.d. No disponible.

1/ Promedio del año.

2/ Información a septiembre 4 de 2003, se excluye el dato de déficit fiscal del promedio por referirse al déficit del GNC.

Fuente: Analistas, Informe ¿Cómo nos ven afuera?, SMT septiembre 17 de 2003.

En materia de crecimiento, el promedio de pronósticos de los analistas locales se situó en 3,0%, los extranjeros son más optimistas y esperan un crecimiento de 3,4%.

Con respecto al resto de variables, los analistas esperan, en promedio, un aumento de 60 pb en las tasas de interés en 2004 frente a lo pronosticado para 2003. De igual forma estiman, una devaluación promedio del 5,0% de la tasa de cambio al final de 2004. En el plano fiscal esperan una reducción del déficit al 2,5% del PIB.

### III. EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN Y CRECIMIENTO

Los pronósticos que se observan a continuación son el promedio del siguiente grupo de analistas: Idea Global, Cesla (Klein-UAM), Corfivalle, Fedesarrollo, Santander Colombia, BBVA Securities, C. S. First Boston, SSB Citigroup, ANIF, Standard Chartered, SuValor, J. P. Morgan Chase, UBS Warburg.

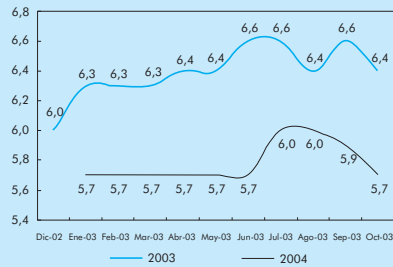
El Gráfico A presenta la evolución histórica del promedio de los pronósticos de los analistas sobre la inflación para finales de 2003 y 2004.

El gráfico muestra como, para 2003, los analistas aumentaron paulatinamente el pronóstico de la inflación, desde finales del año pasado hasta julio del corriente. A partir de ahí se observa cómo corrigieron el pronóstico hacia la baja y en octubre, este grupo de analistas espera una inflación de 6,4%.

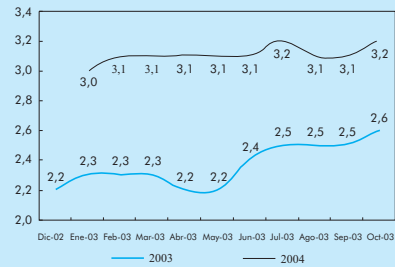
Con relación a 2004, los analistas no cambiaron su pronóstico de inflación de 5,7% para dicho año sino hasta julio de 2003, mes en que subieron el pronóstico a 6,0%. Posteriormente, los analistas han ajustado hacia abajo los pronósticos y actualmente esperan para 2004 una inflación de 5,7%.

El Gráfico B presenta la evolución reciente del promedio de pronósticos realizados por los mismos analistas para el crecimiento de 2003 y 2004: en lo corrido de 2003, el promedio de pronósticos de crecimiento para 2003 se ha incrementado en 0,4 puntos porcentuales. Igualmente, y aunque se observa un poco más estable, el promedio de pronósticos de crecimiento para 2004 ha aumentado 0,2 puntos porcentuales.

**GRÁFICO A**  
EVOLUCIÓN DEL PROMEDIO HISTÓRICO DE PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN PARA 2003 Y 2004 (PORCENTAJE)



**GRÁFICO B**  
EVOLUCIÓN DEL PROMEDIO HISTÓRICO DE PRONÓSTICOS DEL CRECIMIENTO REAL PARA 2003 Y 2004 (PORCENTAJE)



Fuente: promedio de pronósticos reportados por: IDEAglobal, CESLA (Klein-UAM), Corfivalle, Fedesarrollo, Santander Colombia, BBVA Securities, CS First Boston, SSB Citigroup, Anif, Standard Chartered, SuValor, J.P. Morgan Chase, UBS Warburg.

Este Informe fue preparado  
por la Subgerencia de Estudios Económicos  
del Banco de la República.  
Editado y diagramado por la Sección de Publicaciones del  
Departamento de Comunicación Institucional  
e impreso por G&M Editores e Impresores Ltda.  
en noviembre de 2003.