



INFORME SOBRE INFLACIÓN
Diciembre de 2002

BANCO DE LA REPÚBLICA

PRESENTACIÓN, RESUMEN Y CONCLUSIONES

✚ La inflación anual al consumidor en diciembre fue 6,99%, superior en 0,99 puntos porcentuales al registro del trimestre anterior (6,0%) pero inferior en 0,6 puntos porcentuales a la de diciembre de 2001. Esta cifra de inflación anual es la más baja para cualquier diciembre, desde 1970 (año en el que se ubicó en 6,8%). Si bien la inflación al cierre del año fue superior a la meta del 6%, esto obedeció casi enteramente al pronunciado repunte del precio de la papa, un fenómeno que es transitorio. Si se descuenta el precio de la papa, la inflación al consumidor fue 6,1%.

✚ Descontando los choques transitorios sobre precios, tal y como lo mide la inflación básica, la meta de inflación se cumplió. El promedio de las tres medidas de inflación básica calculadas por el Banco fue 5,6%. Aún así, los tres indicadores se incrementaron con respecto al nivel alcanzado en septiembre, con lo cual se rompió la tendencia decreciente que exhibía la inflación básica desde comienzos de 1999.

✚ El incremento de la inflación al consumidor en el último trimestre se explica por tres razones. La más importante tiene que ver con la reducción de la oferta agrícola, especialmente en el caso de algunos tubérculos como la papa. Este fenómeno hizo que la inflación de alimentos pasara de 8,6% en septiembre a 10,9% en diciembre. En segundo lugar, la alta devaluación nominal registrada desde mediados de año, la cual comenzó a transferirse a la inflación al consumidor a partir de octubre, provocó alzas en los precios de bienes transables como medicinas, combustibles, artículos de aseo personal y algunos alimentos procesados, entre otros. Por último, el incremento en varios precios internacionales como combustibles, cereales, cacao, aceites y grasas propició incrementos importantes en los precios de la gasolina y de los alimentos, especialmente.

✚ Un indicio de las presiones ejercidas por la devaluación y los precios internacionales lo da el incremento de la inflación de bienes transables. En diciembre este indicador se situó en 6,6%, muy por encima del dato de septiembre (5,4%).

✚ Respecto de los precios de los alimentos, hay que señalar que estos comenzaron a ceder en diciembre. Tal situación, es en gran parte, reflejo de la caída en el precio de la papa, cuya variación anual en diciembre fue de 89,8% frente a 121% en noviembre. Debe señalarse, además, que la información de las dos primeras semanas de enero del sistema de información de precios del sector agropecuario (SIPSA), los datos del índice de precios del productor (IPP) de noviembre y diciembre y las previsiones de la Subgerencia de Estudios Económicos (SGEE) sugieren, en términos generales, una importante corrección a la baja en la inflación del rubro de alimentos percederos a comienzos de 2003, en gran parte, sustentada en una fuerte reducción del precio de la papa.

✚ La inflación anual del productor tuvo un importante repunte en el último trimestre, pasando de 6,8% a 9,3%, como consecuencia casi exclusiva de la devaluación, según lo evidencia el

incremento de la inflación de importados (de 4,6% a 16,0%). A juzgar por este importante repunte y sobre todo por el del componente señalado, es probable que continúen existiendo presiones inflacionarias represadas en el IPC, las cuales podrían manifestarse en los próximos meses.

✚ Todo parece indicar que la economía siguió acelerando su ritmo de crecimiento durante la segunda mitad del año. Las cifras del PIB para el tercer trimestre señalan que la economía se expandió a una tasa anual de 1,9% en este período, mayor que la reportada para el primer semestre del año y que fue de 1,4%. Frente al segundo trimestre el crecimiento fue menor, pero como se ha señalado en oportunidades anteriores, el crecimiento de este período fue alto como consecuencia de una base de comparación baja en 2001, asociada con un menor número de días hábiles.

✚ Para el cuarto trimestre, diversos indicadores sectoriales como la producción y las ventas de la industria, las licencias de construcción y las encuestas sobre actividad comercial y de turismo sugieren que las tendencias de crecimiento se mantuvieron. Así, cabe esperar que en los últimos meses de 2002 el crecimiento económico se aceleró un poco y que el crecimiento para todo el año superaría ligeramente la meta del Gobierno (1,6%).

✚ Tal y como se había anticipado, en el segundo semestre el crecimiento siguió siendo impulsado por la demanda privada interna, fundamentalmente por el consumo de los hogares y por la inversión en edificaciones. Por el contrario, la demanda externa ha sido una fuente de contracción, debido a las menores exportaciones de petróleo y carbón y por la reducción de las exportaciones no tradicionales dirigidas a Venezuela y a los Estados Unidos.

✚ Para el próximo año se espera que la demanda privada interna siga siendo la principal fuente de crecimiento. Sin embargo, su capacidad de arrastre puede verse limitada por el efecto sobre el ingreso disponible de la reforma tributaria aprobada recientemente y por la segunda y tercera cuotas del impuesto al patrimonio, entre otras razones. En cuanto a la demanda externa, esta seguirá fuertemente afectada por la crisis política en Venezuela, al menos en los primeros meses del año, por lo cual no debe contribuir al crecimiento. Las exportaciones hacia los Estados Unidos, si bien deben repuntar gracias al ATPA y al mayor dinamismo de esta economía, no serían suficientes en un comienzo para compensar la destorcida de las exportaciones hacia Venezuela.

✚ Al cierre del año, algunos de los factores de riesgo sobre el crecimiento que se identificaron en el *Informe sobre Inflación* de septiembre se habían menguado. Tal es el caso del nerviosismo que exhibieron los mercados de capitales desde mediados de año respecto de las economías de América Latina, como consecuencia de las dudas que generaba la transición política en varios países de la región encabezados por Brasil. A la fecha, los mercados parecen haber dado un compás de espera a los gobiernos de Brasil y de otras economías, gracias a lo cual las primas de riesgo país lograron corregirse a la baja frente a los altos niveles alcanzados a mediados de año. Las colocaciones de deuda pública efectuadas por algunos países de la región, incluido Colombia, en diciembre y a principios de año, también constituyen un indicador favorable.

✚ Sin embargo, es posible que este dinamismo en los mercados de capitales externos para América Latina no sea sostenible a lo largo del año debido a las vulnerabilidades que enfrenta la región: la crisis política en Venezuela, la crisis económica en Argentina, los factores de riesgo en

Ecuador, la recuperación incierta de la economía norteamericana, y el debilitamiento del dólar, entre otros. Para el conjunto del año no se espera un repunte en los flujos de capital a la región, y tampoco una mayor corrección a la baja de los *spreads*.

✚ Colombia puede lograr algún grado de diferenciación en la región, como ha sido reconocido por las propias agencias calificadoras de riesgo, debido al éxito en la aprobación reciente de las reformas tributaria, laboral y pensional por parte del Congreso de la República, y por el respaldo de las entidades multilaterales de crédito, incluido el Fondo Monetario Internacional (FMI) con el cual se concretó un acuerdo de *stand by*. Sin embargo, la culminación de este proceso depende críticamente de la aprobación popular del referendo, lo cual constituye un factor importante de incertidumbre, si bien la mayoría de analistas da por descontado este resultado. Pero aun cuando se le asigne una baja probabilidad, la no aprobación del referendo podría afectar drásticamente la percepción de riesgo de la economía, las expectativas de devaluación y los flujos de financiamiento hacia el país, dado el escaso margen de maniobrabilidad fiscal que tiene el Gobierno. De otro lado, la crisis venezolana, cuyo desenlace es muy incierto, sigue siendo un factor que está afectando y puede afectar aún más las perspectivas de crecimiento de importantes sectores industriales y de comercio en Colombia.

✚ Teniendo en cuenta todo lo anterior, se espera que la economía colombiana siga exhibiendo tasas de crecimiento positivas para el próximo año, aunque se considera improbable que se presente una aceleración significativa frente al resultado observado en 2002. Estas previsiones están en línea con la meta de crecimiento del Gobierno de 2% para 2003. En vista de ello, y de los bajos niveles que a noviembre seguían registrando los diferentes indicadores de capacidad instalada frente a sus promedios históricos, no se advierten presiones inflacionarias de demanda importantes para los primeros meses de 2003.

✚ Durante el cuarto trimestre, la Junta Directiva del Banco mantuvo inalteradas las tasas de intervención. A finales de diciembre, las tasas eran las siguientes: lombarda de expansión, 9,0%; subasta de expansión, 5,25%; subasta de contracción, 4,25%, y lombarda de contracción, 3,25%.

✚ Desde mediados de año el Banco ha otorgado amplia liquidez a los mercados, lo cual ha permitido atender la fuerte demanda de fin de año, sin contratiempos. En particular, en los últimos tres meses del año, el Banco continuó realizando compras de TES y ejerciendo opciones para acumulación de reservas y así suministrar liquidez de forma permanente. El monto total de compras permanentes de TES en este período ascendió a \$139,8 miles de millones (mm), con lo cual, las compras para todo el año ascendieron a \$1.208,4 mm. Por su parte, a través del ejercicio de opciones de acumulación de reservas se efectuó una expansión de \$141,8 mm en el trimestre, equivalentes a US\$50 millones (m). A través de estos mecanismos en conjunto, el Banco de la República otorgó liquidez permanente durante los últimos tres meses del año por valor de \$281,8 mm.

✚ En los últimos meses se ha observado una reducción de la demanda como lo sugiere la baja demanda por Repos de expansión a 30 días. Dentro del programa de liquidez de fin de año, el Banco definió cupos de Repos de expansión a 30 y 90 días por valor de \$2.100 mm, de los cuales tan solo se demandaron \$1.105,9 mm. Así mismo, durante el cuarto trimestre, el crecimiento de los agregados monetarios más líquidos se ha desacelerado de manera importante. A diciembre, la

base monetaria creció a una tasa anual de 20,3% en tanto que M1 lo hizo a 18,3%. En cuanto a M3, su crecimiento también se desaceleró, pasando de 8,8% en septiembre a 7,4% en diciembre.

✕ La desaceleración de los agregados monetarios no impidió una significativa aceleración del crecimiento de la cartera nominal total del sistema financiero, la cual pasó de crecer de una tasa anual de 1,6% en septiembre a 4,1% en diciembre. La aceleración se presentó fundamentalmente en la cartera de la banca no hipotecaria, la cual creció a una tasa anual de 6,6% en diciembre. Igualmente, con cifras a noviembre, la aceleración también se observó en la cartera comercial y de consumo. La recuperación de la cartera se presentó simultáneamente con una reducción de las colocaciones de TES por parte del Gobierno.

✕ La recuperación de la cartera y el menor crecimiento de los agregados monetarios no se tradujeron en presiones sobre las tasas de interés nominal de mercado. A lo largo del cuarto trimestre, la tasa interbancaria se situó ligeramente por encima del 5,0%. En diciembre su nivel fue de 5,0%, 30 puntos básicos (pb) menor que la de septiembre. En cuanto a la DTF, en diciembre se situó en 7,7%, 20 pb menor que la de tres meses atrás, alcanzando su nivel histórico más bajo. Finalmente, las tasas activas nominales para todos los tipos de crédito se redujeron entre 20 pb y 50 pb en los últimos tres meses.

✕ En cuanto a las tasas de los TES en el mercado secundario, entre septiembre y diciembre se presentó una importante corrección a la baja en todos los tramos de la curva de rendimientos. A diciembre, el nivel observado para estas tasas a los diferentes plazos era ligeramente superior al que se observó a mediados de año, antes del repunte del tercer trimestre. La reducción, que en gran parte está asociada a la menor percepción de riesgo de los mercados externo e interno, fue mayor en el caso de las tasas de corto plazo que en las de largo plazo. Adicionalmente, en diciembre las tasas de largo plazo presentaron un ligero repunte que puede estar reflejando un incremento en las expectativas de inflación del mercado.

✕ Durante el cuarto trimestre, el tipo de cambio registró una alta volatilidad. Entre septiembre y mediados de noviembre se observó una tendencia revaluacionista que estuvo asociada con una menor percepción de riesgo por parte del mercado, en parte, como consecuencia de la menor incertidumbre externa, pero también como resultado del avance que registraban los proyectos de reformas tributaria y de pensiones y por el apoyo brindado por la banca multilateral. Sin embargo, en el último mes y medio, el tipo de cambio volvió a devaluarse por razones que están asociadas con una mayor demanda de divisas por parte del sector real, y también por la nula oferta de divisas por parte de la Tesorería General de la Nación. A ello se suma la baja posición propia de contado de los intermediarios del mercado cambiario, lo cual hace que su capacidad de respuesta ante un incremento de la demanda sea limitada. A finales de diciembre, la tasa representativa del mercado (TRM) se situó en \$2.864, 8, con lo cual la devaluación a fin de año fue de 25,0% y la promedio del año fue de 9,1%.

✕ El Banco de la República proyecta una inflación sin alimentos, para el promedio del cuarto trimestre de 2003, de 6,2%, menor frente al pronóstico presentado en el informe de septiembre (6,6%). La disminución en el pronóstico obedece, entre otras razones, a que se esperan menores presiones inflacionarias en el frente cambiario ante lo previsto en septiembre. En materia de infla-

ción de alimentos, el pronóstico para igual período es de 5,8%, superior al pronóstico obtenido hace tres meses (2,8%). De esta forma, la inflación total promedio prevista para el cuarto trimestre de 2003 es de 6,1%, mayor que la presentada en el informe anterior (5,5%).

✚ La SGEE considera que el efecto de la reforma al IVA, que entra en vigencia durante 2003, sobre la inflación, debería ser transitorio y no muy significativo. Sin embargo, no se descarta que ocasione incrementos en las expectativas de inflación, con lo cual su efecto final podría extenderse en el tiempo.

✚ Los riesgos sobre el pronóstico de inflación siguen siendo considerables. Algunos de los más importantes son:

✚ La magnitud del flujo neto de capitales, tanto público como privado, que podría recibir el país durante 2003. Si bien, en las últimas semanas los mercados han mostrado signos de apertura, no puede decirse que esta situación se haya consolidado, y todavía el peligro de un nuevo cierre es grande ante cambios en las condiciones externas o internas. Entre estas últimas conviene señalar la normal incertidumbre que rodea la aprobación del referendo. Aunque diversos analistas consideran este evento como improbable, un resultado negativo podría deteriorar la confianza de los mercados en la consistencia del programa macroeconómico del Gobierno, produciendo incrementos en la tasa de cambio y en el riesgo país en magnitudes difíciles de prever.

✚ Otro riesgo importante sobre la inflación de 2003 es la posibilidad de mayores expectativas inflacionarias, dado el quiebre que ha tenido la tendencia general de la inflación desde el segundo semestre del año pasado. Aunque ese cambio en la tendencia obedece a factores transitorios (asociados al choque de oferta de los alimentos, y al choque de financiamiento externo), su efecto sobre la tasa de inflación puede volverse permanente si se transmite a las expectativas de inflación de mediano y largo plazo. En este momento la información disponible para evaluar los cambios recientes en esta variable es escasa, pero el hecho que las tasas de largo plazo de la deuda se hayan estabilizado alrededor de 7,5% en términos reales, frente a 5,7% que habían alcanzado en julio de 2002, mostraría que, además de otros factores, el mercado podría estar transmitiendo los recientes incrementos inflacionarios a las tasas de largo plazo, y que no sería posible obtener menores tasas sobre la deuda hasta que el mercado no tenga expectativas de un panorama inflacionario despejado en el mediano plazo.

✚ De otro lado, el nivel actual de las tasas reales de expansión y de contracción del Banco de la República son -1,6% y -2,6%, respectivamente. Estas tasas, las más bajas de las economías más grandes de la región, se han reducido 270 pb con respecto al nivel que tenían en enero de 2002, y cerca de 100 pb con respecto al de junio del año anterior.

✚ En contraste, no se esperan riesgos mayores asociados a presiones inflacionarias de demanda. Por ahora se desconoce las presiones de costos que podrían resultar del reajuste reciente del salario mínimo o del incremento en los otros salarios de la economía. También existen riesgos positivos sobre el comportamiento de la inflación: el principal de ellos es que, con la aprobación del referendo se logre una mejora en el riesgo país que induzca mayores flujos netos de capital privados y públicos con un efecto positivo sobre el crecimiento y sobre las expectativas de devalua-

ción. Cada US\$100 m adicionales de entrada de capitales disminuye la devaluación promedio en cerca de 80 pb, e induce una caída de 12 pb en la inflación básica, de acuerdo con los modelos del Banco de la República.

✚ Con base en las anteriores consideraciones y teniendo en cuenta que en los últimos meses se ha observado un quiebre en la tendencia de la inflación básica, el cual puede ser atribuido a la mayor devaluación del peso frente al dólar y que, además, el incumplimiento de la meta en diciembre podría aumentar las expectativas de inflación, la Junta Directiva decidió incrementar en 100 pb toda la estructura de las tasas de intervención del Banco de la República. De esta manera, las nuevas tasas de intervención son las siguientes: subasta de expansión: 6,25%; subasta de contracción, 5,25%; lombarda de expansión, 10%; lombarda de contracción, 4,25%.

La Junta confía que con esta medida se controlen las expectativas de inflación y aumente la probabilidad de cumplimiento de la meta en 2003 y 2004 sin afectar el proceso de reactivación económica.

Junta Directiva del Banco de la República

INFORME SOBRE INFLACIÓN
DICIEMBRE DE 2002

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

SUBGERENCIA DE ESTUDIOS ECONÓMICOS

Hernando Vargas Herrera

Subgerente

DEPARTAMENTO DE PROGRAMACIÓN E INFLACIÓN

Juan Mauricio Ramírez Cortés

Director

SECCIÓN DE INFLACIÓN (*)

Adolfo León Cobo Serna

Jefe

Angélica María Arosemena Martán

Yanneth Rocío Betancourt García

Edgar Caicedo García

Alexandra Espinosa Dussán

Mario Nigrinis Ospina

William Prieto Bustos

Pablo Querubín Borrero

(*) En la elaboración de este Informe colaboraron Javier Gómez Pineda, director del Departamento de Modelos Macroeconómicos, Luis Fernando Melo Velandia, Rocío Clara A. Mora Quiñones, Norberto Rodríguez Niño, Martha López Piñeros, y Jesús Antonio Bejarano R.

CONTENIDO

| | | |
|------|---|----|
| I. | EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA INFLACIÓN | 13 |
| | A. INFLACIÓN TRANSITORIA | 13 |
| | B. INFLACIÓN BÁSICA | 14 |
| | C. EL EFECTO DEL IVA SOBRE LA INFLACIÓN | 16 |
| II. | DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN | 18 |
| | A. AGREGADOS MONETARIOS Y CREDITICIOS | 18 |
| | B. OFERTA Y DEMANDA | 25 |
| | C. SALARIOS, EMPLEO Y PACTOS SALARIALES | 30 |
| | D. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA Y BRECHA DEL PRODUCTO | 33 |
| III. | CONTEXTO INTERNACIONAL | 35 |
| | A. ECONOMÍAS DESARROLLADAS | 36 |
| | B. AMÉRICA LATINA | 38 |
| | C. PRECIOS DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS | 40 |
| IV. | PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN | 43 |
| | A. EL ENTORNO EXTERNO | 43 |
| | B. EL ENTORNO DOMÉSTICO | 45 |
| | C. LOS PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN | 46 |
| | D. LOS FACTORES DE INCERTIDUMBRE | 48 |

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA INFLACIÓN

Al finalizar el cuarto trimestre de 2002, la inflación anual al consumidor fue 6,99%, 0,99 puntos porcentuales superior a la meta de inflación establecida por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) para 2002. En términos estadísticos la desviación de la meta obedeció, casi en su totalidad, al fuerte aumento en el precio de la papa en el último trimestre del año (Gráfico 1). Por su parte, en diciembre el promedio de las tres medidas de inflación básica calculadas por el Banco de la República fue 5,6%. Esta cifra es 0,5 puntos porcentuales superior a la registrada un trimestre atrás. Debido a que la economía colombiana funciona desde hace varios años por debajo de su capacidad potencial, la reciente aceleración de la inflación básica sugiere presiones inflacionarias de costos asociadas, principalmente, a los efectos de la devaluación (25% en el año) sobre los precios de los bienes comerciables internacionalmente.

La reciente aceleración de la inflación básica, y el incumplimiento puntual de la meta en 2002, pueden

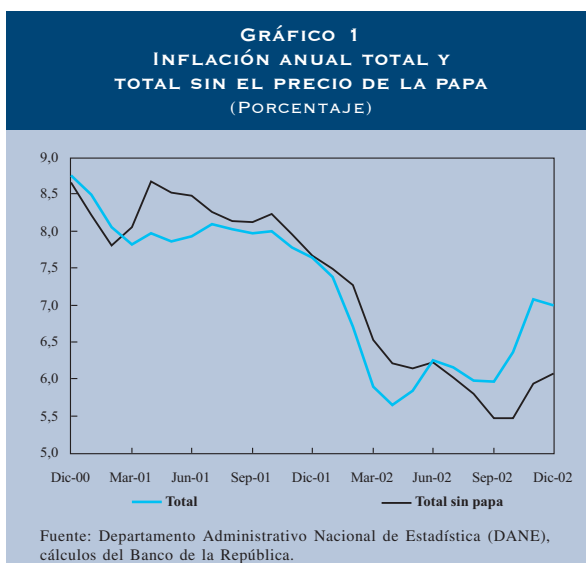
llevar a un aumento en las expectativas de inflación. Ello, aunado a las presiones inflacionarias originadas en la devaluación y al efecto transitorio sobre el nivel de precios de la extensión del impuesto al valor agregado (IVA), compromete el logro de las metas futuras de inflación. Todo esto sugiere la necesidad de un cambio en la postura de la política monetaria, conclusión que se refuerza con el análisis presentado en otros capítulos de este informe (por ejemplo, el capítulo IV, Pronósticos de inflación).

A. INFLACIÓN TRANSITORIA

Uno de los fenómenos más destacados de la inflación en el último trimestre de 2002 fue la aceleración en la inflación de alimentos. En diciembre, medida con el IPC, fue 10,9%, 2,4 puntos porcentuales superior al valor registrado en septiembre (8,6%), y 1,5 puntos porcentuales por encima del pronóstico del Banco de la República presentado en el último informe de inflación. Esto último se explica, principalmente, por la intensidad en el aumento en el precio de la papa (89,8% en diciembre), fenómeno transitorio difícil de prever en su magnitud por estar asociado con el desempeño de la oferta del producto.

Para los próximos meses se espera un mejor desempeño del precio de los alimentos. Las principales razones son las siguientes:

- Luego de un fuerte incremento en el precio de la papa, aumentan las siembras y caen de nuevo los precios. De esto ya hay evidencia reciente: la variación anual del precio de la papa descendió de



más de 120% en noviembre, a 89,8% un mes después. La tendencia continuará en los meses siguientes¹.

- De acuerdo con el criterio de Fedegan, en 2003 la ganadería colombiana debe entrar en una fase de liquidación. Este es un período de precios reales de la carne a la baja.
- La Agencia Atmosférica y Oceanográfica de los Estados Unidos (NOAA), si bien ratifica la presencia del fenómeno de El Niño hasta mayo de 2003, éste pronostica una intensidad moderada. Los efectos negativos para la productividad agrícola son entonces menores y muy posiblemente no ejercerán una fuerte presión sobre la inflación de alimentos.
- La encuesta de opinión empresarial agropecuaria del Centro de Estudios Ganaderos y Agrícolas (CEGA), prevé una recuperación en la inversión agropecuaria en general, y en la producción diferente de café y al sector pecuario. Los anteriores factores, deberían reflejarse en un buen nivel de abastecimiento de alimentos a comienzos de 2003.

En contraste, la inflación transitoria podría verse afectada adversamente por el incremento en el precio internacional del petróleo y la reforma al IVA. El escenario de precios altos en el crudo se mantendrá durante buena parte de 2003 por razones que se presentarán en detalle en el capítulo III. Con respecto a la reforma al IVA, el aumento en la inflación originado en el incremento en los impuestos indirectos debe ser un fenómeno enteramente transitorio, con su efecto concentrado en los tres primeros meses de 2003.

B. INFLACIÓN BÁSICA

La senda de inflación en períodos más largos de tiempo se estudia, usualmente, en términos de la llamada “inflación básica”, o “subyacente”; esto es, con la

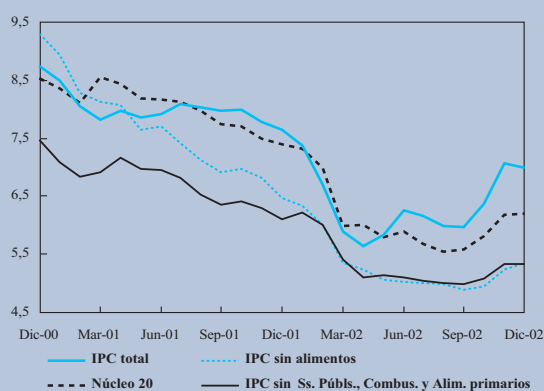
¹ De acuerdo con el sistema de información de precios del sector agropecuario (SIPSA), a la tercera semana de enero el precio de la papa había caído 13% con respecto al precio observado en diciembre.

inflación que resulta luego de excluir choques a los precios ocasionales y transitorios. En el cuarto trimestre de 2002, todos los indicadores de inflación básica que calcula el Banco de la República exhibieron una aceleración importante. El indicador que más aumentó fue el “núcleo inflacionario”, al pasar de 5,6% en septiembre a 6,2% en diciembre. Por su parte, el IPC sin alimentos, y éste último sin alimentos primarios, combustibles y servicios públicos se incrementaron en 0,5 y 0,3 puntos porcentuales, respectivamente (Gráfico 2 y Cuadro 1). Como consecuencia de lo anterior, el promedio de los tres indicadores de inflación básica pasó de 5,1% en el mes de septiembre a 5,6% al finalizar 2002.

La economía colombiana, desde hace varios años ha estado funcionando por debajo de la capacidad de producción potencial. Esto no ha cambiado en el último trimestre. Por lo tanto, la reciente aceleración de la inflación básica no se explica por factores de demanda agregada. La explicación está, principalmente, por el efecto de la fuerte devaluación del peso frente al dólar sobre el precio de los bienes y servicios comerciables internacionalmente. Los siguientes datos son ilustrativos:

- Los bienes que más contribuyeron a incrementar la inflación al consumidor en el trimestre fueron las medicinas, la energía y el combustible, las joyas y los artículos de aseo y cuidado personal.

GRÁFICO 2
EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN ANUAL, TOTAL Y BÁSICA
(PORCENTAJE)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

CUADRO 1
INDICADORES DE INFLACIÓN
(VARIACIONES PORCENTUALES ANUALES)

| | Dic-01 | Mar-02 | Jun-02 | Sep-02 | Dic-02 |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|
| I. IPC | 7,6 | 5,9 | 6,2 | 6,0 | 7,0 |
| Alimentos | 10,5 | 7,2 | 9,2 | 8,6 | 10,9 |
| Alimentos sin comidas fuera del hogar | 11,7 | 7,5 | 10,1 | 9,4 | 12,2 |
| Comidas fuera del hogar | 6,5 | 6,1 | 5,7 | 5,4 | 6,1 |
| Vivienda | 4,3 | 3,8 | 4,2 | 3,8 | 4,1 |
| Gastos ocupación de vivienda 1/ | 2,0 | 2,4 | 2,9 | 2,8 | 2,9 |
| Servicios públicos y otros | 10,0 | 7,0 | 7,1 | 6,1 | 6,7 |
| Vestuario | 2,6 | 2,2 | 1,1 | 0,9 | 0,7 |
| Salud | 10,9 | 9,3 | 9,7 | 8,9 | 9,2 |
| Medicinas y otros | 13,4 | 11,3 | 13,0 | 12,3 | 13,3 |
| Servicios profesionales de la salud | 8,4 | 7,3 | 6,6 | 5,6 | 5,3 |
| Educación | 10,2 | 9,3 | 6,7 | 6,4 | 6,5 |
| Cultura y esparcimiento | 7,1 | 7,0 | 5,9 | 4,7 | 5,3 |
| Transporte | 8,9 | 5,8 | 5,0 | 5,1 | 5,9 |
| Gastos varios | 7,6 | 6,7 | 6,8 | 7,7 | 9,0 |
| II. Inflación básica 2/ | 6,7 | 5,6 | 5,3 | 5,1 | 5,6 |
| IPC sin alimentos | 6,5 | 5,3 | 5,0 | 4,9 | 5,4 |
| Núcleo 3/ | 7,4 | 6,0 | 5,8 | 5,6 | 6,2 |
| IPC sin alimentos primarios, combustibles y servicios públicos | 6,1 | 5,4 | 5,1 | 5,0 | 5,3 |
| III. IPP | 6,9 | 3,6 | 2,9 | 6,8 | 9,3 |
| Según uso o destino económico | | | | | |
| Consumo intermedio | 5,8 | 2,9 | 1,2 | 6,2 | 9,9 |
| Consumo final | 8,5 | 4,3 | 4,6 | 6,3 | 7,3 |
| Bienes de capital | 5,7 | 2,4 | 2,8 | 10,8 | 15,6 |
| Materiales de construcción | 7,4 | 5,0 | 5,0 | 6,4 | 7,8 |
| Según procedencia | | | | | |
| Producidos y consumidos | 7,7 | 4,4 | 3,4 | 5,5 | 7,1 |
| Importados | 4,6 | 0,8 | 1,6 | 10,7 | 16,0 |
| Exportados 4/ | (7,9) | (7,1) | (2,4) | 15,5 | 28,5 |
| Según origen industrial (CIU) | | | | | |
| Agric., Silvíc. y pesca | 7,6 | 2,4 | 2,1 | 6,8 | 9,2 |
| Minería | (1,3) | 1,7 | 2,1 | 22,4 | 33,3 |
| Industria manufacturera | 7,0 | 3,9 | 3,2 | 6,3 | 8,6 |

1/ Los gastos de ocupación de vivienda son básicamente arriendos.

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

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

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

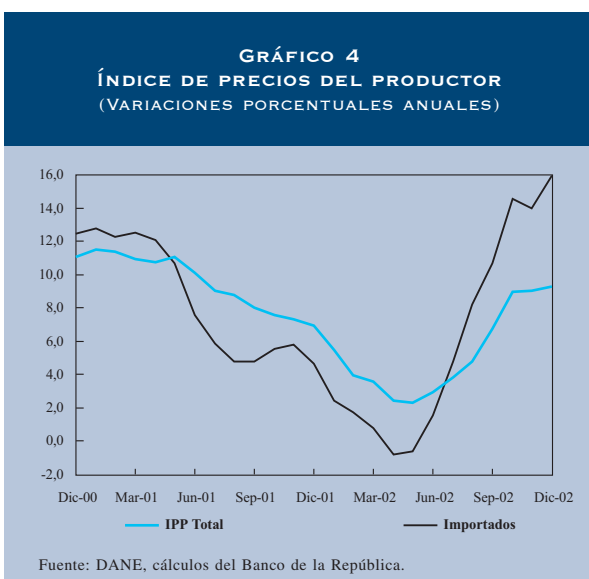
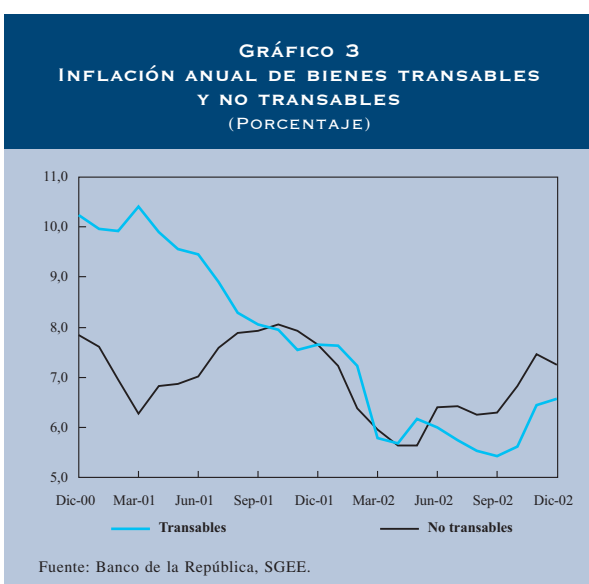
Fuente: Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos (SGEE). Tabulados de IPP, IPC y DANE.

Estos, al igual que los vehículos y accesorios, son bienes intensivos en insumos importados, o con un significativo componente importado del consumo.

- Al descomponer la canasta del consumidor en bienes transables y no transables se observa, en el trimestre, una aceleración en la variación anual de los primeros de 1,2 puntos porcentuales, al pasar de 5,4% a 6,6% (Gráfico 3).
- En el índice de precios del productor (IPP), la inflación de bienes importados aumentó 5,3 puntos porcentuales, en el cuarto trimestre de 2002 termi-

nando en 16,0%. Si bien se observó el aumento en el precio internacional de algunos, la explicación principal de dicha aceleración fue la mayor devaluación del peso frente al dólar (Gráfico 4).

La aceleración en la inflación básica no fue prevista por los modelos de proyección calculados por el Banco de la República². En el informe de septiembre, por ejemplo, se calculaba para diciembre en 4,8% la inflación sin alimentos. El resultado observado fue 5,2%. La subestimación obedeció, principalmente, al ritmo de devaluación y su efecto sobre los precios de los bienes comerciables internacionalmente. Lo primero es especialmente difícil en una economía como la colombiana donde la tasa de cambio se mueve libremente. Por su parte, el grado de transmisión de la devaluación a los precios, y el momento en que tiene lugar, dependen, entre otros factores, de la percepción de los agentes sobre el grado de duración de la devaluación, los costos de cambiar precios y la evolución de la demanda respecto a la capacidad potencial. Adicionalmente, algunos reajustes en los precios de la energía y servicios telefónicos se tenían antes programados para 2003. Por último, la intensidad del incremento en el precio de los servicios bancarios tampoco fue correctamente prevista.



C. EL EFECTO DEL IVA SOBRE LA INFLACIÓN

En la reforma tributaria aprobada por el Congreso de la República a finales de 2002, se introdujo el cobro del IVA de 7,0%, a partir del 1 de enero de 2003, a ciertos bienes que conforman la canasta familiar (Cuadro 2). Esto constituye un ajuste, por una sola vez, de los precios que debe afectar transitoriamente la inflación.

² Los pronósticos de inflación presentados en este informe, para cada trimestre, se registran en términos de promedios geométricos. Así, cuando se hace referencia al promedio trimestral, este corresponde al promedio geométrico de los valores mensuales.

El efecto final sobre la inflación se da directamente a través de los reajustes en los precios de los bienes finales que han sido afectados por la reforma, e indirectamente a través del ajuste en los costos de bienes intermedios y materias primas gravadas.

Estimaciones preliminares de la Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN) sugieren que la reforma puede generar un incremento de la inflación anual al consumidor del orden de 0,4 puntos

porcentuales. Estos cálculos de todas maneras, no dejan de ser altamente inciertos, ya que las metodologías que se suelen usar difícilmente tienen en cuenta los efectos sustitución que resultan del incremento en los precios y que tiende a moderarlos. Finalmente, hay que señalar que históricamente los reajustes del IVA y las ampliaciones en su base gravable han tenido impacto muy pequeño en la inflación permanente colombiana y en la de otros países.

CUADRO 2
REFORMA AL IMPUESTO SOBRE EL VALOR AGREGADO (IVA)

Bienes de la canasta al consumidor con tarifa del 7,0% a partir del 1 de enero de 2003

Harina de maíz y otras harinas
Pastas secas
Cereales preparados
Cereales para sopa
Otros productos de panadería
Carnes y embutidos
Pescado enlatado de mar y de río
Azúcar
Café
Chocolate
Fósforos

Adicionalmente, el impuesto a la cerveza se incrementó de 8,0% a 11,0%, mientras que las tarifas para vehículos automóviles también se modificaron.

Servicios de la canasta al consumidor con tarifa del 7,0% a partir del 1 de enero de 2003

Medicina prepagada y seguros médicos
Turismo
Juegos de azar (5,0%)

Adicionalmente, el impuesto a la telefonía celular se incrementó de 16,0% a 20,0%.

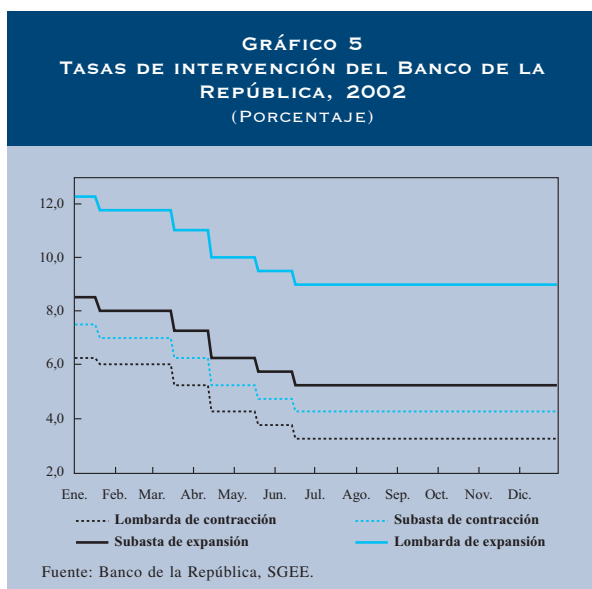
Fuente: Ley 778 de Reforma Tributaria, del 27 de diciembre de 2002.

DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN

A. AGREGADOS MONETARIOS Y CREDITICIOS

1. Lineamientos de política monetaria

La JDBR mantuvo inalterada su postura de tasas de interés a lo largo del cuarto trimestre, al igual que lo hizo durante el tercer trimestre del año 2002. La última modificación de las tasas de interés de intervención del Banco de la República data de junio 17, con niveles de tasas de intervención que alcanzaron mínimos históricos, con el fin de promover el crecimiento económico sin comprometer el logro de la meta de inflación. De esta forma, al finalizar el mes de diciembre las tasas vigentes fueron: 9,0% lombarda de expansión, 5,25% subasta de expansión, 4,25% subasta de contracción y 3,25% lombarda de contracción (Gráfico 5).



En el tercer trimestre se activó en dos ocasiones la condición para realizar la subasta de opciones *call*³ para el control de la volatilidad de la tasa de cambio, debido a la aceleración de la devaluación desde mayo pasado⁴. La fuerte depreciación del peso con respecto al dólar continuó a finales de septiembre, por lo cual el 2 de octubre se activó de nuevo la condición para controlar la volatilidad mediante la subasta de US\$180 millones (m). De este monto, se ejercieron US\$124,5 m, magnitud suficiente para calmar el mercado cambiario, el cual se corrigió a la baja en las siguientes semanas. Aunque desde finales de noviembre la tasa de cambio repuntó nuevamente, no se cumplió con la condición para convocar de nuevo a una subasta de venta de dólares (Cuadro 3).

Una vez cumplida la condición para el control de la volatilidad de la tasa de cambio, el 2 de octubre, disminuyó la presión sobre el precio del dólar, el cual comenzó a revaluarse los días siguientes, a causa del aumento de confianza hacia la región. Lo anterior condujo a que a finales del mes se habilitara la condición para ejercer las opciones *put*⁵ de acumulación de reservas internacionales. Así, el 21 de octubre se subastaron US\$50 m, ejercidos en su totalidad por los agentes del mercado (Cuadro 3).

La demanda de liquidez del cuarto trimestre fue satisfecha, en parte, a través de Repos de expansión a

³ Opciones de venta de reservas internacionales.

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

⁵ Opciones de compra de reservas internacionales.

CUADRO 3
EJERCICIO DE OPCIONES
COMPRA Y VENTA DE RESERVAS INTERNACIONALES

| Fecha | Cupo subastado | Monto ejercido en US\$m | TRM | Monto ejercido en \$mm |
|---|----------------|-------------------------|---------|------------------------|
| Ejercicio de opciones put (compra) | | | | |
| 02-Ene | | 27,5 | 2.291,2 | 63,0 |
| 15-Ene | | 22,5 | 2.297,3 | 51,7 |
| Total enero | 50,0 | 50,0 | | 114,7 |
| 05-Feb | | 1,5 | 2.266,6 | 3,4 |
| Total febrero | 50,0 | 1,5 | | 3,4 |
| 08-Mar | | 50,0 | 2.289,8 | 114,5 |
| Total marzo | 50,0 | 50,0 | | 114,5 |
| Total I trimestre | 150,0 | 101,5 | | 232,6 |
| 02-Abr | | 68,0 | 2.264,6 | 154,0 |
| 05-Abr | | 32,0 | 2.269,4 | 72,6 |
| Total abril | 100,0 | 100,0 | | 226,6 |
| Total mayo | 100,0 | 0,0 | | 0,0 |
| Total junio | 100,0 | 0,0 | | 0,0 |
| Total II trimestre | 300,0 | 100,0 | | 226,6 |
| Total julio | 100,0 | 0,0 | | 0,0 |
| Total agosto | 50,0 | 0,0 | | 0,0 |
| Total septiembre | 50,0 | 0,0 | | 0,0 |
| Total III trimestre | 200,0 | 0,0 | | 0,0 |
| 21-Oct | | 50,0 | 2.836,3 | 141,8 |
| Total octubre | 50,0 | 50,0 | | 141,8 |
| Total noviembre | 0,0 | 0,0 | | 0,0 |
| Total diciembre | 0,0 | 0,0 | | 0,0 |
| Total IV trimestre | 50,0 | 50,0 | | 141,8 |
| Ejercicio de opciones call para control de volatilidad (venta) | | | | |
| 29-Jul | | 117,0 | 2.596,3 | 303,8 |
| 31-Jul | | 63,0 | 2.625,1 | 165,4 |
| Total julio | 180,0 | 180,0 | | 469,1 |
| 01-Ago | | 69,0 | 2.636,3 | 181,9 |
| 02-Ago | | 17,0 | 2.640,4 | 44,9 |
| 06-Ago | | 23,5 | 2.663,8 | 62,6 |
| Total agosto | 180,0 | 109,5 | | 289,5 |
| 02-Oct | 180,0 | 124,5 | 2.885,5 | 359,2 |
| Total octubre | 180,0 | 124,5 | 2.885,5 | 359,2 |

Fuente: Banco de la República.

uno, 30 y 90 días⁶. El cupo de Repos a un día se utilizó en elevada proporción en el mes de octubre (70,8%), reflejo de la alta demanda de dinero en la economía. Esta proporción cayó en los dos meses siguientes, a 42,5% y 31,2%, respectivamente, coherente con los Repos habilitados a 90 días, en noviembre, y a 30 días. Por su parte, se observó un mayor uso promedio del cupo de los Repos de contracción en el cuarto trimestre (60,5%), en comparación con el tercer trimestre (40,9%). Otra fuente importante de liquidez suministrada por el Banco de la República la conformaron las compras brutas definitivas de títulos de Tesorería (TES) en el mercado secundario. Entre los meses de octubre y diciembre el Banco compró \$139,8 miles de millones (mm) de los \$1.208,4 mm comprados durante el año 2002 (Cuadro 4).

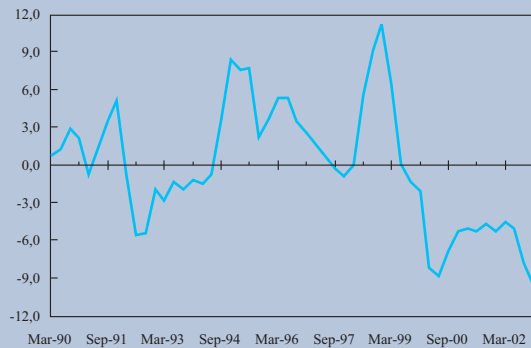
⁶ Los Repos a 30 y 90 días se subastaron entre el 15 de noviembre y el 20 de diciembre, dentro del programa de suministro de liquidez para fin de año del Banco de la República.

CUADRO 4
COMPRAS DEFINITIVAS DE TES B
EN EL MERCADO SECUNDARIO
(MILES DE MILLONES DE PESOS)

| | SEN | Subasta (*) | Total (SEN + Subastas) |
|--------------|----------------|--------------|---------------------------|
| Enero | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Febrero | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Marzo | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Abril | 26,6 | 0,0 | 11,5 |
| Mayo | 117,0 | 0,0 | 132,2 |
| Junio | 96,3 | 0,0 | 96,3 |
| Julio | 148,1 | 0,0 | 139,2 |
| Agosto | 416,5 | 130,0 | 546,5 |
| Septiembre | 143,1 | 0,0 | 143,1 |
| Octubre | 90,6 | 0,0 | 90,7 |
| Noviembre | 49,1 | 0,0 | 49,1 |
| Diciembre | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Total | 1.087,3 | 130,0 | 1.208,4 |

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

GRÁFICO 6
INDICADOR DE CONDICIONES MONETARIAS (ICM)
DE LA DEMANDA AGREGADA
(PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República, SGEE.

Durante 2002 el indicador de condiciones monetarias (ICM) de la demanda agregada se situó por debajo del período base (1998:01). La posición del ICM sugiere que la JDBR mantiene una holgada conducción de la política monetaria en relación con la prevalente a principios de 1998. El nivel del ICM para diciembre del año en curso, se explica por el efecto combinado de la reducción de las tasas de interés y la depreciación de la tasa de cambio real observadas al cuarto trimestre de 2002 (Gráfico 6).

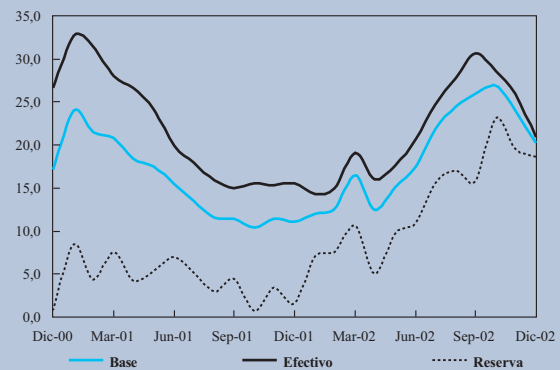
2. Agregados monetarios

a. Base monetaria

Los bajos niveles de inflación y de la tasa de interés, junto con el impuesto de tres por mil a las transacciones financieras, estimularon la tenencia de activos muy líquidos durante buena parte del tercer trimestre y comienzos de octubre. Lo anterior hizo que la JDBR adoptara una nueva línea de referencia a comienzos del cuarto trimestre (octubre 18), con un crecimiento promedio anual de la base monetaria de 28,3% y del efectivo de 29,8%, mientras en el año completo se esperaba un crecimiento de 20,3% y 22,9%, respectivamente.

En los meses siguientes se desaceleraron los diversos indicadores de oferta monetaria, desempeño que se encuentra en línea con la menor demanda de liquidez observada en el último trimestre del año. El saldo de

GRÁFICO 7
BASE MONETARIA Y SUS FORMAS DE USO
(VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL DEL PROMEDIO MENSUAL)



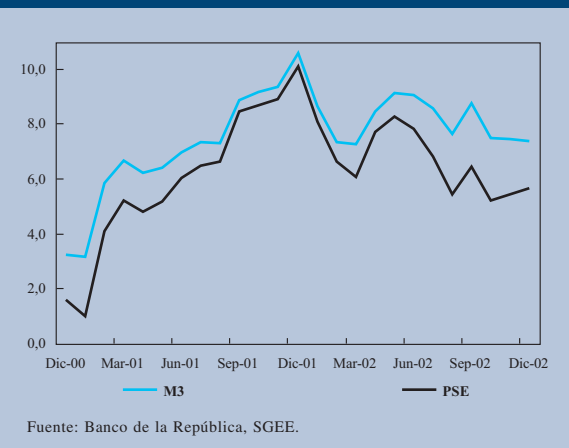
Fuente: Banco de la República, SGEE.

la base monetaria se mantuvo por debajo de la línea de referencia durante todo el cuarto trimestre, tanto para el promedio móvil de orden 20 como para el de orden 45. De esta manera, la tasa de crecimiento anual de la base monetaria cayó de 26,0% en septiembre a 20,3% en diciembre. Esta desaceleración en el crecimiento de la base es consecuencia del menor crecimiento del efectivo (20,9% en diciembre) frente al observado tres meses atrás (30,7%). En contraste, el componente de reservas ajustó su crecimiento hacia arriba de 15,8% en septiembre a 18,6% en diciembre (Gráfico 7).

b. M3

En el cuarto trimestre casi todos los componentes del agregado monetario más amplio (M3) desaceleraron su ritmo de crecimiento con respecto a los niveles observados en septiembre, con lo cual el crecimiento de M3 descendió de 8,8% en septiembre a 7,4% en diciembre (Gráfico 8). A pesar de que este comportamiento de M3 se explica por el menor dinamismo de los activos más líquidos (efectivo, cuentas de ahorro y cuentas corrientes), aún se mantiene la recomposición de M3 hacia este tipo de activos, como lo demuestra la fuerte contracción de los certificados de depósito a término (CDT), Repos con la Tesorería y bonos. Dicha recomposición se explica porque el sector privado se ha inclinado a liquidar CDT, a cambio de tener saldos mayores de dinero en

GRÁFICO 8
M3 Y PASIVOS SUJETOS A ENCAJE (PSE)
 (VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL DEL PROMEDIO MENSUAL)



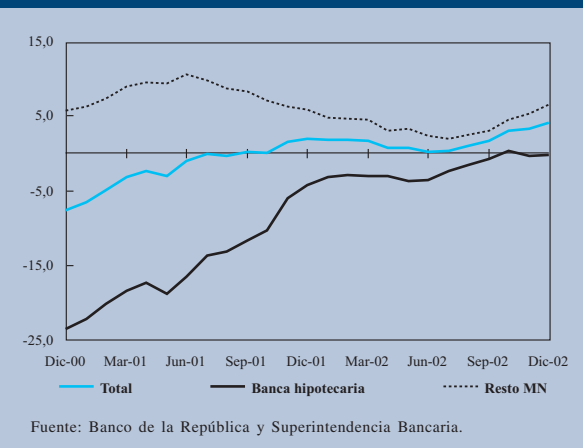
las cuentas corrientes y de ahorro, y por la significativa caída de la tasa de interés, que ha permitido reducir el costo de oportunidad de mantener activos líquidos.

Por último, la encuesta de expectativas del Banco de la República realizada en octubre, indica que la percepción de liquidez permaneció estable. El 66,7% de los encuestados percibió una alta liquidez, nivel tan sólo 0,3 puntos porcentuales superior a la observada en la encuesta de julio. En cuanto a las expectativas sobre las condiciones de liquidez en los siguientes seis meses, el 56,8% de los encuestados considera que la situación actual de liquidez no cambiará, porcentaje inferior al 61,7% de la encuesta de julio.

c. Crédito y cartera

Al finalizar el cuarto trimestre la cartera bruta nominal del sistema financiero sin la Financiera Eléctrica Nacional (FEN) aceleró su crecimiento anual (4,1%), con respecto al trimestre pasado (1,6%). Esta expansión de la cartera señala un quiebre en la tendencia, como ya se había anticipado en el informe de septiembre (Gráfico 9). El análisis, por tipo de entidad, muestra a la banca hipotecaria con una cartera aún creciendo negativamente, al pasar de -0,8% en septiembre a -0,3% en diciembre. Por su parte, la cartera del resto del sistema financiero repuntó signi-

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

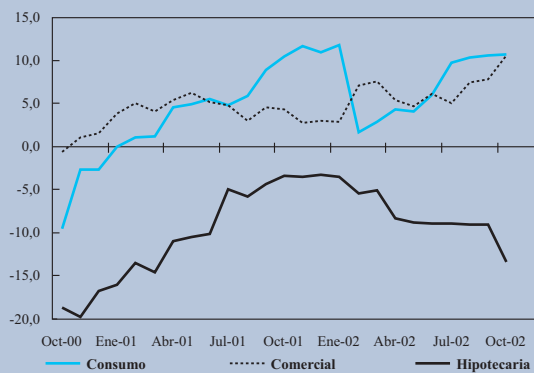


ficativamente al crecer 6,6% en diciembre frente a 3,0% en septiembre (Gráfico 9). Todos los tipos de entidades mejoraron su desempeño, incluidas las corporaciones financieras, las únicas con crecimiento anual negativo.

De acuerdo con algunos analistas, esta mejoría en los resultados de la cartera obedece tanto a la recuperación del consumo y de la inversión, como a la crisis en el mercado de deuda pública interna que tuvo lugar a finales de septiembre y comienzos de octubre, cuya consecuencia inmediata fue una menor preferencia por compras de TES a favor de una mayor expansión del crédito.

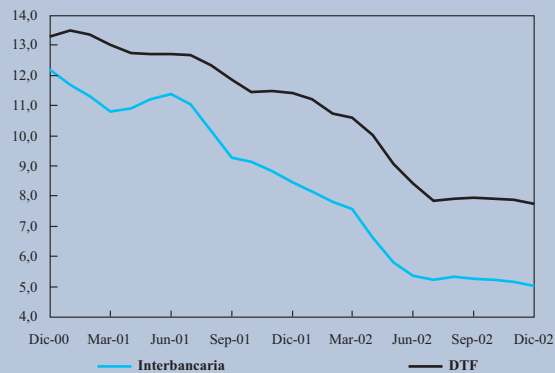
El comportamiento de la cartera, por tipo de crédito con información a noviembre, muestra una recuperación importante de aquella con destino al consumo y al comercio, y confirma el bajo dinamismo de la cartera hipotecaria. En conjunto, la cartera de consumo y la comercial crecieron 10,5%, acelerándose con respecto al dato de septiembre (8,0%), mientras que la hipotecaria cayó de -9,0% en septiembre a -13,4% en noviembre (Gráfico 10). Esta mejoría en el comportamiento de la cartera se ratifica con la encuesta de expectativas del Banco de la República, cuyos resultados indican una mayor disponibilidad de crédito (55,6%) frente a las expectativas que tenían los agentes en la encuesta de julio (53,8%).

GRÁFICO 10
CARTERA BRUTA NOMINAL EN MONEDA NACIONAL
POR TIPO DE CRÉDITO
(VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL)



Fuente: Banco de la República, SGEE.

GRÁFICO 11
TASA INTERBANCARIA Y DTF
PROMEDIO DEL MES
(PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República.

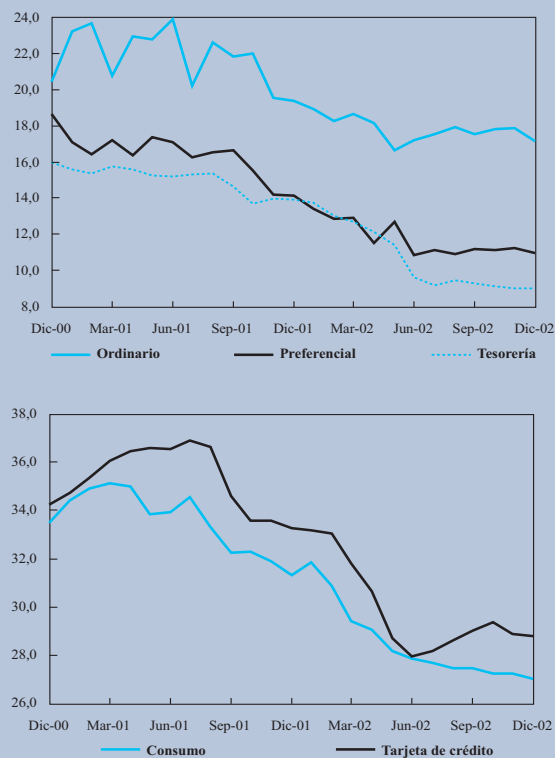
3. Tasas de interés

Durante el cuarto trimestre todas las tasas de interés nominales del sistema financiero disminuyeron de manera continua y significativa. La tasa interbancaria nominal continuó su tendencia descendente observada a lo largo del año para terminar en diciembre en un nivel (5,02%) inferior al de los meses de noviembre (5,17%) y septiembre (5,3%). Con la reducción de las tasas nominales y la aceleración de la inflación, la tasa interbancaria real descendió a lo largo del trimestre de -0,68% en septiembre a -1,84% en diciembre. Este último registro es el más bajo observado desde marzo de 1995.

En línea con el aún bajo crecimiento del crédito, el mantenimiento de la postura monetaria de la JDBR y la caída de la tasa interbancaria, la tasa de captación promedio, medida por la DTF, experimentó una caída de 20 puntos básicos (pb) en el cuarto trimestre, al pasar de 7,9% en septiembre a 7,7% en diciembre (Gráfico 11).

Siguiendo la tendencia descendente de las tasas pasivas, la de colocación, medida por la tasa activa calculada por el Banco de la República, cerró en diciembre en 14,9%, medio punto porcentual por debajo de la tasa observada en septiembre, mientras que la tasa activa excluyendo los créditos de tesorería, se situó en 16,0%, es decir, 0,5 puntos porcentuales inferior al registro de septiembre. Por su parte, las tasas activas

GRÁFICO 12
TASAS DE INTERÉS NOMINALES DE LOS CRÉDITOS,
POR TIPO DE COLOCACIÓN
(PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República.

nominales, por tipo de colocación, con respecto a los niveles observados en septiembre, bajaron entre 0,2 (preferencial y tarjeta) y 0,5 (consumo) puntos porcentuales (Gráfico 12).

Las tasas reales pasivas y activas disminuyeron en el cuarto trimestre no sólo por las menores tasas nominales, sino también por el repunte de la inflación. De esta manera, la tasa de interés real de captación DTF pasó de 1,9% en septiembre a un mínimo histórico de 0,7% en diciembre, mientras todas las tasas reales de colocación bajaron 1,2 puntos porcentuales o más para el mismo período.

Como consecuencia de los anuncios sobre un mayor déficit fiscal mayor que al inicialmente previsto, y la incertidumbre sobre la capacidad de financiamiento del Gobierno, en un ambiente de estrechez de los mercados internacionales, a finales de septiembre y comienzos de octubre se registró un fuerte aumento en las tasas de interés de los TES a diferentes plazos (Gráfico 13). Estas tendencias cedieron luego como consecuencia de la presentación al Congreso, y posterior aprobación, de las reformas estructurales del sector público; el respaldo y apoyo financiero de la banca multilateral, incluyendo el compromiso de un acuerdo de *stand-by* con el Fondo Monetario Internacional (FMI), firmado a comienzos de 2003, y la apertura de los mercados internacionales de capitales posterior a la definición política en Brasil.

Reflejo del mejor panorama económico y financiero de los últimos meses, las tasas de interés de los títulos TES en el mercado secundario mostraron una importante caída a lo largo de la curva de rendimien-

tos. Entre septiembre y diciembre, el rendimiento de los bonos a uno, cinco y 10 años cayó 3,1, 2,0 y 1,5 puntos porcentuales, respectivamente. Así, la pendiente de la curva de rendimientos de los TES, medida como la diferencia entre el rendimiento de un bono a 10 años y el del mismo a un año, se empinó al pasar de 276 pb en septiembre a 431 pb en diciembre. Parte de este comportamiento de la pendiente obedeció al incremento de las expectativas de mayor inflación en noviembre y diciembre.

4. Tipo de cambio

La tasa de cambio nominal en el cuarto trimestre de 2002 registró una apreciación temporal en los meses de octubre y noviembre, y luego retomó la tendencia creciente observada desde finales del segundo trimestre del año (Gráfico 14). Al finalizar 2002 la tasa de cambio fue de \$2.864,8 por dólar, con lo cual la devaluación nominal en el año fue de 25,0%, y la devaluación promedio, 9,1%.

Durante la mayor parte de 2002, el comportamiento de la tasa de cambio nominal siguió de cerca la evolución de los *spreads* de la deuda pública (Gráfico 15). Inicialmente, con la incertidumbre política en Brasil y otras economías de la región, los mercados mostraron dudas sobre la capacidad del Gobierno de financiar en el exterior el creciente déficit del sector público. La tasa de cambio nominal, por lo tanto, se

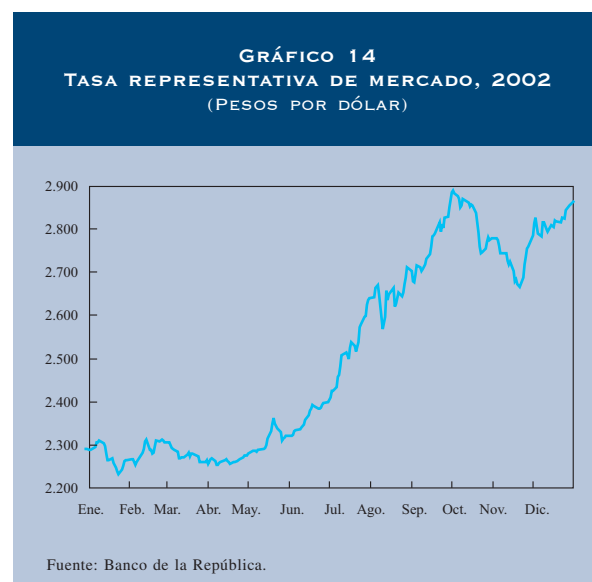
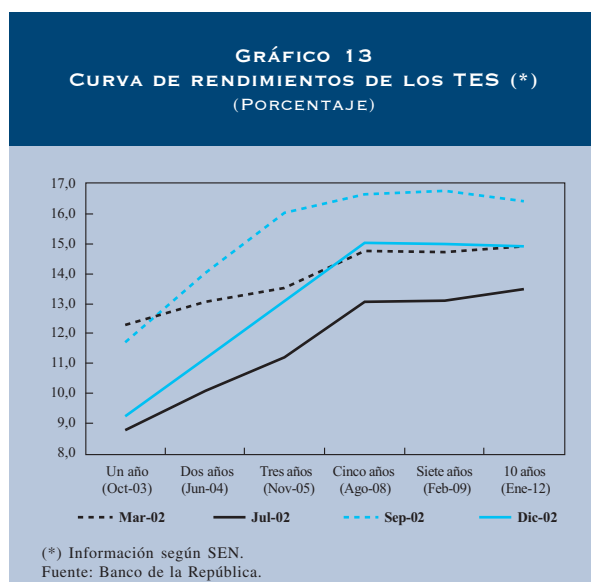


GRÁFICO 15
EMBI* COLOMBIA VS TRM

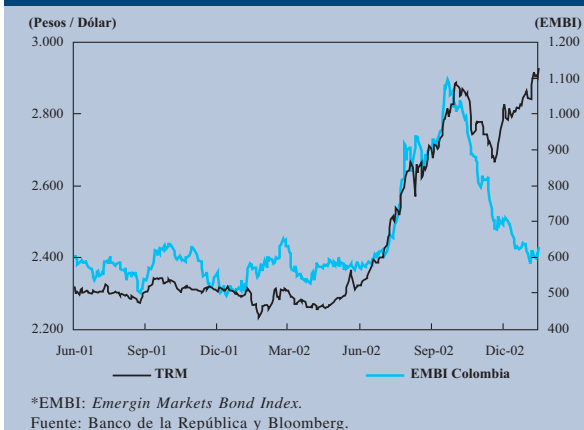
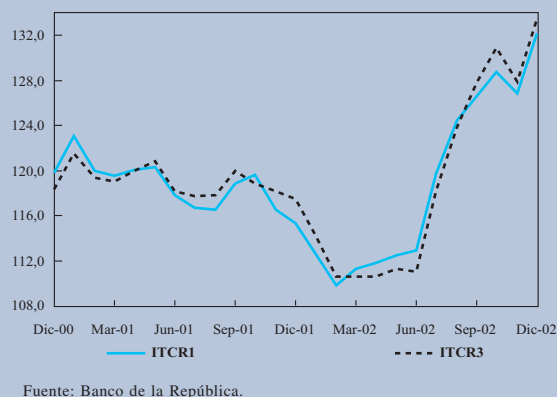


GRÁFICO 16
ÍNDICE DE LA TASA DE CAMBIO REAL
ITCR1 E ITCR3, (1994 = 100)

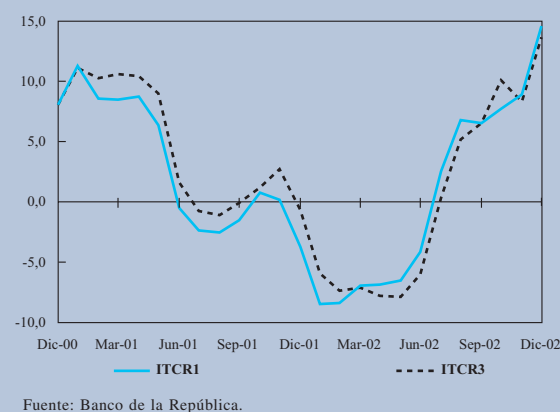


devaluó fuertemente. Luego, a partir de octubre, con los resultados de las elecciones en Brasil y el paquete de reformas fiscales presentados por el Gobierno al Congreso, y su posterior aprobación, se apreció temporalmente. Por último, a partir del mes de diciembre se observó una fuerte devaluación de la tasa de cambio, a pesar de la caída importante registrada en los *spreads* y la apertura para el país de los mercados internacionales de capitales. Esto puede explicarse, en parte, por el fuerte deterioro de la situación económica, social y política de Venezuela, con su efecto negativo sobre las exportaciones e inversiones colombianas a ese país, y, en parte, por la no existencia de monetizaciones de divisas por parte de la Tesorería General de la Nación esperadas por los mercados a finales del año.

Con la devaluación nominal de 2002, la tasa de cambio real, medida por el ITCR1⁷ calculado por el Banco de la República terminó en 132,2. Este es el nivel histórico más alto registrado en el país (Gráfico 16). Comparado con el valor del mismo índice en diciembre del año anterior, se observa una devaluación real en 2002 de 14,6%, de los cuales 4,4 puntos porcentuales se registraron el último trimestre. Para el promedio del año, los cálculos preliminares señalan una devaluación real de 0,4% (Gráfico 17).

⁷ El ITCR1 emplea el IPP del país y de sus 20 socios comerciales.

GRÁFICO 17
DEVALUACIÓN REAL ANUAL
ITCR1 E ITCR3, (1994 = 100)
(PORCENTAJE)



5. Precios de activos

A continuación se presentan dos indicadores que ilustran la evolución reciente de los precios de algunos activos en Colombia. El primero de ellos es el índice general de la Bolsa de Colombia (IGBC), el cual mide de manera agregada la evolución de los precios de las acciones más representativas del mercado, por medio de una canasta de acciones elegida en función de su rotación y frecuencia. El segundo indicador es el índice de precios de la vivienda nueva.

a. Mercado accionario

El IGBC creció sostenidamente en el cuarto trimestre del año, con una variación anual a diciembre de

50,2%, nivel muy superior al observado en septiembre 36,4%, y con un rendimiento muy superior al ofrecido por otros activos financieros (Gráfico 18). Este comportamiento alcista de las acciones se ha presentado desde comienzos de 2001, y a pesar de la significativa subida del IGBC, hasta ahora se están alcanzando de nuevo los precios registrados en 1997.

De acuerdo con algunos analistas del mercado bursátil, es factible que continúe la valorización accionaria, al menos en el futuro cercano, debido al bajo costo actual del dinero, la reestructuración financiera de muchas firmas, la racionalización de costos y gastos y actualización tecnológica de las empresas, las nuevas

oportunidades con la Ley de Preferencias Arancelarias Andinas (ATPA) y el Área de Libre Comercio de las Américas (ALCA), la devaluación del año 2002, la mayor percepción de seguridad nacional, la disminución del tamaño del Estado, y la leve pero sostenida recuperación de la demanda.

b. Precios de la vivienda

Este índice es construido por el DANE para las siete principales áreas metropolitanas, que cubre 23 municipios del país. El índice tiene una periodicidad trimestral y se calcula a partir de la información del censo de edificaciones para casas y apartamentos desde 1997. La fórmula de cálculo pondera el precio de las viviendas nuevas, de acuerdo con los metros cuadrados, el estrato socioeconómico y la ciudad donde se levanta la obra.

El precio de la vivienda nueva en Colombia repuntó en el tercer trimestre de 2002 con respecto al trimestre anterior, al igual que lo hizo su variación anual desde el primer trimestre de 2002. A partir del segundo trimestre de ese año se viene registrando un crecimiento anual positivo en los precios de la vivienda nueva, al pasar de crecer de -0,3% en marzo, a 0,0% en junio y 0,6% en septiembre. Esta evolución se explica por las casas nuevas, cuyos precios se han recuperado desde comienzos de 2002, lo cual ha permitido una aceleración en el crecimiento anual de su índice de -1,8% en marzo a 3,7% en octubre. Por su parte, aunque el precio de los apartamentos nuevos subieron con respecto al segundo trimestre, su variación anual en el tercer trimestre continuó siendo negativa (-0,7%) (Gráfico 19).



B. OFERTA Y DEMANDA

1. Consideraciones generales

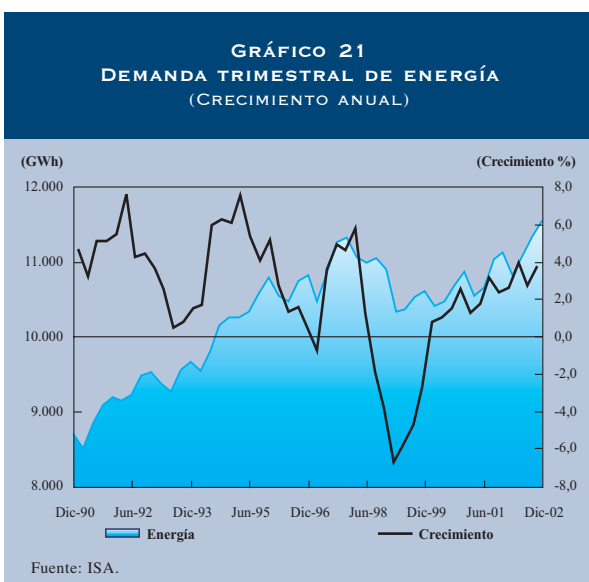
El crecimiento del PIB en el tercer trimestre fue de 1,9%, superior al observado en el primer semestre del año (1,4%). La expansión de la demanda interna privada permitió compensar el debilitamiento de la

demanda externa, afectada por las menores exportaciones tradicionales y la crisis de Venezuela. Tanto el consumo de los hogares como la inversión contribuyeron por igual a la expansión, siendo especialmente notorio en el trimestre el dinamismo de esta última. Para el cuarto trimestre, diversos indicadores sectoriales muestran que las tendencias de crecimiento se mantuvieron (gráficos 20 y 21), con lo cual, el crecimiento del PIB para el año 2002 posiblemente superará la proyección del Gobierno (1,6%). Coherente con la reactivación de la demanda interna, la industria, el comercio y la construcción de edificaciones han sido los sectores que han exhibido una mayor recuperación.

Para el año 2003 se espera que la demanda privada interna siga siendo la principal fuente de crecimiento de la economía. Así lo sugiere, por ejemplo, la mayor confianza de los consumidores y productores, la evolución reciente del consumo de los hogares y la inversión en edificaciones. Esta confianza se verá fortalecida por el programa de reformas estructurales del sector público y los efectos de la estrategia de seguridad democrática del Gobierno. En contraste, los acontecimientos recientes en Venezuela permiten prever una disminución de las exportaciones colombianas a ese país superior a la prevista en el mes de septiembre. Dicha caída, además, difícilmente será compensada con el mayor dinamismo de las exportaciones a los Estados Unidos, a pesar del estímulo proveniente de la ampliación del ATPA. La demanda externa, por lo tanto, continuará siendo una fuente de contracción del producto, y el crecimiento del PIB en 2003 seguirá dependiendo de la fortaleza de la recuperación del gasto privado interno.

El dinamismo del gasto privado interno en 2003 dependerá, en parte, de la política fiscal. De un lado, los mayores impuestos y contribuciones a la seguridad social reducen el ingreso disponible y las utilidades de las empresas. Esto afecta negativamente la capacidad de consumo de los hogares y los incentivos de inversión. De otro lado, al reducir el riesgo de insolvencia futura del sector público, facilita el acceso a los mercados internacionales de capitales y fortalece la confianza. Ello, junto con los efectos de la estrategia de seguridad democrática del Gobierno, promueve la inversión privada y el consumo de los hogares. Según la experiencia de países con finanzas públicas vulnerables, el segundo efecto supera el primero, con lo cual, contrario a lo esperado por algunos analistas, el efecto neto del ajuste fiscal sería expansivo, comparado con la alternativa de no llevarlo a cabo. Lo anterior, junto con el aumento del empleo y la evolución esperada de los términos de intercambio del país sugiere un crecimiento del PIB en 2003 superior al de 2002 (ej. 2,0%-2,5%), a pesar del menor dinamismo de la demanda externa.

Entre los riesgos principales de la predicción anterior está el comportamiento de la tasa de cambio. Un



aumento excesivo de esta tasa incrementa las expectativas de devaluación, incentiva la salida de capitales al exterior, aumenta el valor de la deuda externa en pesos y desestimula la inversión extranjera. Con ello se drena la capacidad productiva y el deseo de gasto interno, suben las tasas internas de interés, aumenta la probabilidad de quiebras de las empresas endeudadas en moneda extranjera y se compromete la sostenibilidad de las finanzas del sector público (cerca de la mitad de su deuda se encuentra denominada en moneda extranjera). Adicionalmente, como se analiza en otras secciones del informe, compromete el logro de las metas de inflación. Así, los costos de la devaluación pueden llevar a superar el eventual efecto positivo de la misma sobre el grado de competitividad de los productores nacionales de bienes comerciables internacionalmente, por lo cual en ocasiones requiere una respuesta de política económica.

2. Demanda y balance externo

En el tercer trimestre del año, el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos se amplió si se compara con el registrado en el mismo período del año anterior (Cuadro 5). En términos macroeconómicos señala un crecimiento de la absorción doméstica superior al crecimiento del ingreso nacional (Gráfico 22). El dinamismo de las exportaciones se redujo y las importaciones exhibieron un leve aumento, en especial las de bienes intermedios dirigidas al sector industrial. Para todo el año 2002 se proyecta un déficit en cuenta corriente como proporción del PIB de 2,0%, cifra similar a la esperada en 2003. Esta última proyección es compatible con un escenario de crecimiento de la economía de 2,0%, menores salidas de capital privado⁸, y una tasa de cambio nomi-

⁸ Sin incluir inversión extranjera directa.

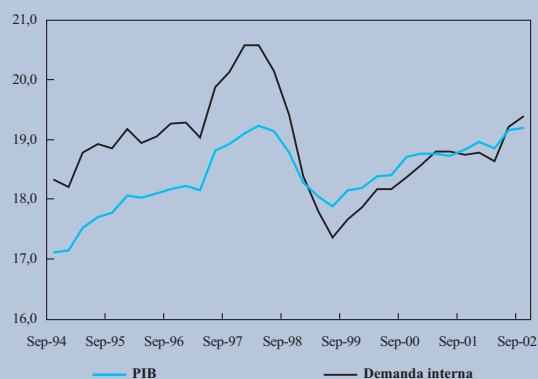
CUADRO 5
CUENTA CORRIENTE DE COLOMBIA - RESUMEN
(MILLONES DE DÓLARES)

| | Julio-Septiembre | | Variación | |
|---|------------------|----------|-----------|--------|
| | 2001 (p) | 2002 (p) | Absoluta | (%) |
| Cuenta corriente (A + B + C) | (133) | (493) | (360) | |
| Ingresos | 4.720 | 4.392 | (328) | (6,9) |
| Egresos | 4.853 | 4.886 | 32 | 0,7 |
| A. Bienes y servicios no factoriales | (37) | (401) | (364) | |
| Ingresos | 3.914 | 3.587 | (327) | (8,4) |
| Egresos | 3.951 | 3.988 | 37 | 0,9 |
| 1. Bienes | 321 | (3) | (324) | |
| Ingresos | 3.360 | 3.116 | (244) | (7,3) |
| Egresos | 3.038 | 3.119 | 81 | 2,7 |
| 2. Servicios no factoriales | (358) | (398) | (40) | |
| Ingresos | 554 | 471 | (84) | (15,1) |
| Egresos | 913 | 869 | (44) | (4,8) |
| B. Renta de los factores | (625) | (680) | (55) | |
| Ingresos | 200 | 157 | (44) | (21,8) |
| Egresos | 825 | 837 | 12 | 1,4 |
| C. Transferencias | 528 | 588 | 60 | |
| Ingresos | 606 | 649 | 43 | 7,1 |
| Egresos | 78 | 61 | (17) | (21,3) |

(p) Provisional.

Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 22
PIB VS DEMANDA INTERNA, SERIES
DESESTACIONALIZADAS
(BILLONES DE PESOS DE 1994)



Fuente: DANE.

nal estable, dado que el Gobierno ha completado, casi en su totalidad, el programa de financiamiento externo programado para el año⁹.

a. Consumo

Durante el tercer trimestre de 2002 el consumo de los hogares fue más dinámico respecto a los trimestres anteriores, tal como se había previsto en el informe anterior. Por su parte, el consumo del Gobierno redujo su ritmo de crecimiento (Cuadro 6).

⁹ Al momento de la elaboración de este informe, el Gobierno había realizado dos emisiones de bonos en el exterior por US\$1.000 m, con lo cual completó las necesidades de financiamiento externo, según lo anunciado por Crédito Público.

CUADRO 6
CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB POR EL LADO DE LA DEMANDA
(VARIACIÓN PORCENTUAL)

| | 2001 (p) | | | | | 2002 (p) | | |
|--|----------|--------|---------|---------|--------|----------|---------|--------|
| | I | II | III | IV | Anual | I | II | III |
| Producto interno bruto | 2,05 | 1,76 | 0,72 | 1,09 | 1,40 | 0,47 | 2,31 | 1,91 |
| Importaciones totales | 12,24 | 15,45 | 12,00 | 3,64 | 10,74 | (8,34) | (1,59) | 3,21 |
| Total oferta final | 3,57 | 3,77 | 2,36 | 1,48 | 2,79 | (0,96) | 1,68 | 2,11 |
| Consumo final | 1,90 | 1,13 | 0,62 | 1,41 | 1,26 | 1,74 | 2,26 | 2,17 |
| Hogares 1/ | 2,44 | 1,30 | 0,04 | 1,16 | 1,23 | 2,19 | 2,02 | 2,51 |
| Consumo final interno hogares 2/ | 2,85 | 1,61 | 0,20 | 1,40 | 1,51 | 1,71 | 1,46 | 2,17 |
| No durables 2/ | 1,46 | (0,35) | (2,56) | (0,26) | (0,44) | 0,19 | 0,55 | 1,18 |
| Semidurables 2/ | 10,56 | 6,29 | 0,35 | (1,13) | 3,83 | 2,22 | (2,39) | 3,49 |
| Servicios 2/ | 2,32 | 2,20 | 2,46 | 2,93 | 2,48 | 2,28 | 1,86 | 2,09 |
| Durables 2/ | 3,74 | 3,31 | 3,56 | 7,97 | 4,67 | 8,87 | 15,34 | 8,66 |
| Gobierno | 0,37 | 0,65 | 2,32 | 2,13 | 1,37 | 0,45 | 2,95 | 1,18 |
| Formación bruta de capital | 12,72 | 18,23 | 10,87 | (0,43) | 10,13 | (15,17) | 1,60 | 10,55 |
| Variación de existencias 3/ | 60,25 | 101,01 | (16,20) | (87,93) | (2,00) | (101,26) | (11,60) | 70,84 |
| Formación bruta de capital fijo | 7,73 | 12,47 | 13,39 | 11,94 | 11,37 | (1,76) | 3,24 | 6,42 |
| Agropecuario, silvicultura, caza y pesca | 7,04 | (1,19) | 9,56 | 5,72 | 5,12 | 7,45 | 7,84 | 10,09 |
| Maquinaria y equipo | 17,73 | 32,41 | 21,45 | 9,62 | 19,96 | (3,96) | (5,24) | 3,59 |
| Equipo de transporte | 43,80 | 28,66 | 44,87 | 33,02 | 37,46 | (18,14) | 6,75 | 16,31 |
| Edificaciones | 7,04 | 10,51 | 8,41 | 18,01 | 11,04 | 23,69 | 21,74 | 19,89 |
| Obras civiles | (12,19) | (8,86) | 1,73 | 5,75 | (3,63) | (17,10) | (3,77) | (6,83) |
| Subtotal: demanda final interna | 3,43 | 3,46 | 2,03 | 1,14 | 2,51 | (0,87) | 2,16 | 3,42 |
| Exportaciones totales | 4,30 | 5,43 | 4,10 | 3,23 | 4,25 | (1,41) | (0,83) | (4,56) |
| Total demanda final | 3,57 | 3,77 | 2,36 | 1,48 | 2,79 | (0,96) | 1,68 | 2,11 |

(p) Provisional.

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

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

Fuente: DANE.

La aceleración del crecimiento que se observa en el consumo de los hogares se explica por el mayor dinamismo del de bienes no durables y semidurables, aunado a la alta tasa de crecimiento del consumo de bienes durables. La tendencia que presentó el consumo de los hogares se asocia con la reducción de las tasas de interés de los créditos de consumo, la mayor confianza de los consumidores (Gráfico 23), la reposición del *stock* de bienes durables y el incremento en el empleo, sobre todo del no calificado, gracias al mejor desempeño de la construcción y el comercio.

Para el cuarto trimestre, los indicadores disponibles como las ventas con tarjetas de crédito, la encuesta de ventas de Fenalco, las ventas de vehículos nuevos y las importaciones de bienes de consumo, sugieren que el ritmo de crecimiento pudo haberse mantenido o incluso acelerado. Este resultado positivo puede estar asociado, en parte, con el sensible aumento en la percepción de seguridad, mejorando significativamente los indicadores relativos al turismo.

Para 2003 el desempeño del consumo de los hogares es incierto. Por un lado, se espera que se mantenga el clima de confianza gracias al efecto de las reformas y de la continuación de la estrategia de seguridad democrática. Por otro lado, la reforma tributaria (especialmente la ampliación del IVA, la sobretasa a la renta y la reducción de las exenciones para el pago de este tributo), y el incremento de las contribuciones a la

seguridad social, implican una reducción en el ingreso disponible de los hogares que, a corto plazo, tiene un efecto negativo sobre la actividad económica.

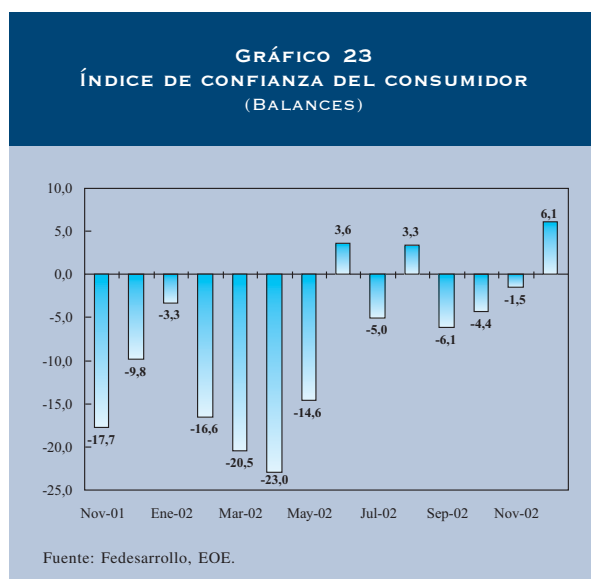
En cuanto al consumo del Gobierno, dado el repesamiento de pagos que tuvo lugar durante los primeros meses de 2002, no es de extrañar que se presente un crecimiento anual importante para el primer trimestre de 2003. Este es un resultado coherente con el programa de ajuste fiscal y en línea con el plan financiero para el año.

b. Inversión

El crecimiento durante el tercer trimestre de 2002 (Cuadro 6), fue sensiblemente mayor que el esperado en el informe anterior. El buen comportamiento que observaron los rubros de inversión en maquinaria y equipo, y en equipo de transporte explican este resultado. En dicho informe se pensaba que el sector industrial presentaba excesos de capacidad instalada, dado el bajo nivel de utilización de la misma y el escaso crecimiento de la producción. Sin embargo, en el tercer trimestre los balances de las empresas mejoraron y el sector experimentó un importante repunte en sus ventas. Lo anterior sumado a las buenas noticias del ATPA y al optimismo que mostraron los empresarios pudo haber mejorado el ánimo en torno a las decisiones de inversión.

Para el cuarto trimestre, la inversión seguirá creciendo gracias al dinamismo del gasto en edificaciones. Los indicadores sectoriales (el censo de edificaciones, los préstamos desembolsados a los constructores y compradores de vivienda y las licencias aprobadas de construcción), sugieren que este rubro mantuvo su ritmo de crecimiento a finales de año y sostienen las buenas expectativas de desempeño para los primeros meses de 2003.

Por otra parte, se espera que para 2003 la inversión en obras civiles reciba importantes contribuciones por cuenta de los gobiernos locales. Tal es el caso de Bogotá, donde se tiene planeada la construcción de nueva infraestructura vial y de transporte masivo. Otros municipios, como Cali y Medellín, también



planean iniciar la construcción y ampliación de sistemas de transporte masivo. Finalmente, para el primer trimestre de 2003 se prevé un repunte significativo de la inversión del Gobierno Nacional Central, por el efecto estadístico que se señaló anteriormente.

A lo anterior se suma que en octubre de 2002 entró en vigencia la exención arancelaria a las importaciones de bienes de capital que no son producidos en la región andina. Esta medida puede estimular notablemente la formación de capital fijo durante 2003.

Pese a lo anterior, aún es prematuro saber si lo ocurrido con la inversión total en el tercer trimestre representa un quiebre en las tendencias de crecimiento de este agregado. Su evolución en el futuro inmediato seguirá dependiendo del clima de confianza y de las expectativas de los empresarios sobre la capacidad de crecimiento de la economía, así como del comportamiento esperado de las ventas externas. Dado el entorno internacional (excepto por el ATPA) y el todavía incipiente crecimiento doméstico, es difícil esperar una recuperación sostenida de esta variable en 2003.

c. Exportaciones

En noviembre de 2002 las exportaciones totales siguieron contrayéndose. Este comportamiento se explica, principalmente, por la sensible disminución que han presentado las exportaciones no tradicionales industriales hacia Venezuela. A pesar de la mayor dinámica de las ventas hacia otros destinos, en especial hacia los países centroamericanos, el crecimiento de las exportaciones a Ecuador y la entrada en vigencia del ATPA, no han podido compensar este fenómeno.

Para 2003 se espera que las exportaciones tradicionales caigan en volumen debido a la declinación de la producción de petróleo y a las expectativas desfavorables que hay en torno a la cosecha cafetera. Esta circunstancia debe tener un efecto negativo sobre el crecimiento real. Sin embargo, la caída en volumen puede ser compensada por las mejores perspectivas en torno a la evolución de los precios internacionales, lo que permitirá el crecimiento del valor exportado.

Para las exportaciones no tradicionales se prevé un resultado mixto. En el caso de las ventas dirigidas hacia los Estados Unidos, es de esperar que se recuperen y al finalizar el año presenten un nivel similar o mayor que el observado en 2001, debido a la entrada en vigencia del ATPA, además de una posible mejoría de la situación económica de dicho país.

En cuanto a las exportaciones a Ecuador, probablemente habrá una disminución importante en su tasa de crecimiento, aunque ésta seguirá siendo positiva. Su dinámica estará restringida por el lento crecimiento que viene mostrando la economía ecuatoriana y eventualmente, por posibles restricciones en el comercio dada la alta tasa de penetración de las exportaciones colombianas en este mercado. De todas maneras, un factor favorable que incrementa la competitividad de las ventas con ese destino es la devaluación del peso colombiano frente a monedas como el peso chileno o el nuevo sol peruano, que son nuestros más fuertes competidores en ese mercado.

Finalmente, para las ventas hacia Venezuela las perspectivas no son favorables. La huelga general iniciada en diciembre, los conflictos políticos y la crisis de confianza de los agentes han exacerbado las expectativas de bajo crecimiento económico para este año. Algunos analistas estiman una contracción del producto similar o mayor que la presentada en 2002. Así mismo, el reciente anuncio del cierre del mercado cambiario¹⁰ (control de capitales) puede dificultar el pago de exportaciones realizadas en meses anteriores, lo cual deterioraría aún más la cartera comercial con este país (Gráfico 24).

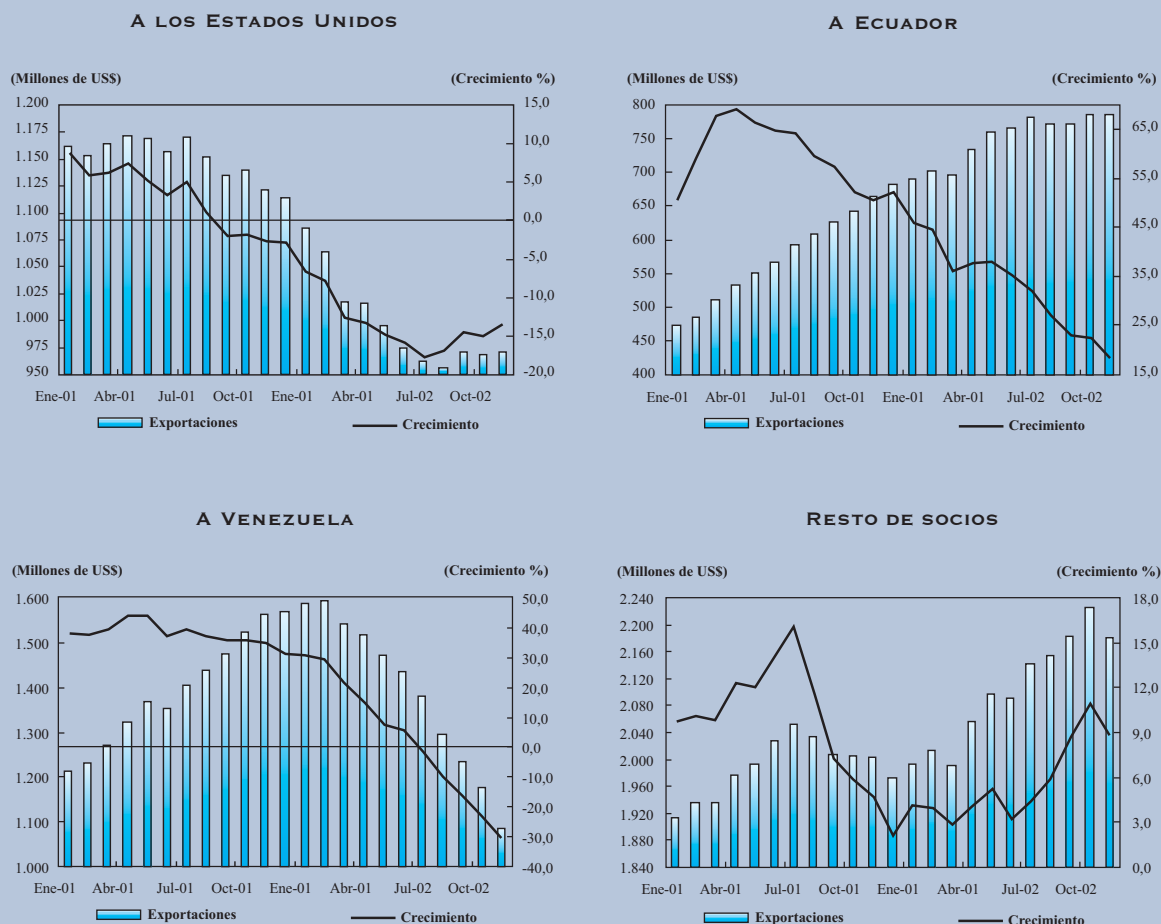
C. SALARIOS, EMPLEO Y PACTOS SALARIALES

1. Salarios industriales

De acuerdo con las cifras de la nueva muestra mensual manufacturera, en los 12 últimos meses termi-

¹⁰ Esta medida tuvo lugar el 21 de enero de 2003, fecha en la cual se elaboraba este informe.

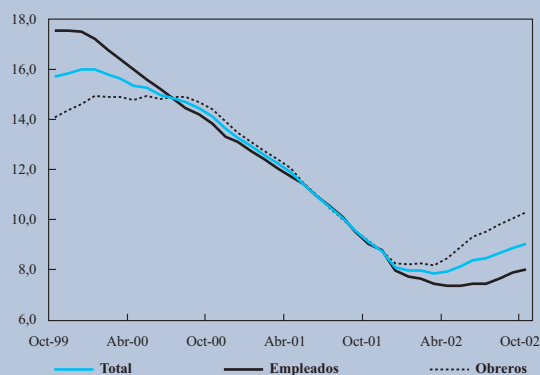
GRÁFICO 24
EXPORTACIONES NO TRADICIONALES INDUSTRIALES
ÚLTIMOS 12 MESES, DATOS A NOVIEMBRE DE 2002



Fuente: DANE.

nados en octubre de 2002, los salarios nominales del sector industrial se ajustaron a una tasa anual de 9,0%. Dicha tasa no es mayor que la observada hace un año, pero sí supera en 1,1 puntos porcentuales la registrada en abril de 2002, con lo cual pudiera estar gestándose un cambio en las tendencias del salario nominal de este sector (Gráfico 25). Desde 1993, y a la par con la reducción de la inflación, los salarios nominales de la industria se habían ajustado a tasas cada vez menores, salvo una corta excepción durante 1997. El cambio en esta tendencia se está impulsando con el mayor ritmo de ajuste que viene exhibiendo el salario de los obreros, aunque también se observa un quiebre en las tendencias del salario de empleados.

GRÁFICO 25
CRECIMIENTO ANUAL DEL SALARIO NOMINAL
INDUSTRIAL ÚLTIMOS 12 MESES
(PORCENTAJE)



Fuente: DANE.

De otro lado, los salarios reales industriales crecieron 1,4% durante los primeros 10 meses de 2002 y 2,7% entre julio y octubre del mismo año (frente a igual período del año anterior).

Las prestaciones pagadas a los trabajadores del sector también aceleraron su crecimiento desde marzo de 2002. Para octubre, la tasa anual de reajuste de las prestaciones era de 7,3% (Gráfico 26).

El aumento en los salarios nominales se reflejó en un incremento del costo laboral unitario (CLU) hasta mayo de 2002 (Gráfico 27). A partir de entonces, el crecimiento de la productividad ha permitido una

reducción de 5% en el CLU con respecto al nivel alcanzado en mayo, pero es todavía 3,6% mayor que el que tenía en octubre de 2001.

La reforma laboral aprobada está dirigida a reducir los costos de despido y a aumentar la jornada laboral. La reforma pensional permitirá, a su vez, reducir los costos de estabilidad laboral.

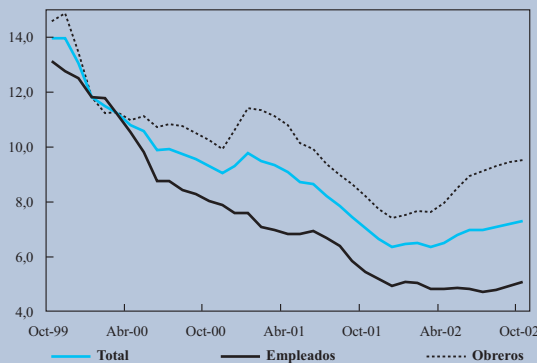
Existen dos elementos que inciden fuertemente en los costos laborales del empleo formal en Colombia: el salario mínimo y los altos recargos a la nómina.

El salario mínimo determina los ingresos laborales del grueso de los trabajadores con menores niveles de educación. Por ejemplo, el 40% de los trabajadores con menos de cinco años de educación, recibe un salario mínimo o muy cercano al mínimo. Aunque la cobertura del salario mínimo es la más alta en toda América Latina, el impacto de una mayor cobertura suele ser crítico en la tasa de desempleo, porque a la gente dispuesta a trabajar por menor salario le toma mucho más tiempo emplearse. Típicamente, un desempleado en Colombia permanece nueve meses en búsqueda de empleo, cuando el promedio de América Latina es de cuatro meses.

2. Pactos de incremento salarial

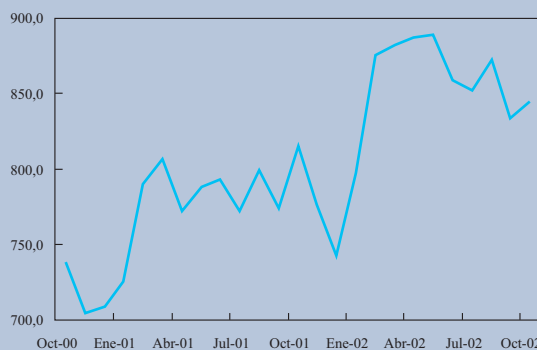
El Cuadro 7 presenta el porcentaje de trabajadores beneficiados por rangos de incremento salarial, pactados a un año, en las convenciones colectivas reportadas al Ministerio de Trabajo y Seguridad Social. El mayor porcentaje de beneficiados, 48,7%, se ubicó en el rango comprendido entre 8% y 10%. Esta proporción

GRÁFICO 26
CRECIMIENTO ANUAL DE LAS PRESTACIONES NOMINALES INDUSTRIALES ÚLTIMOS 12 MESES (PORCENTAJE)



Fuente: DANE.

GRÁFICO 27
COSTO LABORAL UNITARIO NOMINAL PARA OBREROS DEL SECTOR INDUSTRIAL



Fuente: DANE.

CUADRO 7
PORCENTAJE DE BENEFICIADOS POR NIVEL DE INCREMENTO SALARIAL PACTADO (ENERO-DICIEMBRE DE 2003)

| Negociaciones a un año | | | |
|------------------------|-----------|------------|-------------|
| <5,5 | [5,5-8,0] | [8,0-10,0] | [10,0-12,0] |
| 8,6 | 24,0 | 48,7 | 18,6 |

SML = Salario mínimo legal.

Fuente: Ministerio de Trabajo y Seguridad Social.

es ligeramente superior a la observada en septiembre pasado (46,4%). Adicionalmente, otra importante proporción de trabajadores beneficiados, 23,9%, logró pactar incrementos salariales en el rango de 10% a 12%.

3. Empleo

La tasa de desempleo en las 13 principales áreas urbanas continúa su tendencia decreciente, y en diciembre fue 15,7%, 0,6 puntos porcentuales menor que la observada en el mismo mes de 2001 (Gráfico 28). La menor tasa de desempleo en las 13 ciudades se explica por el mayor dinamismo en la generación de empleo.

En el total nacional, sin embargo, la tasa de desempleo se incrementó de 13,5%, a 15,6%. La explicación de este incremento fue la caída en 485 mil empleos. Puesto que los ocupados en las 13 principales ciudades aumentaron 230 mil, el empleo en el resto del país (cabeceras municipales y “resto”) se debió reducir en 715 mil personas, que equivale a una disminución de 7,5% en la población ocupada excluyendo las 13 principales ciudades.

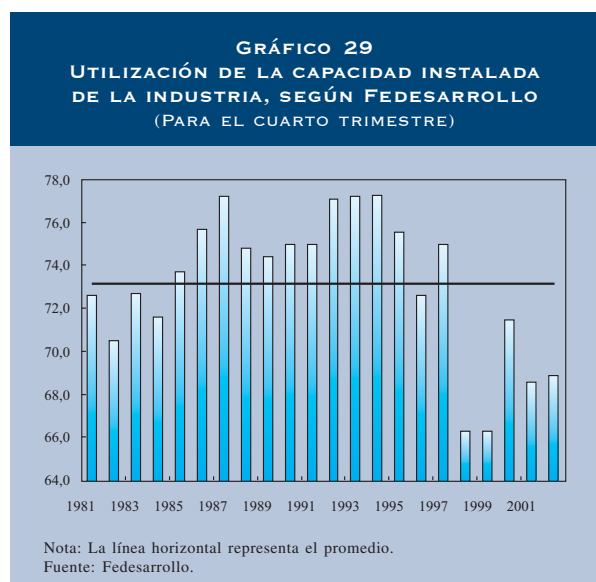
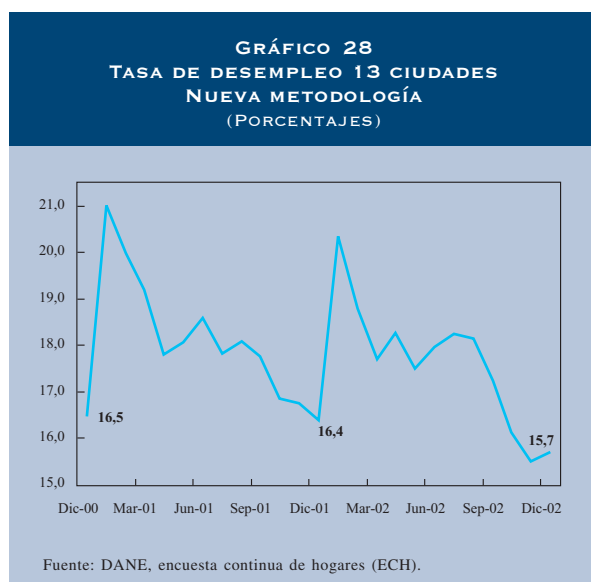
Es difícil entender la contracción del empleo en esa magnitud si se tiene en cuenta que el sector agropecuario, que es la actividad predominante en la economía rural, creció 2,64% entre enero y noviembre de 2002, mientras que el PIB agrícola creció 3,23% en el mismo período.

De otro lado, el empleo industrial continúa contrayéndose. La variación anual del empleo total fue -4,32%. La reducción del empleo industrial se concentra en el empleo permanente (-6,36%), aunque también ha empezado a afectar el de tipo temporal (-0,14%).

D. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA Y BRECHA DEL PRODUCTO

El análisis respecto a la utilización de capacidad instalada y la brecha del producto no ha variado frente al presentado en el informe anterior. A noviembre, los indicadores de utilización de capacidad instalada para la industria seguían mostrando niveles menores que los del promedio histórico.

Según la última encuesta de opinión empresarial de Fedesarrollo, la utilización de la capacidad instalada para el período entre septiembre y noviembre de 2002 fue 68,9%, 5,8 puntos porcentuales menor que el promedio observado en esos mismos meses en los últimos 21 años (Gráfico 29). Igualmente, el indicador de la ANDI a octubre fue inferior al promedio registrado para el mismo mes en los últimos 11 años.



Los diferentes indicadores de brecha del producto, estimados por la SGEE, confirman la existencia de una amplia capacidad instalada sin utilizar para la economía en su conjunto. Al tercer trimestre de 2002, la brecha equivalía a 3,5% del PIB y se espera que se mantenga en ese nivel. Adicionalmente, el buen creci-

miento de la inversión en maquinaria y equipo durante 2001 y su nuevo repunte en el tercer trimestre de 2002 amplían la capacidad productiva de la economía para 2003. Por todo lo anterior, no deberían registrarse presiones inflacionarias en relación con la demanda durante los próximos trimestres.

III

CONTEXTO INTERNACIONAL

Las actuales perspectivas de crecimiento mundial en 2003 son menos favorables que las presentadas en el *Informe sobre Inflación* del pasado mes de septiembre. Si bien se espera una aceleración en dicho crecimiento con respecto a 2002, éste muy probablemente será menor que el inicialmente proyectado (Cuadro 8). En los Estados Unidos la confianza no ha retornado plenamente a los mercados y existe gran incertidumbre por el conflicto con Iraq y el comportamiento de los precios del petróleo. En Europa la demanda externa se ha debilitado y la posibilidad de utilizar una política fiscal anticíclica es limitada debido a los déficit fiscales relativamente altos. En Japón la debilidad del sistema financiero y el debilitamiento de la demanda externa no han permitido contrarrestar las presiones

deflacionarias internas a pesar de la fuerte expansión monetaria reciente. Todo esto significa que el crecimiento de los países industrializados generará un estímulo al crecimiento de los países emergentes inferior a lo previsto anteriormente.

Por su parte, los pronósticos disponibles para América Latina sugieren que en las tres mayores economías de la región (Brasil, México y Argentina) el crecimiento en 2003 será superior al registrado en 2002 pero inferior a lo esperado un trimestre atrás, en parte, por el menor crecimiento de los países industrializados (en especial de los Estados Unidos) y la intensificación de las presiones inflacionarias. Para Venezuela, no existe todavía consenso sobre el pronóstico de crecimiento

CUADRO 8
TASA DE CRECIMIENTO ANUAL Y PRONÓSTICOS PARA LAS PRINCIPALES
ECONOMÍAS SOCIAS COMERCIALES DE COLOMBIA

| | 2001 | 13 de enero de 2003 | | Septiembre | |
|-----------------------------|-------|---------------------|------|------------|------|
| | | 2002 | 2003 | 2002 | 2003 |
| Países desarrollados | | | | | |
| Estados Unidos | 0,3 | 2,4 | 2,7 | 2,4 | 3,1 |
| Zona del euro | 1,5 | 0,8 | 1,8 | 1,3 | 2,9 |
| Japón | (0,3) | (0,3) | 0,4 | (0,8) | 1,0 |
| América Latina | | | | | |
| Argentina | (4,4) | (11,6) | 2,0 | (14,7) | 1,1 |
| Brasil | 1,5 | 1,1 | 1,7 | 1,2 | 2,6 |
| Chile | 2,8 | 1,9 | 3,3 | 2,0 | 3,6 |
| México | (0,3) | 1,2 | 3,2 | 1,6 | 4,0 |
| Perú | 0,2 | 4,4 | 3,4 | 3,4 | 3,2 |
| Ecuador | 5,6 | 3,2 | 3,0 | 2,4 | 3,3 |
| Venezuela | 2,8 | (6,7) | 0,1 | (5,7) | 0,3 |

Fuente: Datastream.

en 2003; sin embargo, las últimas proyecciones apuntan hacia una nueva caída del producto que los más pesimistas calculan en más de 7%.

La inflación en las economías avanzadas se mantuvo durante 2002 en niveles bajos. Esto es especialmente cierto en Japón y los Estados Unidos (Gráfico 30). En la zona del euro, sin embargo, la inflación al consumidor se ha situado por encima del 2,0%, el límite alto del rango considerado como estabilidad de precios por el Consejo de Gobernadores del Banco Central Europeo. Sin embargo, los analistas no esperan un cambio en la postura expansionista de la política monetaria en esos países, al menos durante los primeros seis meses del año. En América Latina, la devaluación exhibida durante buena parte de 2002 se ha trasladado, en algunos países, a los precios con una intensidad superior a la prevista en su inicio. En Brasil, por ejemplo, llevó la tasa de inflación a un nivel muy superior al inicialmente establecido como meta por el Banco Central. Todo esto permite esperar en la región una política monetaria más restrictiva que la observada en 2002.

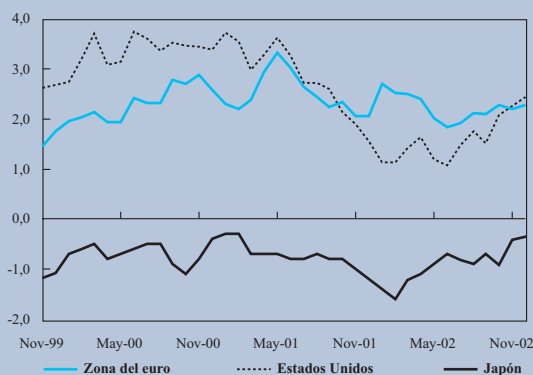
En la actualidad la economía mundial es fuertemente vulnerable a choques negativos futuros. La confianza en una recuperación rápida es baja. Las empresas y las familias pueden, entonces, posponer sus decisiones de consumo e inversión. La recuperación de la

inversión puede, además, verse fuertemente afectada como resultado del conflicto entre los Estados Unidos e Iraq y su efecto sobre la cotización del petróleo. Con el paro nacional en Venezuela, además, las posibilidades de que el precio de ese bien se mantenga alto son mayores, afectando de manera negativa buena parte de las economías desarrolladas. El efecto positivo de los mayores precios del petróleo sobre los productores puede verse contrarrestado por la desaceleración económica de las mayores economías mundiales. Adicionalmente, el déficit en la cuenta corriente de los Estados Unidos es históricamente alto y muy probablemente tendrá que ser reducido en el futuro. A menos que tal reducción sea gradual puede tener consecuencias negativas fuertes para la economía mundial por la caída en la demanda de la principal economía y la devaluación brusca del dólar. Por último, el Gobierno de los Estados Unidos planea darle un nuevo impulso a su economía a través del recorte de impuestos y el incremento en el gasto militar. Aunque en el corto plazo estas medidas pueden aportar un impulso adicional al crecimiento económico, en el largo plazo puede llevar a serios problemas fiscales.

A. ECONOMÍAS DESARROLLADAS

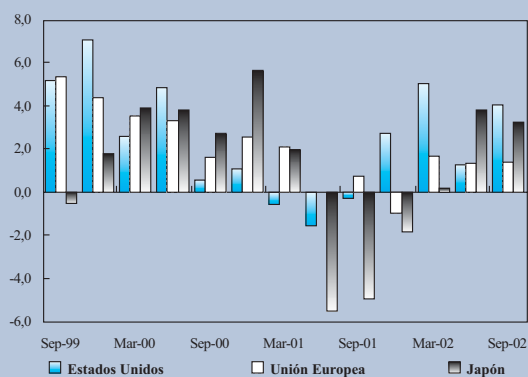
El comportamiento reciente de la economía de los Estados Unidos se ha caracterizado por una evolución opuesta del consumo de las familias y la inversión. El consumo de las familias se ha mantenido dinámico a lo largo del ciclo de la economía como resultado de las menores tasas de interés, el aumento en el ingreso disponible por la reducción de impuestos, y el continuo aumento en los precios de la vivienda. En contraste, la inversión productiva ha sido poco dinámica. Con la caída de los precios de las acciones, el alto nivel de deuda de las empresas y los escándalos contables en algunas corporaciones, la capacidad de las empresas de financiar nuevas inversiones con deuda o acciones ha disminuido, y el deseo de invertir se ha debilitado a pesar del aumento reciente en las ganancias de algunas firmas.

GRÁFICO 30
TASA DE INFLACIÓN PARA ECONOMÍAS
INDUSTRIALIZADAS
(PORCENTAJE)



Fuente: Datastream.

GRÁFICO 31
CRECIMIENTO TRIMESTRAL ANUALIZADO DEL PIB
ESTADOS UNIDOS, ZONA DEL EURO Y JAPÓN
(PORCENTAJE)



Fuente: Datastream.

Las estimaciones recientes sugieren un crecimiento en los Estados Unidos de 2,4% en 2002, y 2,7% en 2003 (Gráfico 31). Se espera que la demanda interna registre una recuperación moderada a pesar de las bajas tasas de interés y los estímulos fiscales del pasado (el consumo de las familias difícilmente registrará una aceleración importante). Se considera que el efecto sobre el consumo de los estímulos tributarios sea decreciente, y también puede existir cierto grado de saturación en la demanda de algunos bienes durables por el fuerte consumo en el pasado reciente. Más importante aún, las perspectivas de empleo se mantienen inalteradas, continúa la incertidumbre en los mercados financieros y se mantienen los temores por los efectos del eventual conflicto armado con Iraq (Gráfico 32). Por otra parte, la recuperación de las ganancias y el mejoramiento en el flujo de caja de las empresas apuntarían a una recuperación gradual de la inversión. No obstante, hasta el momento no se ha registrado ese fenómeno.

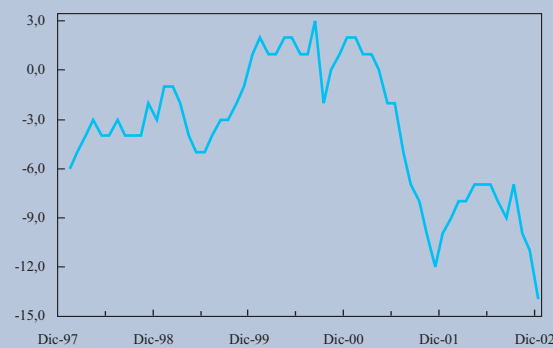
Desde finales de 2001 la política monetaria en los Estados Unidos ha tenido una postura expansiva. La última reducción en la tasa de interés (a 1,25%) tuvo lugar en noviembre de 2002. A pesar de lo anterior, la tasa de inflación se ha mantenido en niveles cercanos a 2,0% y no se prevé una aceleración importante en el ritmo de crecimiento de los precios al consumidor. El control de la inflación se explica principalmente por

GRÁFICO 32
ÍNDICE E INDICADOR DE CONFIANZA DEL
CONSUMIDOR

ESTADOS UNIDOS



UNIÓN EUROPEA

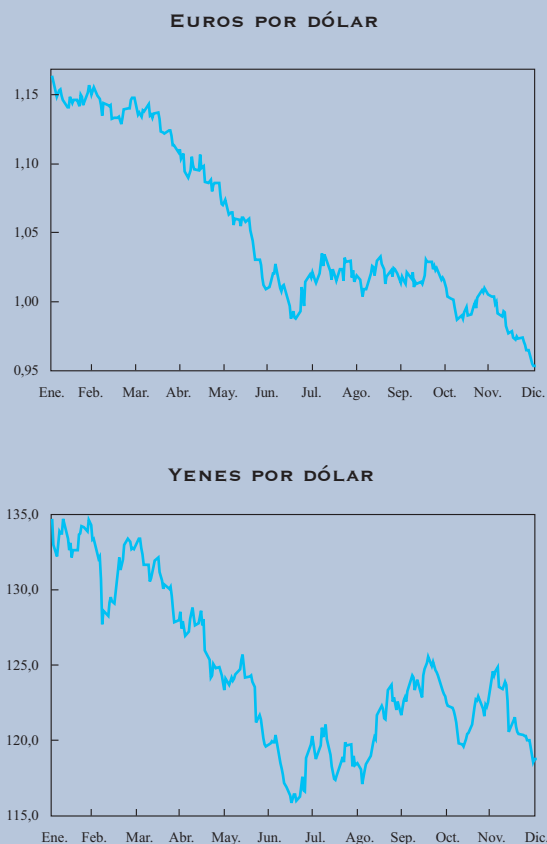


Fuente: Datastream.

el alto nivel de capacidad ociosa de las firmas, el aumento en los niveles de desempleo y el incremento en la competencia. Sin embargo, los precios de los servicios han venido aumentando a una tasa muy superior a la de la canasta del consumidor y en los últimos meses se ha registrado una fuerte devaluación del dólar frente a otras monedas.

Con relación a la zona del euro, el crecimiento en la primera mitad de 2002 estuvo jalonado principalmente por las exportaciones netas y la acumulación de inventarios, con un bajo dinamismo del consumo de los hogares. En el segundo semestre, sin embargo, las tendencias de estas variables cambiaron. Las exportaciones netas se debilitaron por la combinación del tenue crecimiento mundial y la fuerte apreciación del euro frente al dólar (Gráfico 33). Las perspectivas de

GRÁFICO 33
TASAS DE CAMBIO
ZONA DEL EURO Y JAPÓN, 2002
 (SERIE DIARIA)



Fuente: Datastream.

inversión también se deterioraron. En contraste, los indicadores del gasto de los hogares mejoraron y el consumo registró cierta recuperación, a pesar del bajo nivel del indicador de confianza del consumidor (Gráfico 32). Algunos países redujeron impuestos y/o aumentaron el gasto público. Esto, al tiempo que la economía crece a un bajo ritmo, ha generado un fuerte deterioro de la situación fiscal (por ejemplo, en Alemania, Francia, Italia y Portugal).

Las estimaciones recientes sugieren un crecimiento del PIB de la zona del euro de 0,8% en 2002, cifra inferior al 1,3% proyectado un trimestre atrás. Para 2003 se pronostica un crecimiento de la región de 1,8%, cifra inferior a 2,9% de crecimiento esperado tres meses antes. Esta corrección a la baja en el pronóstico se explica, en buena parte, por Alemania.

Este país enfrenta un alto desequilibrio fiscal —el cual supera el valor de referencia situado en 3% del PIB—, y una pérdida de dinamismo económico. En la actualidad, el Gobierno alemán planea una política fiscal restrictiva con base en el aumento de impuestos, recortes de gasto público, y aplazamiento de recortes de impuestos que se habían planeado anteriormente. El efecto de corto plazo de dicha política probablemente será recesivo. Teniendo en cuenta que Alemania es un mercado importante dentro de la Unión Europea, la débil tendencia de su economía afectará de forma importante la zona.

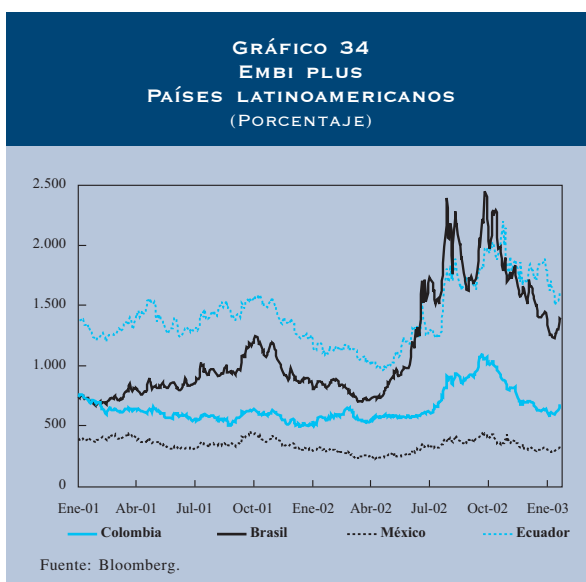
La inflación en la zona del euro, como se describió antes, ha superado el límite alto del rango considerado como estabilidad de precios por el Consejo de Gobernadores del Banco Central Europeo (2%), aunque existe una gran diferencia en las tasas de inflación entre países: en Alemania y sus países vecinos la inflación ha permanecido en niveles inferiores al 2%, mientras que en el sur de Europa, Irlanda y algunos otros, el aumento en los precios ha sido mucho más rápido. La principal fuente de aumento de la inflación ha sido la de los precios de los servicios. Este fenómeno se explica, en gran medida, por el comportamiento de los salarios reales, los cuales han acelerado su crecimiento en los últimos años en la gran mayoría de los países del área. Las presiones de costos son mayores en el sector de servicios que en el industrial debido a que la productividad en el primero tradicionalmente crece menos que en el segundo. Algunos analistas también han atribuido parte del aumento en los precios de algunos servicios al lanzamiento de los billetes y monedas del euro, por redondeo de precios en los servicios de hoteles y comidas fuera del hogar. Los pronósticos más recientes para 2003 sugieren una leve reducción de la inflación que podría continuar hacia adelante.

B. AMÉRICA LATINA

En América Latina el crecimiento económico en 2002 fue menor que el esperado, tanto por factores externos como internos. Entre los factores externos se destaca

el comportamiento de los mercados internacionales y la caída de la demanda mundial. Los menores flujos de capital dificultaron la financiación de la inversión y presionaron al alza las tasas de cambio e interés. La caída de la demanda mundial explica buena parte del débil dinamismo de las exportaciones y de los precios internacionales de algunos de los principales productos de exportación de la región. Entre los factores internos está la incertidumbre política por la existencia de elecciones presidenciales en algunos países, y la dificultad para aplicar políticas fiscales anticíclicas debido a los altos niveles de deuda pública que exhibe la mayoría de los países de la región. Sin embargo, en el cuarto trimestre del año, luego de las elecciones en Brasil, en algunos países se reabrió el acceso a recursos externos y disminuyeron los *spreads* de la deuda y la volatilidad de las tasas de cambio (Gráfico 34 y Cuadro 9). A pesar de la apertura reciente de los mercados internacionales de capitales para algunas economías de América Latina, para 2003 se espera solo un leve aumento en dichos recursos con respecto a los niveles observados el año anterior (Cuadro 10).

Contrario a lo sucedido en la mayoría de países latinoamericanos, la situación en Venezuela se deterioró en el último trimestre del año, especialmente en diciembre, mes en el que se inició el “Paro Cívico



Nacional” y al cual se unió la empresa estatal petrolera PDVSA. En ese mes la producción y exportación del petróleo, principal fuente de ingresos del país, se redujo cerca de 75%, mientras que el *spread* y la tasa de cambio se incrementaron de manera sistemática¹¹ (Gráfico 35). Así, al finalizar 2002 Venezuela registró una devaluación de 83,1%, una inflación de 31,2% y un crecimiento estimado de -6,7%¹². El panorama económico de Venezuela para este año es de continuidad de la crisis política y económica. Aún si la primera se resuelve en corto tiempo los efectos económicos negativos continuarán, en parte, por la dificultad para restaurar rápidamente los volúmenes normales de producción de petróleo y por la desconfianza de los inversionistas. Como se afirmó antes, los últimos pronósticos de crecimiento del PIB en 2003 muestran una economía venezolana que posiblemente registrará una caída similar a la registrada el año anterior.

En 2002 la economía del Ecuador registró uno de los mayores crecimientos del producto en Latinoamérica

¹¹ El 22 de enero de 2003, la tasa de cambio y el *spread* se ubicaban, en su orden, 38,6% y 33,4% por encima del nivel observado al finalizar el año 2002.

¹² Pronóstico de *Consensus Economics*, Datastream.

CUADRO 9
DEVALUACIÓN DE LAS MONEDAS LATINOAMERICANAS
FRENTE AL DÓLAR ESTADOUNIDENSE

| | Trimestral (*) | Anual |
|-----------|----------------|-------|
| Argentina | (10,0) | 237,2 |
| Brasil | (5,9) | 53,2 |
| Colombia | 1,3 | 25,0 |
| Chile | (3,9) | 8,9 |
| México | 1,7 | 13,4 |
| Perú | (3,6) | 1,9 |
| Venezuela | (6,0) | 83,1 |
| Uruguay | (1,1) | 84,2 |

(*) Corresponde a la devaluación de diciembre vs. septiembre (fin de período).

Fuente: Datastream.

CUADRO 10
FLUJOS FINANCIEROS A LAS ECONOMÍAS EMERGENTES POR REGIÓN (NETO)
(MILES DE MILLONES DE DÓLARES)

| | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 (e) | 2003 (proy.) |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------------|-----------------|
| Flujos privados | 148,2 | 185,6 | 125,7 | 112,5 | 137,1 |
| América Latina | 69,7 | 62,6 | 47,8 | 25,2 | 35,5 |
| Europa | 38,3 | 42,2 | 17,0 | 21,7 | 31,0 |
| África / Medio Oriente | 10,2 | 4,7 | 9,3 | 3,8 | 8,1 |
| Asia / Pacífico | 30,1 | 76,2 | 51,6 | 61,8 | 62,5 |
| Cinco economías asiáticas (*) | (5,8) | 17,2 | 7,1 | 2,9 | 5,7 |
| Flujos oficiales | 12,4 | (3,0) | 14,7 | 12,2 | 10,4 |
| América Latina | 7,9 | (6,7) | 22,4 | 14,0 | 17,7 |
| Europa | 0,2 | 2,0 | 1,4 | 5,0 | (0,1) |
| África / Medio Oriente | (1,7) | (0,5) | (4,0) | (2,0) | (2,0) |
| Asia / Pacífico | 6,0 | 2,3 | (5,0) | (4,8) | (5,2) |
| Cinco economías asiáticas (*) | 1,9 | 2,9 | (4,6) | (3,9) | (4,9) |

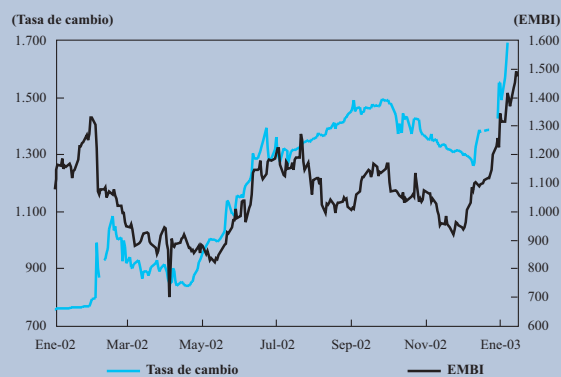
(e) Estimado.

(proy.) Proyectado.

(*) Corea del Sur, Indonesia, Malasia, Tailandia, Filipinas.

Fuente: Institute of International Finance. *Capital Flows to Emerging Market Economies*, enero 16 de 2003.

GRÁFICO 35
EMBI VENEZUELA VS TASA DE CAMBIO



Fuente: Datastream y Bloomberg.

(3,2%), y los analistas esperan uno similar para 2003 (Cuadro 8). Sin embargo, el crecimiento podría ser menor si el nuevo Gobierno no tiene éxito en la aprobación y ejecución rápida de fuertes reformas estructurales del sector público. De igual modo, el desempeño económico depende del apoyo que logre conseguir de la banca multilateral y del FMI.

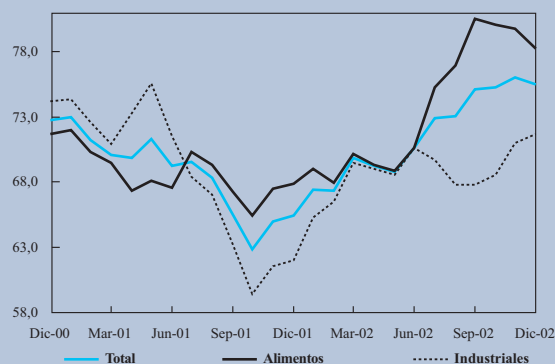
C. PRECIOS DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS

Los precios de los principales productos básicos se incrementaron de manera sostenida durante 2002, especialmente durante el segundo semestre del año. Así, el índice de precios promedio para el conjunto de los productos básicos de la revista *The Economist* se incrementó 4,8% con respecto al índice promedio de 2001 (Gráfico 36).

El incremento en los precios de los productos básicos fue resultado, en su mayor parte, del aumento en el índice de precios de los alimentos. El índice de precios promedio de los alimentos aumentó 7,8% en el año 2002, de acuerdo con la revista *The Economist*, principalmente, por la reducción de los inventarios motivada por factores climáticos. Por su parte, en 2002 el índice de precios de los bienes industriales se ubicó 0,7% por encima del nivel observado un año atrás.

Dado que se espera una recuperación frágil de la economía mundial en el año 2003, no se anticipan

GRÁFICO 36
ÍNDICE MENSUAL DE LOS PRECIOS DE LOS
PRINCIPALES PRODUCTOS BÁSICOS
 (1995 = 100)



Fuente: *The Economist*.

presiones de demanda sobre los precios de los productos básicos, en especial, de los bienes industriales, con excepción del precio del petróleo.

1. Petróleo

Durante 2002, el precio internacional del petróleo registró una tendencia ascendente resultado de la disminución en los inventarios de crudo mundial, especialmente en los Estados Unidos, y de la incertidumbre generada por el conflicto en el Medio Oriente. A pesar de este incremento sostenido de los precios, la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) mantuvo inalteradas sus cuotas de producción durante todo el año. Así, la cotización del petróleo WTI en 2002 fue, en promedio, US\$26,2 por barril, siendo superior en 0,8% a la observada en 2001 (Gráfico 37).

Desde finales de noviembre se observó un fuerte incremento en el precio del crudo como resultado, principalmente, de la crisis política de Venezuela y la mayor probabilidad de una guerra entre los Estados Unidos e Iraq, así como de los bajos niveles de inventarios. En efecto, la producción diaria de Venezuela en diciembre disminuyó, aproximadamente, dos millones de barriles, generando una fuerte reducción en los inventarios de petróleo del mundo y una gran incertidumbre en el mercado sobre el abastecimiento futuro. En consecuencia, al finalizar el mes de diciem-

GRÁFICO 37
PRECIO DEL PETRÓLEO WTI
BOLSA DE NUEVA YORK
 (DÓLARES POR BARRIL)



Fuente: Bloomberg.

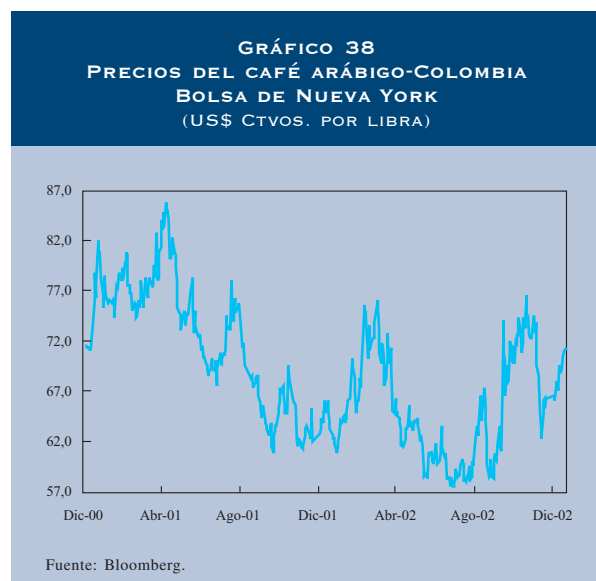
bre la cotización internacional del petróleo alcanzó los niveles más altos en los últimos dos años, ubicándose 16% por encima del nivel observado un mes atrás.

El comportamiento del precio del petróleo durante 2003 es incierto y depende, básicamente, de dos factores: en primer lugar, de la efectividad que tenga el aumento en 1,5 millones de barriles por día (mbd) en las cuotas de producción de la OPEP, las cuales serán efectivas a partir del 1 de febrero. En segundo lugar, del camino que tome el conflicto entre los Estados Unidos e Iraq y la situación política en Venezuela. Si la guerra con Iraq se concreta y la parálisis de la producción petrolera en Venezuela no se resuelve en corto tiempo, los inventarios de petróleo disminuirían aún más generando presiones sobre el precio del crudo, especialmente si la economía mundial comienza a dar señales sólidas de recuperación. Dado lo anterior, y teniendo en cuenta que se necesitan varios meses para que la producción de Venezuela se reestablezca en los niveles observados antes que se iniciara el paro nacional, se estima que el precio del petróleo WTI se ubique, en promedio, entre US\$28 y US\$30 por barril en 2003.

2. Café

En el último trimestre de 2002 se observó un incremento sostenido en el precio internacional del café. De esta forma, el precio promedio en este período

fue superior en 7,7% al nivel observado en igual período del año anterior, ubicándose en US\$69 centavos/libra. Sin embargo, este incremento no impidió que el precio promedio del año (US\$65,1 centavos/libra) fuera menor en 10,1% que el observado un año atrás (Gráfico 38).



El incremento en el precio del grano en el último trimestre del año es atribuido, en especial, al choque climático que afectó la cosecha en Brasil, y cuyas altas temperaturas y escasez de lluvias generaron incertidumbre sobre una posible disminución de la cosecha en 2003. El futuro comportamiento del precio del café sigue estando influenciado, en su mayor parte, por los factores vinculados a la oferta del producto. Según la Organización Internacional del Café (OIC)¹³ es posible que durante 2003 se observe una reducción en la producción de Brasil, consecuencia del ciclo bienal de la producción y la sequía¹⁴. De esta forma se espera que el precio promedio en 2003 se ubique por encima del observado en 2002.

¹³ Informe sobre el mercado del café, noviembre de 2002.

¹⁴ El ciclo bienal de la producción hace que a un año de buena cosecha le siga otro de cosecha floja.

IV

PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN

Como se señaló en el capítulo I (Evolución reciente de la inflación), en los últimos tres meses ha tenido lugar un aumento en la tasa de inflación, la cual superó en 0,99 puntos porcentuales la meta establecida por la JDBR para 2002. La principal explicación es el fuerte aumento en el precio de la papa, debido a factores transitorios de oferta. Sin embargo, la aceleración de la inflación también obedeció a un aumento en la inflación básica.

Debido a que la economía colombiana funciona desde hace varios años por debajo de su capacidad potencial, la reciente aceleración de la inflación básica sugiere presiones inflacionarias de costos asociadas, principalmente, a los efectos que tiene la devaluación sobre los precios de los bienes transables.

La reciente aceleración de la inflación básica, y el incumplimiento puntual de la meta en 2002, pueden llevar a un aumento en las expectativas de inflación. Ello, aunado a las presiones inflacionarias originadas en la devaluación y al efecto transitorio sobre el nivel de precios de la extensión del IVA, compromete el logro de las metas futuras de inflación.

Los pronósticos de inflación muestran que es necesario controlar las expectativas inflacionarias con el fin de lograr el cumplimiento de la meta en 2003. Como se indicó anteriormente, esto sugiere la necesidad de un cambio en la postura de la política monetaria.

En los últimos meses ha tenido lugar una evolución favorable en el entorno macroeconómico colombiano, que debería facilitar la política de estabilización de precios en el mediano y largo plazos. En el frente interno sobresale la aprobación de las reformas estructurales y el nuevo programa de ajuste con el

FMI. A nivel externo, la relativa apertura de los mercados de capitales a la emisión de bonos, que podría traducirse en una mayor estabilidad cambiaria.

Sin embargo, también existen factores que podrían generar o mantener presiones alcistas sobre la inflación. Es el caso de los efectos de la reforma al IVA, el incremento de las tarifas de energía eléctrica, el desmonte del subsidio a los combustibles y sus altos precios internacionales junto con el de algunos productos básicos importados. Adicionalmente, la alta devaluación que se ha observado desde el segundo semestre del año pasado, puede seguir transmitiéndose a los precios a través de mayores costos. A lo anterior se suma la incertidumbre sobre el desarrollo de la crisis venezolana, y los pronósticos de menor crecimiento para la economía mundial en 2003. Estos factores podrían mantener o incrementar las expectativas de devaluación con consecuencias negativas sobre la inflación.

En este capítulo se presentan los pronósticos de inflación del Banco, haciendo énfasis en los cambios efectuados en los supuestos frente al informe de septiembre. Así mismo, se identifican los principales factores de incertidumbre, tanto positivos como negativos, que acompañan dichos pronósticos, junto con sus balances de riesgo.

A. EL ENTORNO EXTERNO

El cambio más importante a nivel externo lo constituye la significativa disminución de la percepción de riesgo de los mercados financieros internacionales

hacia América Latina durante el cuarto trimestre. Esta evolución ha permitido una rápida corrección de las primas de riesgo soberano a partir de octubre que se transmitió, aunque durante poco tiempo, a la tasa de cambio.

En la actualidad hay señales que sugieren que los flujos de capital podrían estar retornando parcialmente a América Latina. Sin embargo, no hay ninguna indicación de que la mejoría en los flujos de capital vaya a ser creciente. Los mercados aún se mantienen aversos al riesgo por la delicada situación internacional, y la falta de contundencia en el crecimiento económico de América Latina.

Para el presente informe se supone que durante 2003 se mantiene la apertura parcial de los mercados financieros para América Latina. En el caso de Colombia, esto significa que el Gobierno podrá acceder a los recursos externos programados. Así mismo, se supone que los flujos netos de capital privado no se reducirán frente a los niveles observados el año pasado. Estos factores facilitarían cierto relajamiento de las presiones cambiarias.

Sin embargo, las presiones inflacionarias por concepto de la devaluación no van a desaparecer. En primer lugar, la devaluación en los últimos seis meses ha sido considerable, por lo que es probable que su efecto se siga transmitiendo sobre la inflación en la medida en que más sectores económicos actualicen sus precios.

En segundo lugar, no todos los cambios en las condiciones externas favorecen la estabilidad cambiaria. En los últimos meses las perspectivas de crecimiento de la economía mundial para 2003 se redujeron frente al escenario contemplado en el informe anterior, arrastradas por la mayor posibilidad de un conflicto bélico en el Medio Oriente y por los bajos niveles de confianza que aún exhiben los inversionistas y consumidores norteamericanos. Para Colombia, el menor crecimiento mundial reduce las perspectivas de crecimiento del sector externo, a través de un menor volumen exportado o de menores términos de inter-

cambio, aumentando el riesgo soberano y las expectativas de devaluación.

En el caso de los Estados Unidos, por ejemplo, se redujo el pronóstico de crecimiento de 3,1% a 2,7%, de acuerdo con las proyecciones de *Consensus Forecast*. La reducción en las perspectivas de crecimiento en el caso de los países de la zona del euro es inclusive mayor (capítulo III).

Algo similar puede decirse respecto de la actual situación venezolana. En las últimas semanas ha quedado claro que el conflicto político en ese país tendrá repercusiones más negativas sobre su desempeño económico que lo previsto hace algunos meses. Esto ha obligado a reducir los pronósticos de crecimiento para Venezuela que se incorporan en los modelos de balanza de pagos y de inflación del Banco respecto a lo que se supuso en el informe de septiembre (capítulo III).

El menor crecimiento en Venezuela podría tener importantes repercusiones en la economía colombiana por el tamaño del comercio binacional y por la importancia de su mercado para sectores claves como la industria y el comercio. No se descarta una reducción significativa de las exportaciones hacia ese país durante 2003, teniendo en cuenta la alta elasticidad de nuestras ventas al crecimiento económico de esta Nación. La situación anterior podría conducir a una reducción de la oferta de divisas de alguna consideración y a una aceleración en el ritmo de devaluación. La alta volatilidad registrada en el mercado cambiario colombiano durante las primeras semanas de enero de 2003 podría tener su origen en este fenómeno.

De otro lado, como se ha señalado en informes anteriores, menores expectativas de crecimiento para la economía mundial y para nuestros principales socios comerciales no necesariamente conducen a mayores presiones inflacionarias. Si el escaso crecimiento económico mundial tiene lugar en un entorno de baja inflación, es probable que venga acompañado del ejercicio de una política monetaria laxa de parte de los

bancos centrales de las principales economías, con lo cual cabe esperar menores tasas de interés internacionales. Teniendo en cuenta la fragilidad de la recuperación económica, el presente informe le asigna una mayor probabilidad a un escenario de bajas tasas externas durante 2003.

Finalmente, el entorno externo también afecta las tendencias de la inflación en Colombia a través de su efecto sobre la demanda. En Colombia, sin embargo, este efecto no es el más importante dada la baja participación de las exportaciones en el producto. Aún así, las proyecciones de inflación que aquí se presenta contemplan menores presiones sobre la inflación por este concepto.

En síntesis, para este informe se supone que el conjunto de factores externos que ya se identificaron, podrían generar menores presiones sobre el tipo de cambio nominal que las que se esperaban en el informe de septiembre. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que los canales de transmisión de las variables externas hacia el tipo de cambio y la inflación son particularmente complejos y difíciles de estimar, por lo que estas predicciones están sometidas a un alto nivel de incertidumbre.

B. EL ENTORNO DOMÉSTICO

En los últimos meses se han hecho avances importantes en materia de estabilidad macroeconómica gracias a las reformas estructurales aprobadas por el Congreso de la República. Esta situación, unida a la mejoría en las condiciones de seguridad interna y a la aceleración del crecimiento en los últimos trimestres, ha contribuido a incrementar los niveles de confianza en la economía frente a la situación prevaleciente en septiembre, compensando parcialmente el efecto de las menores perspectivas de crecimiento externo.

En términos de la inflación, las mejores condiciones internas tienen dos efectos. En primer lugar, tienden a reducir las presiones sobre el tipo de cambio y por

esta vía sobre la inflación, sumándose a los efectos favorables identificados en la sección anterior y que se derivan de las mejores condiciones externas.

En segundo lugar, las mayores perspectivas de crecimiento pueden generar presiones sobre precios en determinadas circunstancias. Para el presente informe se supone que la mayor confianza que muestran consumidores e inversionistas permitirá una ligera aceleración del crecimiento económico durante 2003 frente al que se observó en 2002. Este crecimiento estaría impulsado por la demanda interna privada, ya que el gasto público deberá reducirse para cumplir las metas del acuerdo con el FMI. De otro lado, la demanda externa tendrá un crecimiento limitado por la situación internacional.

Los pronósticos de inflación del Banco suponen un crecimiento similar al contemplado en la meta del Gobierno (2,0%), el cual resulta mayor que el estimado para 2002 (1,6%). El crecimiento de 2003, a su vez, disminuye frente al previsto por el Gobierno en sus pronósticos de septiembre (2,5%), como consecuencia del deterioro en el crecimiento externo. Las estimaciones del Banco sugieren, así mismo, que el crecimiento previsto por el Gobierno para 2003 es compatible con la disponibilidad de recursos financieros externos anunciados y con un flujo de inversión extranjera neta similar al observado en 2002. Por las mismas razones, también resulta compatible con un escenario de estabilidad cambiaria.

Un crecimiento como el señalado no debería generar presiones inflacionarias de demanda, a menos que se presente en un contexto de crecientes expectativas inflacionarias y de baja credibilidad en las metas de inflación del Emisor. A noviembre, los diferentes indicadores de utilización de capacidad instalada seguían marcando niveles históricamente bajos y las estimaciones efectuadas por el Banco para la brecha del producto (PIB observado - PIB potencial) seguían siendo negativas por un amplio margen. De otro lado, el desempleo sigue siendo alto y no se espera un cambio fundamental de esta variable en los próximos trimestres.

Teniendo en cuenta lo anterior, este informe contempla una brecha del producto un poco más negativa que la prevista en el informe anterior. La ampliación de la brecha se justifica por una ligera aceleración en la tasa de crecimiento de producto potencial, en vista de un comportamiento más dinámico de la inversión durante 2002 frente al previsto en informes anteriores. Por lo tanto, en esta oportunidad se mantiene la evaluación efectuada en el informe anterior en el sentido de que, en principio, durante 2003 no deberían presentarse importantes presiones inflacionarias de demanda.

Otros aspectos del nuevo entorno doméstico no son tan favorables para el control de la inflación. Quizás el más preocupante de ellos y en el cual las autoridades monetarias han concentrado una gran atención es el de las expectativas de inflación. Dicha variable sigue siendo de mucha importancia en la definición de las tendencias de la inflación en Colombia, dado que todavía permanecen intactos los mecanismos de indexación en contratos privados y normas oficiales sobre salarios y precios.

A la fecha de redacción de este documento, la información relativa a expectativas era limitada y no se conocían los datos de la encuesta de expectativas del Banco. Sin embargo, información indirecta sugiere que las expectativas de inflación podrían haber repuntado, luego de varios años de caer continuamente. Una evidencia al respecto es el empinamiento que registró la curva de rendimientos de los TES como respuesta al repunte de la inflación en noviembre (capítulo II). Algo similar pudo acontecer con el reajuste del salario mínimo (en 7,44%) y con la aceleración en el ritmo de ajuste de los salarios industriales (capítulo II).

El incumplimiento de meta de inflación en cerca de un punto porcentual seguramente ha contribuido a incrementar las expectativas para 2003. Aunque su incumplimiento no puede asociarse con una política monetaria demasiado laxa, sí podría generar dudas sobre el compromiso de la autoridad monetaria con su política en materia de estabilidad de precios en el

largo plazo, y en especial con el cumplimiento de la meta de 5,5% para 2003. Lo anterior es particularmente válido para un público poco informado, que no reconoce la diferencia entre inflación básica (de origen monetario) e inflación total y que es el que tiene bajo su responsabilidad el grueso de los ajustes de precios y salarios. El panorama se complica si se tiene en cuenta que los mercados se encuentran a la expectativa de presiones sobre precios por concepto de la reforma al IVA y por los altos reajustes anunciados para precios como los de la gasolina y la energía.

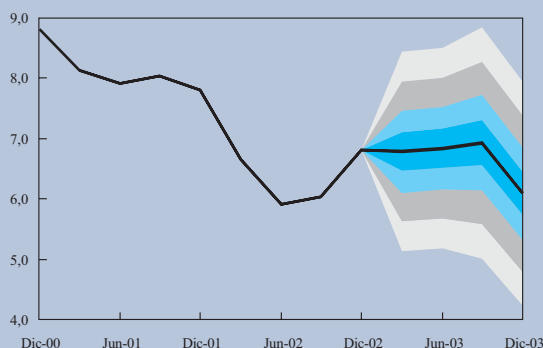
En las proyecciones de inflación que se presentan en este informe se supone un incremento de las presiones inflacionarias originadas en mayores tasas de inflación frente a las previstas en el informe de septiembre. Se espera que estas presiones se manifiesten durante el primer trimestre del año principalmente, período durante el cual las empresas y consumidores concentran la actualización de sus precios y salarios.

C. LOS PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN

Con información de precios a diciembre, el Banco de la República proyecta una inflación total al consumidor de 6,1% para el promedio del cuarto trimestre de 2003. Este pronóstico es superior en 0,6 puntos porcentuales frente al presentado por el Banco en su informe de septiembre. Así mismo, este pronóstico está ligeramente por encima del rango de 5% a 6% establecido por el Emisor como meta de inflación para 2003. Cabe señalar, sin embargo, que el pronóstico en cuestión no es incompatible con una inflación a diciembre inferior al 6%. De hecho, si se tiene en cuenta que la senda proyectada es decreciente a lo largo de todo 2003, es factible que diciembre exhiba una inflación al consumidor por debajo de la esperada para el cuarto trimestre (Gráfico 39).

El incremento en el pronóstico de inflación total al consumidor en este informe tiene que ver con el aumento en los pronósticos de inflación de alimentos

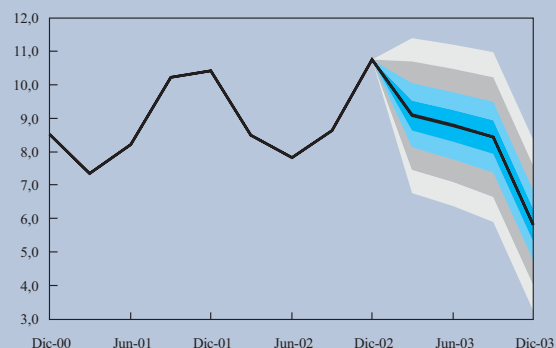
GRÁFICO 39
PROYECCIÓN DE LA INFLACIÓN TOTAL AL CONSUMIDOR PARA EL AÑO 2003
 (ESCENARIO CENTRAL Y BALANCE DE RIESGOS)



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

Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 40
PROYECCIÓN DE LA INFLACIÓN DE ALIMENTOS PARA EL AÑO 2003
 (ESCENARIO CENTRAL Y BALANCE DE RIESGOS)



| Período | 90% | | | | | | |
|---------|-----|-----|-----|---------|-----|------|------|
| | 50% | | | Central | 25% | | |
| Mar-03 | 6,8 | 8,1 | 8,6 | 9,1 | 9,5 | 10,0 | 11,4 |
| Jun-03 | 6,4 | 7,8 | 8,3 | 8,8 | 9,2 | 9,8 | 11,2 |
| Sep-03 | 5,9 | 7,4 | 7,9 | 8,4 | 8,9 | 9,5 | 11,0 |
| Dic-03 | 3,3 | 4,7 | 5,3 | 5,8 | 6,3 | 6,8 | 8,3 |

Fuente: Banco de la República.

principalmente. Mientras en el informe de septiembre se esperaba una inflación de alimentos de 2,8% para el promedio del cuarto trimestre de 2003, en la actualidad el pronóstico se ha subido a 5,8% (Gráfico 40). El incremento se explica porque en la actualidad se supone que la devaluación puede tener un efecto mayor sobre el precio de algunos alimentos procesados como aceites, grasas y cereales que el que se previó en el informe anterior. Así mismo, se espera que los precios internacionales de estos mismos productos y del cacao presionen al alza los precios domésticos.

Al respecto, cabe señalar que parte del incremento de los precios de los alimentos durante el cuarto trimestre de 2002 se debió a reajustes en precios de alimentos transables y estuvieron asociados con la

aceleración de la devaluación y con el incremento de los precios internacionales de varias materias primas asociadas (capítulo I).

De todas maneras, los modelos del Banco siguen pronosticando una reducción en la inflación de alimentos como consecuencia de una corrección a la baja importante en los precios de la papa y de algunos otros productos agrícolas, así como por los menores ajustes en el precio de la carne y sus sustitutos, en vista de que la ganadería colombiana debe entrar en fase de liquidación durante este año. Así mismo, para finales del año no se esperan ajustes en los precios de los alimentos procesados y transables, lo que debe contribuir a la disminución de la inflación anual de este subgrupo dados los altos incrementos en sus precios registrados en el cuarto trimestre de 2002.

El pronóstico de alimentos que aquí se presenta supone la presencia de un fenómeno moderado de El Niño hasta mediados de año, como igualmente se hizo en el informe anterior¹⁵. El efecto de un fenómeno de esta naturaleza sobre el régimen de lluvias en Colombia es difícil de predecir, aunque suele ir acompañado de reducciones en sus niveles muy localizados geográficamente. Por esta misma razón, su impacto sobre los precios de los alimentos suele ser limitado y mucho menor que el que se observa en situaciones en las cuales el fenómeno se cataloga como fuerte.

Con respecto a la inflación sin alimentos (inflación básica), en este informe el pronóstico para el promedio del cuarto trimestre se sitúa en 6,2%, disminuyendo frente al presentado en el informe de septiembre (6,6%). El pronóstico del Banco indica que la inflación anual sin alimentos puede incrementarse hasta el tercer trimestre y luego comienza a descender (Gráfico 41).

En el presente informe también se presentan, por primera vez, los pronósticos de inflación sin alimentos para 2004. De acuerdo con ellos, para ese año la inflación sin alimentos continuaría descendiendo y alcanzaría un nivel de 4,7% para el promedio del cuarto trimestre de dicho año (Gráfico 41).

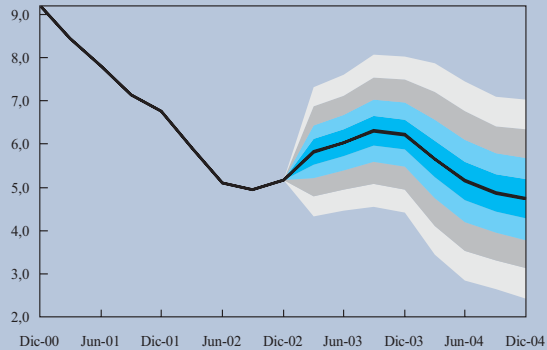
En términos generales, los pronósticos de inflación sin alimentos, para 2003 y 2004 disminuyeron frente a los obtenidos hace tres meses. Esto fue posible gracias a la menor devaluación nominal y una brecha más amplia y negativa del producto esperadas en esta oportunidad.

D. LOS FACTORES DE INCERTIDUMBRE

Como es usual, los pronósticos ya presentados están sometidos a diferentes fuentes de incertidumbre. La más importante de ellas tiene que ver con la devaluación

¹⁵ Desde julio de 2002, la NOAA confirmó la presencia de El Niño.

GRÁFICO 41
PROYECCIÓN DE LA INFLACIÓN SIN ALIMENTOS
PARA LOS AÑOS 2003 Y 2004
(ESCENARIO CENTRAL Y BALANCE DE RIESGOS)



| Período | 90% | | | | | | |
|---------|-----|-----|-----|------------|-----|-----|-----|
| | 50% | | | Central | 25% | | |
| Mar-03 | 4,3 | 5,2 | 5,5 | 5,8 | 6,1 | 6,4 | 7,3 |
| Jun-03 | 4,5 | 5,4 | 5,7 | 6,0 | 6,3 | 6,7 | 7,6 |
| Sep-03 | 4,6 | 5,6 | 6,0 | 6,3 | 6,6 | 7,0 | 8,1 |
| Dic-03 | 4,4 | 5,5 | 5,9 | 6,2 | 6,6 | 7,0 | 8,0 |
| Mar-04 | 3,4 | 4,7 | 5,2 | 5,6 | 6,1 | 6,6 | 7,9 |
| Jun-04 | 2,8 | 4,2 | 4,7 | 5,1 | 5,6 | 6,1 | 7,5 |
| Sep-04 | 2,6 | 3,9 | 4,4 | 4,9 | 5,3 | 5,8 | 7,1 |
| Dic-04 | 2,4 | 3,8 | 4,3 | 4,7 | 5,2 | 5,7 | 7,0 |

Fuente: Banco de la República.

lación y su efecto sobre la inflación. Para que el escenario más optimista en materia de devaluación contemplado en este informe se concrete, se requiere que los mercados de capital mantengan su disposición de financiar a Colombia. Esto, a su vez, exige que la percepción de riesgo sobre la región no se deteriore, para lo cual es indispensable que varios países de la región allanen el camino hacia una mayor estabilidad macroeconómica y que las perspectivas de crecimiento mundial no se deteriores mucho más. Así mismo, supone que Colombia cumpla con las metas del acuerdo con el FMI y que se completen exitosamente las reformas estructurales al Estado, parte de las cuales serían sometidas a consideración de la ciudadanía a través del referendo. El incumplimiento de alguno de estos supuestos podría lesionar

la confianza de los inversionistas en Colombia y generar presiones cambiarias e inflacionarias adicionales no contempladas en los pronósticos reseñados.

Una segunda fuente de incertidumbre proviene de los precios de los alimentos. Como ya se ha expuesto, la reducción de la inflación total podría depender exclusivamente de una disminución importante (en cerca de 5,0 puntos porcentuales) en la inflación de alimentos. Si bien, los modelos del Banco anticipan una corrección en los precios de los alimentos perecederos, la cual ya se empezó a registrar en diciembre, la magnitud de esta corrección es muy incierta y difícil de pronosticar según lo sugiere la experiencia. Además, para 2003 no se puede descartar completamente que efectos adversos en los precios de los alimentos por cuenta del fenómeno de El Niño, aun así este sea de naturaleza moderada.

Para 2003 también podrían registrarse incrementos mayores que los aquí previstos en los precios internacionales de varios alimentos importados o transados internacionalmente (cereales, aceites y cacao), dependiendo de variables climáticas y del comportamiento de la demanda mundial (capítulo III). De presentarse, estos repuntes se concentrarían en la primera mitad del año, pero podrían ceder en el segundo semestre, disminuyendo las presiones sobre los precios domésticos.

Un incremento de los precios del petróleo por encima de los niveles contemplados en este informe tampoco se puede descartar en las actuales circunstancias y podría ser una fuente de incertidumbre sobre la inflación. Sin embargo, se considera que su efecto

directo sobre los precios podría ser más que compensado por la mejor posición en cuenta corriente que implicaría para el país, lo que supondría menores presiones sobre el tipo de cambio y la inflación.

También para 2003 se esperan incrementos en las tarifas de energía eléctrica por encima de la meta, que podrían afectar la inflación total al consumidor, a lo largo del año. Así mismo, se espera que la reforma al IVA ejerza una presión alcista sobre la inflación, especialmente a comienzos de año, cuando las firmas tienden a ajustar sus precios. A juzgar por la evidencia histórica, el efecto del IVA sobre la inflación no debería ser significativo y sería de carácter transitorio.

Finalmente, la magnitud en que se incrementen las expectativas de inflación y su efecto final sobre los precios son otra gran fuente de incertidumbre, dada la escasa información disponible. Muy probablemente, tan pronto se efectúan los reajustes del comienzo de año habrá mayor claridad al respecto y podrán afinarse los pronósticos para fin de año y para 2004.

Teniendo en cuenta que la mayoría de los factores de incertidumbre puede conducir a una inflación superior a la proyectada, la senda central de todos los pronósticos se acompaña de una senda central sesgada hacia arriba. El sesgo, sin embargo, se redujo frente a lo presentado en el informe de septiembre intentando recoger la posibilidad de menores presiones inflacionarias de demanda por cuenta de los riesgos que enfrenta el crecimiento y por el efecto favorable sobre la devaluación que podría tener un incremento adicional del precio internacional del petróleo, entre otras razones.

PROYECCIONES DE ANALISTAS LOCALES Y EXTERNOS SOBRE LAS PRINCIPALES VARIABLES MACROECONÓMICAS

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

PROYECCIONES PARA 2003

En el Cuadro, se detallan las proyecciones realizadas para el año 2003. El cambio más importante en el pronóstico de los analistas locales en el último trimestre corresponde a la inflación. En términos generales, la inflación esperada aumentó con relación a la proyección que se había reportado en el informe anterior. En la actualidad, el pronóstico de inflación de los analistas locales es 6,3%, 0,6 puntos porcentuales más que el presentado en septiembre. Este incremento en las proyecciones de inflación se asocia con el hecho que la inflación en 2002 se ubicó 99 pb por encima de la meta.

CUADRO
PROYECCIÓN DE LAS PRINCIPALES VARIABLES MACROECONÓMICAS PARA 2003

| | Fecha de la proyección | Crecimiento del PIB real % | Inflación IPC % | Tasa de cambio nominal (fin de) | DTF nominal % | Déficit (% del PIB) Fiscal 1/ Cta. Cte. | | Tasa de desempleo % | |
|------------------------------|------------------------|-------------------------------|--------------------|------------------------------------|------------------|--|--------------|------------------------|-------------|
| Analistas locales | | | | | | | | | |
| | Revista Dinero | 20-Ene-03 | 2,2 | 6,8 | 3.094 | 10,0 | (2,8) | (2,1) | 16,0 |
| | Suvalor-Corfinura | 20-Nov-02 | 2,4 | 6,0 | 2.950 | 9,2 | n.d. | n.d. | n.d. |
| | Corfivalle | 15-Ene-03 | 2,5 | 6,0 | 3.110 | 9,7 | (3,0) | (2,0) | 15,0 |
| | ANIF | 16-Ene-03 | 2,3 | 5,5 | 3.094 | 10,0 | (2,5) | (2,2) | - |
| | Fedesarrollo | 16-Ene-03 | 2,4 | 7,0 | 3.111 | 10,0 | (2,6) | (2,4) | 16,0 |
| | Promedio | | 2,4 | 6,3 | 3.072 | 9,8 | (2,7) | (2,2) | 15,7 |
| Analistas externos 2/ | | | | | | | | | |
| | Goldman Sachs | 10-Ene-03 | 1,5 | 5,5 | 2.612 | | (2,4) | (1,6) | |
| | IDEA global | 15-Ene-03 | 2,8 | 6,5 | 2.930 | | (2,7) | (2,6) | |
| | J. P. Morgan | 13-Ene-03 | 1,7 | 5,7 | n.d. | | (2,6) | (1,6) | |
| | Deutsche Bank | 09-Ene-03 | 2,2 | 6,0 | 3.017 | | (4,6) | (2,8) | |
| | Promedio | | 2,1 | 5,9 | 2.853 | | (2,6) | (2,2) | |

n. d. No disponible.

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

2/ Informe ¿Cómo nos ven afuera?, SMT, 23 de enero de 2003.

En cuanto a la tasa de cambio para el año 2003, la devaluación esperada por los analistas locales siguió modificándose al alza respecto al pronóstico presentado en el informe anterior. Los analistas locales esperan una devaluación nominal de 7,6% para 2003, cuando hace tres meses esperaban 3,8%.

Los analistas siguen esperando un mejor desempeño de la economía este año. En esta ocasión el promedio de las proyecciones para el crecimiento del PIB fue 2,4%, similar al presentado en el informe de septiembre.

Finalmente, los analistas locales coinciden en que este año se dará cumplimiento al programa de ajuste de las finanzas públicas. Para 2003 el déficit fiscal consolidado esperado es 2,7% del PIB, cifra muy cercana a la establecida en el acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (2,5%).

Los analistas extranjeros comparten la visión de los analistas locales. Para 2003 modificaron su pronóstico de inflación al alza (aunque el promedio se mantiene dentro del rango de meta establecido para este año), al igual que el de la tasa de cambio nominal. De igual manera, prevén un importante ajuste de las finanzas públicas, así como un mejor desempeño de la economía frente al observado en 2002.

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