



INFORME SOBRE INFLACIÓN
MARZO DE 2002

BANCO DE LA REPÚBLICA

PRESENTACIÓN, RESUMEN Y CONCLUSIONES

EVALUACIÓN DE LA SITUACIÓN INFLACIONARIA A MARZO DE 2002

✠ Al finalizar el primer trimestre del año 2002, la inflación anual al consumidor fue de 5,9%, nivel inferior en 1,9 puntos porcentuales al registro de marzo del año anterior y en 1,7 puntos porcentuales con respecto a diciembre de 2001. Esta inflación anual es la menor para un marzo desde 1962. En los últimos meses la inflación anual al consumidor ha venido reduciéndose de manera ininterrumpida y acelerada luego de exhibir un período de relativa estabilidad entre febrero y noviembre del año pasado.

✠ Con la cifra de marzo, la inflación anual se sitúa, por primera vez en el año, por debajo de la meta de inflación establecida para el año 2002 (6%).

✠ La reducción de la inflación anual en el primer trimestre se observó en todos los grandes grupos de la canasta del índice de precios al consumidor (IPC), pero principalmente en alimentos, transporte y comunicaciones. En el primer caso, esto ha sido posible gracias a la buena oferta registrada en alimentos como la papa, y a la menor intensidad con que se ha presentado la fase de retención ganadera. En cuanto a transporte, la reducción de los precios del petróleo a nivel internacional desde el segundo trimestre del año pasado y hasta febrero del presente, unido a la baja devaluación, permitieron estabilizar el precio interno de los combustibles en el primer trimestre.

✠ Según la clasificación económica de la canasta al consumidor, en el primer trimestre se presentaron reducciones similares y significativas en la inflación anual de los bienes transables y no transables. A marzo, la inflación anual de los transables (5,8%) era ligeramente inferior a la de los no transables (6,0%). Los bienes transables se han favorecido por la revaluación nominal del peso con respecto al dólar y por la menor inflación internacional.

✠ En los primeros tres meses del año, la inflación básica mantuvo su tendencia decreciente. Al finalizar el primer trimestre del año 2002 el promedio de las medidas de inflación básica (el IPC sin alimentos, el núcleo inflacionario, y el IPC sin alimentos primarios, combustibles y servicios públicos) fue de 5,6%, inferior en 1,1 puntos porcentuales a la de diciembre de 2001 y en 2,3 puntos porcentuales a la de marzo de ese año. Con respecto a diciembre, el indicador que más cayó fue la inflación núcleo (1,4 puntos porcentuales), seguido del IPC sin alimentos (1,1 puntos porcentuales) y del IPC sin alimentos primarios, combustibles y servicios públicos (0,7 puntos porcentuales). Todos los indicadores de inflación básica a marzo se situaron en el mismo nivel o por debajo de la meta inflacionaria establecida para 2002.

✠ En el primer trimestre, la inflación anual del productor fue sólo 3,6%, 3,3 puntos porcentuales por debajo de la cifra observada en diciembre de 2001. La inflación anual del productor de

marzo es la menor observada para cualquier mes desde que existen estadísticas confiables para este indicador (1970). Además, la inflación anual de consumo final, el componente del índice de precios del productor (IPP) más cercano a la canasta del IPC, se situó en marzo en 4,3%, mostrando una caída de 4,2 puntos porcentuales con respecto a diciembre de 2001.

✚ De acuerdo con la clasificación por procedencia, la caída de la inflación anual del productor en los tres últimos meses, es consecuencia del menor crecimiento anual de precios tanto de los bienes producidos y consumidos, como de los bienes importados. En la clasificación industrial, la desaceleración de la inflación del productor en el último trimestre se explica por la reducción de la inflación anual de todos los grupos de la canasta, aunque fue particularmente importante en el caso de los bienes manufacturados y de origen agropecuario.

✚ La reducción de la inflación en los primeros meses del año tiene varias explicaciones. En primer lugar, en los últimos meses nuevamente se registró una importante reducción de las expectativas de inflación, tal como lo indica la disminución de la inflación básica y los bajos reajustes que se observan en los precios de varios bienes tradicionalmente indexados (servicios públicos y educación, entre otros). Esto, en parte, ha sido el resultado de una política monetaria que ha ganado credibilidad en los últimos tiempos gracias a que ha sido coherente con las metas de inflación establecidas por la Junta Directiva del Banco de la República y con el objetivo de la estabilización de precios en el largo plazo. En segundo lugar, la menor devaluación nominal del peso desde mediados del año pasado y la baja inflación internacional han permitido mantener una baja inflación en el caso de los bienes transables. En tercer lugar, la amplia disponibilidad de capacidad instalada sin utilizar, señal de una demanda agregada débil, ha hecho posible que el crecimiento económico no se traduzca en presiones inflacionarias. Y, por último, la oferta de alimentos ha sido relativamente amplia en los últimos meses, permitiendo un descenso importante de sus precios.

✚ En lo que resta del año, algunos de estos factores se mantendrían, por lo que no se prevén repuntes considerables de la inflación, que pongan en peligro la meta del 6%. Debe señalarse, sin embargo, que la favorable coyuntura de los precios de los alimentos, muy probablemente desaparecerá en el segundo semestre. El bajo nivel que exhiben en la actualidad los precios relativos de la papa y otros alimentos de origen primario, unido a los efectos sobre la productividad del anunciado fenómeno de "El Niño", pueden afectar la oferta de alimentos el resto del año, con el consiguiente repunte en sus precios. A lo anterior se suman incrementos adicionales en el precio de la carne y sus sustitutos, como consecuencia de la menor oferta que genera la fase de retención ganadera actual. Finalmente, al término del trimestre volvieron a surgir presiones inflacionarias por el incremento en el precio internacional del petróleo, que probablemente se mantendrá el resto del año, provocando repuntes en los precios domésticos de combustibles y transporte.

✚ Con las cifras del primer trimestre, la inflación proyectada por el Banco de la República para finales de 2002 se redujo frente a lo presentado en el Informe sobre Inflación de diciembre último. De acuerdo con la senda central del pronóstico del Banco, la inflación anual promedio para el cuarto trimestre de 2002 será de 5,0%, por debajo del pronóstico efectuado hace tres meses (5,8%). Este pronóstico está acompañado de un balance de riesgos sesgado hacia arriba en vista de las posibles presiones inflacionarias que podrían presentarse a nivel de los precios de los alimentos y de los combustibles y de una devaluación mayor. Por su parte, la combina-

ción de pronósticos utilizando los modelos estructurales de la Subgerencia de Estudios Económicos (SGEE) predice una inflación de 5,6% en diciembre, también menor que la presentada a finales del año anterior (6,4%).

✘ Con cifras a marzo, los pronósticos del Banco de la República siguen mostrando una inflación básica decreciente en lo que resta del año. La senda central de la proyección prevé una inflación básica (IPC sin alimentos) de 3,8% para el promedio del cuarto trimestre de 2002. Para el promedio del cuarto trimestre de 2003 se espera una inflación básica de 3,5%.

✘ Los pocos indicadores disponibles sobre actividad real sugieren que durante el primer trimestre del año la economía siguió creciendo, aunque lentamente. Esta apreciación se basa en el comportamiento de indicadores, como la demanda de energía eléctrica a marzo y los préstamos a constructores en el primer trimestre, entre otras variables. El crecimiento en estos primeros tres meses deberá estar sustentado sobre todo por el consumo de hogares, como lo sugiere el buen comportamiento de las ventas de vehículos nuevos a marzo, de las compras con tarjetas de crédito a dicho mes, de la venta de bebidas por parte de la industria y de la dinámica de las importaciones de bienes de consumo a enero. En cuanto a la inversión, se espera que ésta no sea tan dinámica como la del año anterior, en especial por el impacto que tendrá el programa de ajuste fiscal del Gobierno Central, pero se considera que podrá seguir exhibiendo crecimientos positivos, gracias al comportamiento de la inversión en vivienda. Finalmente las exportaciones, no fueron una fuente importante de crecimiento en los primeros meses del año, dada la desaceleración de las ventas a Venezuela y las dificultades que enfrentaron las exportaciones no tradicionales a los Estados Unidos.

✘ Para lo que resta del año, se mantienen condiciones favorables al crecimiento como son las bajas tasas de interés, la estabilidad cambiaria, los mayores niveles de empleo, el creciente flujo de remesas provenientes del exterior y los incrementos en los precios del petróleo. Estas circunstancias permiten esperar una tasa de crecimiento positiva en los próximos trimestres. Aún así, subsisten grandes fuentes de incertidumbre, dentro de las que se destaca las dudas que han surgido sobre la aprobación de las preferencias arancelarias andinas en un futuro cercano. Este es un requisito indispensable para facilitar la recuperación de la industria, en especial si se tienen en cuenta las perspectivas desfavorables que enfrentan las ventas a Venezuela. Así mismo, todavía no es claro si las reformas estructurales necesarias para ajustar las finanzas públicas en el largo plazo van a ser implementadas en su totalidad y en el tiempo adecuado, especialmente teniendo en cuenta el cambio de Gobierno el próximo 7 de agosto. Estas circunstancias, unidas a la situación actual de orden público, pueden conducir a consumidores e inversionistas a aplazar algunos de sus gastos. El reciente deterioro de las expectativas de industriales y consumidores es un indicio desfavorable en este sentido.

✘ El crecimiento previsto para 2002 no deberá generar presiones inflacionarias importantes en este año, si se tiene en cuenta que la economía sigue funcionando por debajo de su potencial. Las cifras de Fedesarrollo sobre utilización de capacidad instalada a febrero, menores que las de febrero del año pasado, así lo muestran. De hecho, el importante esfuerzo de inversión realizado por los empresarios en 2001, y que se reflejó en un alto volumen de importaciones de bienes de capital, puede haber dejado la economía con una amplia capacidad productiva para atender crecimientos importantes de la demanda, sin arriesgar la estabilidad de los precios.

✚ Gracias a la reducción de la inflación, en los tres primeros meses del año la Junta Directiva pudo disminuir las tasas de interés de intervención del Banco de la República en dos oportunidades. En conjunto, se efectuaron reducciones por 125 puntos básicos (pb) en todas las tasas con excepción de la lombarda de contracción, la cual se redujo en 100 pb. Al final de marzo, el nivel de las tasas era el siguiente: lombarda de expansión: 11,0%, subasta de expansión: 7,25%, subasta de contracción: 6,25%, y lombarda de contracción: 5,25%.

✚ Adicionalmente, en el primer trimestre, la Junta Directiva otorgó liquidez permanente mediante el ejercicio de opciones para la acumulación de reservas internacionales por US\$101,5 millones.

✚ Durante el primer trimestre, la tasa de interés interbancaria se redujo en línea con la disminución de las tasas del Banco, situándose en marzo en 7,6%. Las demás tasas del mercado también mostraron una tendencia descendente en términos nominales. La reducción fue sustancial en el caso de las tasas de los créditos de consumo y de tarjetas de crédito y menor en el de créditos de tesorería y preferencial y en la DTF.

✚ En marzo, la Junta Directiva adoptó una nueva línea de referencia para la base monetaria. El crecimiento anual promedio de la base monetaria para el año 2002 implícito en esta línea es de 14,4%.

✚ En el último mes, la base monetaria estuvo dentro de los niveles esperados por la línea de referencia expuesta por la Junta a comienzos de marzo. Al finalizar el mes, los promedios móviles de orden 20 y 45 de la base monetaria se situaban muy cerca de sus respectivas líneas de referencia. Por su parte, el agregado más amplio de liquidez (M3) redujo su ritmo de crecimiento en los primeros tres meses del año frente a lo observado en el cuarto trimestre de 2001. Este quiebre en su tendencia se explica por la reducción de los CDT, que no pudo ser contrarrestada por el mayor crecimiento de cuentas corrientes, efectivo y Repos con la Tesorería General de la Nación.

✚ En el primer trimestre de 2002, la cartera bruta nominal del sistema financiero mantuvo el lento ritmo de crecimiento que se observó a finales del año pasado (alrededor de 2,0%). Sin embargo, la dinámica de crecimiento dependió del tipo de créditos. Mientras la cartera nominal de consumo creció, en febrero, a tasas anuales del 11,3%, la comercial lo hizo sólo al 2,8% y la hipotecaria continuó contrayéndose. El lento crecimiento de la cartera total, a pesar de la abundante liquidez otorgada al mercado por el Banco de la República, está explicado por la baja demanda de crédito de parte del sector real y porque, para el sistema financiero, la inversión en títulos de deuda pública parece ser una alternativa más conveniente en las actuales circunstancias.

✚ El tipo de cambio exhibió una tendencia revaluacionista en el primer trimestre de 2002, no anticipada plenamente por el mercado. Al finalizar marzo de 2002 fue de \$2.261 por dólar, lo que representa una revaluación de 2,1% frente a igual período de 2001 y de 1,3% frente a diciembre de ese año. La reducción del tipo de cambio se explica, en parte, por la menor salida neta de capitales privados, por el mayor ingreso de divisas por concepto de remesas provenientes de colombianos residenciados en el exterior y por el desahorro de recursos petroleros (FAEP) autorizado por la ley.

✚ La inflación observada en marzo fue inferior a la proyectada por el Banco de la República para ese mes y estuvo por debajo de las expectativas del mercado. Con el dato de marzo, las proyecciones de inflación para finales de año se redujeron, y en la actualidad es muy factible el cumplimiento de la meta de inflación del 6%. De igual manera, el resultado de marzo es compatible con una reducción adicional de la inflación para el año 2003 y con la meta de inflación de largo plazo establecida por la Junta Directiva en 3%. Por su parte, el análisis de la actividad económica real y del entorno internacional confirma la moderada recuperación de la demanda interna, pero sugiere un debilitamiento de la demanda externa de productos de exportación no tradicionales.

✚ Teniendo en cuenta las anteriores consideraciones, y con el fin de facilitar el crecimiento económico, la Junta Directiva del Banco de la República decidió reducir sus tasas de interés de intervención en un punto porcentual (100 pb) a partir del 15 de abril de 2002. De esta forma, las tasas de intervención del Banco quedarán así: lombarda de expansión: 10,00%; subasta de expansión: 6,25%; subasta de contracción: 5,25% y lombarda de contracción: 4,25%. Con esta medida se acumula una reducción de 225 pb de las tasas de intervención en lo corrido del año, lo que supera la reducción de la inflación en este período (170 pb).

✚ Adicionalmente, ante la política de mantener una relación prudente entre el nivel de reservas internacionales y los pagos de corto plazo de la deuda externa, la Junta Directiva decidió, para el mes de mayo, establecer en US\$100 millones el monto de la subasta de opciones para acumular reservas.

La Junta Directiva,

Presidente
Juan Manuel Santos Calderón
Ministro de Hacienda y Crédito Público

Directores
Carlos Caballero Argáez
Sergio Clavijo Vergara
Salomón Kalmanovitz Krauter
Fernando Tenjo Galarza
Leonardo Villar Gómez

Gerente General
Miguel Urrutia Montoya

INFORME SOBRE INFLACIÓN
MARZO DE 2002

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

SUBGERENCIA DE ESTUDIOS ECONÓMICOS

Hernando Vargas Herrera

Subgerente

DEPARTAMENTO DE PROGRAMACIÓN E INFLACIÓN

Javier Gómez Pineda

Director

SECCIÓN DE INFLACIÓN (*)

Adolfo León Cobo Serna

Jefe

Angélica María Arosemena Martán

Yanneth Rocío Betancourt García

Edgar Caicedo García

Alexandra Espinosa Dussán

Mario Nigrinis Ospina

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

CONTENIDO

I.	ÍNDICES DE PRECIOS	13
	A. ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR	13
	B. ÍNDICE DE PRECIOS DEL PRODUCTOR	19
II.	DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN	23
	A. AGREGADOS MONETARIOS, TASAS DE INTERÉS Y TIPO DE CAMBIO	23
	B. OFERTA Y DEMANDA	36
	C. SALARIOS Y EMPLEO	46
	D. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA Y BRECHA DEL PRODUCTO	50
	E. POLÍTICA FISCAL	50
III.	CONTEXTO INTERNACIONAL	53
	A. VISIÓN GENERAL	53
	B. PRECIOS DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS	62
IV.	PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN	66
	A. LOS SUPUESTOS DE LOS PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN	66
	B. LOS RIESGOS	68
	C. LAS PROYECCIONES DE INFLACIÓN	69

ÍNDICES DE PRECIOS

A. ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR

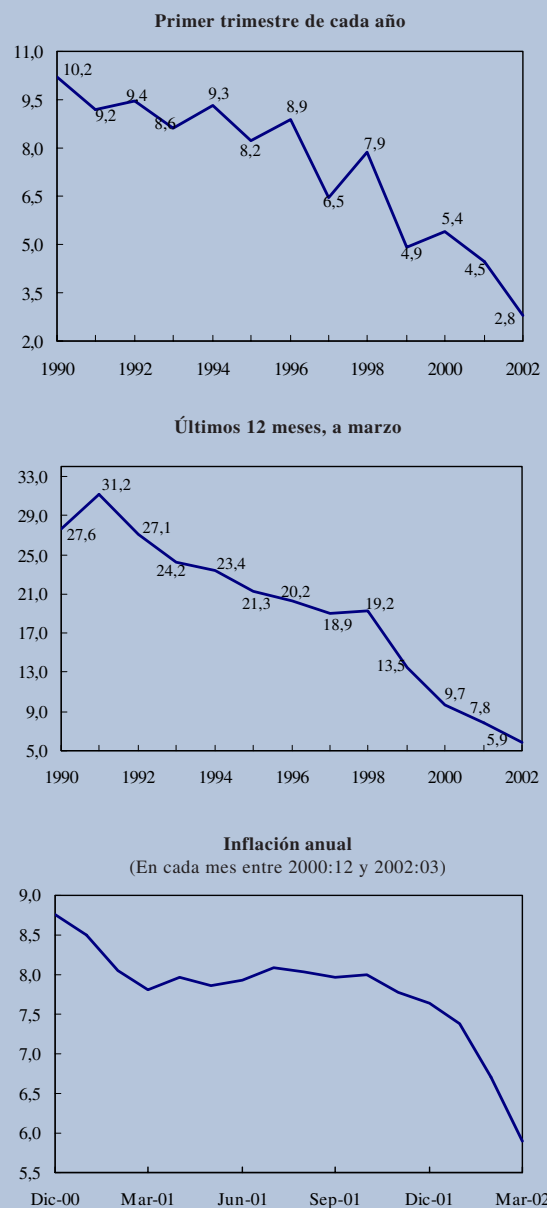
1. Comportamiento general

La inflación anual de precios al consumidor al finalizar el primer trimestre del año 2002 fue 5,9%, inferior en 1,9 puntos porcentuales al registro de marzo de 2001 (7,8%) y en 1,7 puntos porcentuales al de diciembre de 2001 (7,6%) (Gráfico 1 y Cuadro 1). Con este dato, el menor para un marzo desde 1962, la inflación anual al consumidor se sitúa, por primera vez, en un nivel inferior a la meta establecida por la Junta Directiva para el año 2002 (6%).

Como se observa en el Gráfico 1, la inflación, que permaneció alrededor del 8,0% durante buena parte de 2001, retomó una tendencia decreciente a partir del cuarto trimestre del año pasado. En febrero y marzo del presente año esta tendencia se acentuó de manera significativa, situación que no fue plenamente anticipada por el mercado a juzgar por las proyecciones de los analistas privados y por las expectativas recogidas en la encuesta del Banco de la República de enero.

Para el primer trimestre de 2002 se acumuló una inflación de 2,8%, inferior en 1,7 puntos porcentuales al registro de igual lapso de 2001 (4,5%). Esta inflación es la menor para un primer trimestre desde 1970. A pesar de este buen resultado, la magnitud de la inflación entre enero y marzo resulta alta si se la compara con la meta del 6%. Ello sugiere que los mecanismos de indexación que han estado presentes en Colombia en las últimas tres décadas, y que generalmente se activan a comienzos de año concentrando gran parte de la inflación, siguen vigentes en 2002.

GRÁFICO 1
ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR
(VARIACIONES PORCENTUALES)



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

CUADRO 1
INDICADORES DE INFLACIÓN
(VARIACIONES PORCENTUALES ANUALES)

	Mar. 2001	Dic. 2001	Mar. 2002
I. IPC	7,8	7,6	5,9
Alimentos	7,1	10,5	7,2
Vivienda	4,2	4,3	3,8
Vestuario	3,5	2,6	2,2
Salud	11,1	10,9	9,3
Educación	8,2	10,2	9,3
Cultura y esparcimiento	11,1	7,1	7,0
Transporte	15,2	8,9	5,8
Gastos varios	9,3	7,6	6,7
II. Inflación básica 1/	7,8	6,7	5,6
IPC sin alimentos	8,1	6,5	5,3
Núcleo 2/	8,6	7,4	6,0
IPC sin alimentos primarios, combustibles y servicios públicos	6,9	6,1	5,4
III. IPP	10,9	6,9	3,6
Según uso o destino económico			
Consumo intermedio	12,4	5,8	2,9
Consumo final	8,8	8,5	4,3
Bienes de capital	10,2	5,7	2,4
Materiales de construcción	14,4	7,4	5,0
Según procedencia			
Producidos y consumidos	10,4	7,7	4,4
Importados	12,5	4,6	0,8
Exportados 3/	2,8	(7,9)	(7,1)
Según origen industrial (CIU)			
Agric., Silvíc. y pesca	4,2	7,6	2,4
Minería	27,0	(1,3)	1,7
Industria manufacturera	12,4	7,0	3,9

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

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

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

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

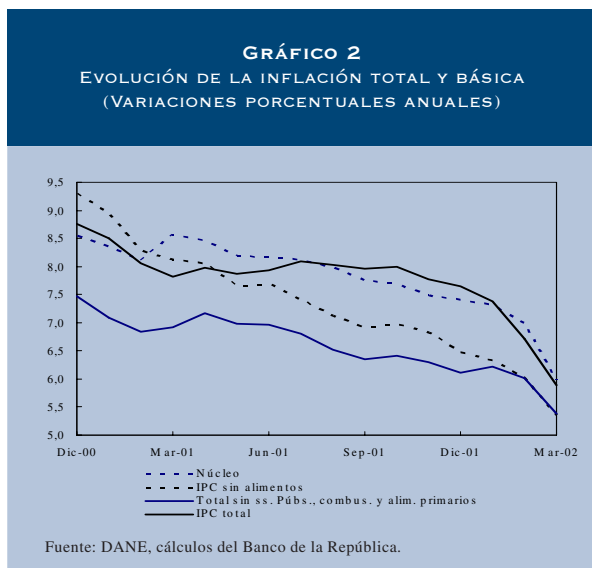
Aún así, debe reconocerse que el resultado de los tres primeros meses de este año se compara favorablemente con el del mismo período del año pasado en términos del cumplimiento de la meta. Mientras el año pasado, la inflación acumulada durante el primer trimestre correspondió al 56% de la meta del 8% y al 59% de la inflación observada, la que se ha acumulado en el primer trimestre de este año equivale al 47% de la meta respectiva (6%).

Al igual que la inflación observada, los diferentes indicadores de inflación básica han mostrado un favorable desempeño en lo corrido de 2002. A

marzo, el promedio de las medidas de inflación básica (el IPC sin alimentos, el núcleo inflacionario, y el IPC sin alimentos primarios, combustibles y servicios públicos) fue de 5,6%, inferior en 1,1 puntos porcentuales a la de diciembre de 2001 y en 2,2 puntos porcentuales a la de marzo de ese año. En los últimos tres meses, el indicador que más cayó fue la inflación núcleo (1,4 puntos porcentuales), seguido del IPC sin alimentos (1,2 puntos porcentuales) y del IPC sin alimentos primarios, combustibles y servicios públicos (0,7 puntos porcentuales). Todos los indicadores de inflación básica a marzo se situaron en el mismo nivel o por

debajo de la meta inflacionaria establecida para 2002 y tan sólo la inflación núcleo supera la inflación observada (Cuadro 1 y Gráfico 2).

La reducción de la inflación básica en estos primeros meses de 2002 ha obedecido fundamentalmente a tres factores. En primer lugar, y como ha venido sucediendo en los dos últimos años, a la imposición de una política monetaria coherente con las metas de inflación establecidas por la Junta Directiva y con el objetivo de la estabilización de precios en el largo plazo. Esto ha permitido, entre otras cosas, una reducción importante en las expectativas de inflación de los agentes en los últimos meses, como lo sugieren los menores y menos frecuentes ajustes de precios de bienes altamente indexados, tales como los servicios públicos, el transporte y los servicios profesionales de salud. En segundo lugar, a la existencia de una amplia disponibilidad de capacidad productiva sin utilizar en la mayoría de ramas de la producción, unida al lento crecimiento de la demanda. Y, finalmente, a la menor devaluación observada desde finales del año pasado y en especial en lo corrido del año actual, que ha permitido reducir los ajustes en precios de los bienes transables. Como se menciona en varias partes de este informe, puesto que es probable que estas tres circunstancias se mantengan el resto del año, no se anticipan repuntes de la inflación básica y por el contrario, es factible que su tendencia decreciente continúe.



En cuanto al comportamiento del IPC por ciudades, la que registró mayor incremento de precios en los últimos 12 meses fue Montería (8,9%) (Cuadro 2). A esta ciudad la siguieron Cali (7,2%) y Cúcuta (7,1%). Las ciudades que acumularon una menor tasa anual de inflación a marzo fueron Manizales (4,9%), Pasto (4,9%) y Bogotá (5,2%). En todas las ciudades que conforman la canasta del IPC, se presentaron menores inflaciones en marzo con respecto a las de diciembre del año pasado, siendo Cúcuta la ciudad con la mayor caída (3,4 puntos porcentuales), seguida de Pasto (3,2 puntos) y Cartagena (2,9 puntos).

2. Comportamiento de los principales componentes

Todos los grupos que conforman la canasta del IPC, excepto diversión cultura y esparcimiento que no muestra una tendencia clara, exhibieron una variación anual de precios descendente a lo largo del primer trimestre del año. En el caso de la inflación de grupos como vestuario, transporte y educación, la tendencia decreciente ya se observaba desde mediados del año pasado y los datos de los primeros meses del presente sólo la profundizaron. Para grupos como la salud y alimentos, por el contrario, lo sucedido en el

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

	Mar. 2001	Dic. 2001	Mar. 2002
Total	7,8	7,6	5,9
Bogotá	7,7	7,1	5,2
Medellín	7,3	7,1	6,1
Cali	7,6	8,3	7,2
Barranquilla	8,8	9,2	6,9
Bucaramanga	7,7	8,4	6,7
Manizales	8,0	7,2	4,9
Pasto	8,8	8,1	4,9
Pereira	8,1	7,0	5,6
Cúcuta	9,5	10,5	7,1
Montería	8,8	10,1	8,9
Neiva	8,5	9,5	6,9
Cartagena	8,8	9,2	6,3
Villavicencio	7,2	8,1	5,7

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

primer trimestre rompe con el incremento inercial de precios del segundo semestre de 2001 (Cuadro 1 y Gráfico 3).

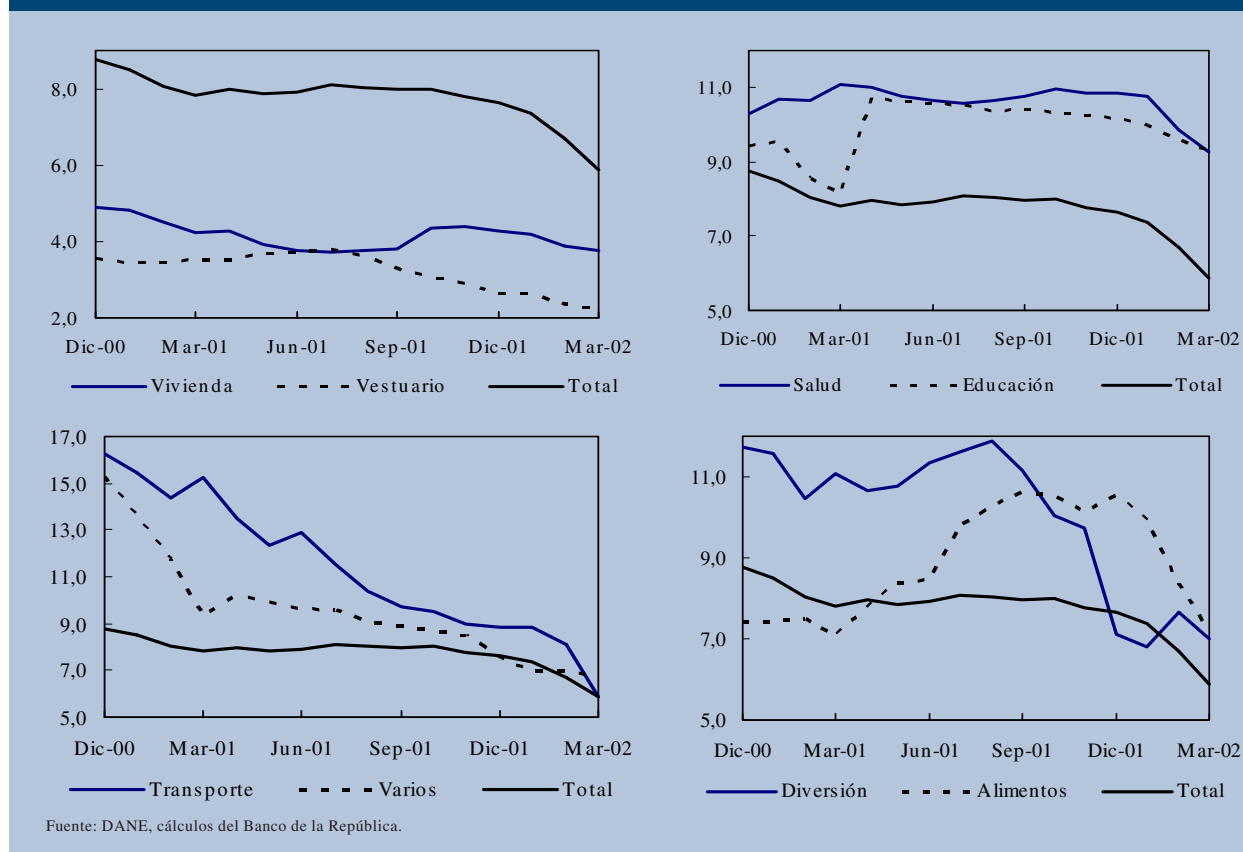
Entre diciembre de 2001 y marzo de este año, la mayor caída en la inflación anual se registró en el grupo de alimentos (de 10,5% a 7,2%). Si bien en el informe de diciembre se había anticipado una reducción de la inflación de alimentos para el primer trimestre de este año, la caída prevista era menor que la observada. La sorpresa inflacionaria en materia de alimentos se dio gracias a un muy buen comportamiento del precio de subgrupos como los tubérculos y las frutas y especialmente del precio de la papa. Este último, que suele presentar grandes incrementos a comienzos de año, en esta oportunidad no lo hizo, llevando su precio relativo a uno de sus niveles más bajos de los últimos años. La amplia reducción de la inflación anual de alimentos también resulta significativa si se tiene en

cuenta que se dio en un contexto de precios altos de la carne y sus sustitutos, como consecuencia de la fase de retención por que atraviesa la ganadería colombiana¹.

No parece probable que la tendencia favorable de los precios de los alimentos pueda mantenerse el resto del año, y todo apunta a que desde el segundo semestre podrían generarse presiones inflacionarias en este frente. El bajo nivel en el precio de los productos de origen primario a comienzos de este año, podría desincentivar sus siembras en los próximos meses, generando alzas en el segundo semestre del año que pueden jalonar la inflación al consumidor. Este riesgo se hace mayor si se tiene en cuenta la probabili-

¹ El precio de la carne registró incrementos importantes en el primer trimestre del año, aunque menores que los observados en igual período de 2001, con lo cual, técnicamente ayudó a disminuir la inflación del grupo de alimentos. A pesar de ello, su nivel sigue siendo históricamente alto.

GRÁFICO 3
INFLACIÓN ANUAL DEL IPC POR GRUPOS
(PORCENTAJE)



dad de que se presente un fenómeno de “El Niño” a partir del segundo semestre de 2002, con su efecto alcista sobre los precios. Dicho fenómeno, además de reducir la oferta de los productos vía menor productividad de los cultivos², obliga a los productores a reducir sus áreas cultivadas para evitar pérdidas. Finalmente, el precio de la carne continuará presionando la inflación de alimentos, como resultado de la extensión del ciclo de retención ganadero hacia el resto del año.

Fuera de alimentos, en el primer trimestre sobresale la caída de la inflación anual de la educación en cerca de un punto porcentual. Su nivel a marzo (9,3%) sigue siendo mayor que la inflación de 2001. Como este es un servicio con precios regulados, es factible que la inflación anual de este grupo siga presentando reducciones hasta que alcance niveles cercanos a la del año anterior, tal y como lo estipulan las disposiciones legales.

Otros grupos que disminuyeron su inflación anual de manera importante fueron los servicios públicos, las medicinas y el transporte público (incluido combustibles). El caso de los servicios públicos es notorio, pues el año pasado fue uno de los que más contribuyó a la inflación total, en parte, como consecuencia del desmonte de los subsidios al consumo. Aunque tal desmonte ha continuado en este año, se ha hecho más gradual. Así mismo, el nivel de indexación de estos precios ha disminuido y en la actualidad se sabe que las entidades reguladoras oficiales tienen en cuenta las metas de inflación del Banco de la República y la evolución de la inflación en lo corrido del año para autorizar alzas a las empresas, y no solo la inflación pasada como sucedía hasta hace algún tiempo.

Por último, el menor reajuste en el precio del transporte y los combustibles es un fenómeno que se ve-

² El Instituto de Hidrología, Meteorología y Estudios Ambientales (Ideam) estima que el fenómeno de "El Niño" suele reducir los rendimientos de los principales cultivos agrícolas entre un 4,0% y un 5,0%. (Ideam (2002). "Efectos naturales y socioeconómicos del fenómeno "El Niño" en Colombia", No. 190, marzo).

nía observando desde mediados de 2001 y que había sido posible por la reducción del precio internacional del petróleo y la estabilidad de la tasa de cambio. Sin embargo, en los próximos meses esta tendencia podría revertirse en vista de los incrementos en el precio de los combustibles a nivel mundial. De hecho, ya el Gobierno anunció un incremento del 4,0% en el precio interno de la gasolina a partir del mes de abril.

Del examen de las cifras de inflación, por rubros individuales, se desprende los de mayor contribución al crecimiento de precios durante el primer trimestre de 2002 fueron los servicios y algunos productos de origen agropecuario. Los servicios bancarios, con un crecimiento año corrido de 5,8%, explicaron en 7,3% la inflación acumulada en el primer trimestre. Por su parte, los precios del pasaje en bus, con un crecimiento de 6,8%, contribuyeron con un 6,0% a la inflación del trimestre, mientras que otras frutas frescas (16,5%) fueron responsables de 4,9% de la inflación trimestral. La leche, con un incremento de precios de 5,4%, y el almuerzo, con un crecimiento de 2,9%, contribuyeron en conjunto a explicar la inflación año corrido en algo menos de 10,0% (Cuadro 3).

CUADRO 3
RUBROS CON MAYOR CONTRIBUCIÓN A LA INFLACIÓN
(PRIMER TRIMESTRE DE 2002)

Descripción	Variación de precios en el trimestre	Contribución a la inflación	
		Puntos	Porcentaje
Total	2,8	2,8	100,0
Servicios bancarios	5,8	0,2	7,3
Bus	6,8	0,2	6,0
Otras frutas frescas	16,5	0,1	4,9
Leche	5,4	0,1	4,9
Almuerzo	2,9	0,1	4,7
Otros	2,3	2,0	72,1

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

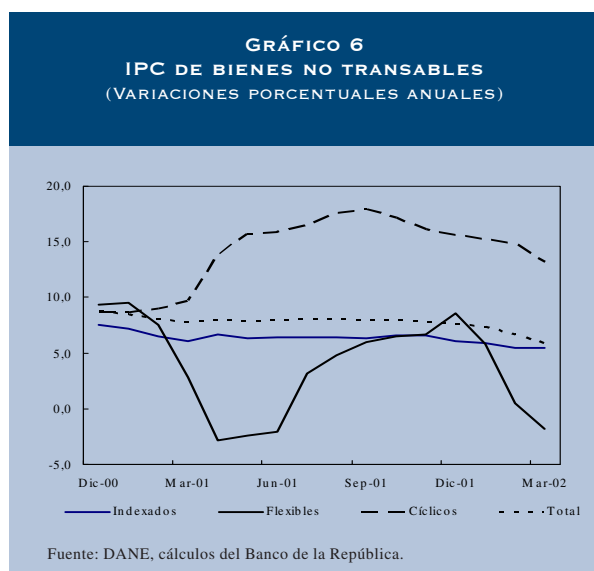
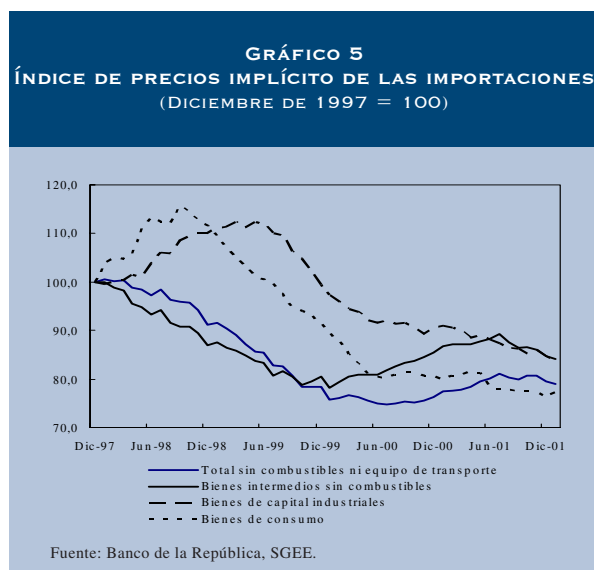
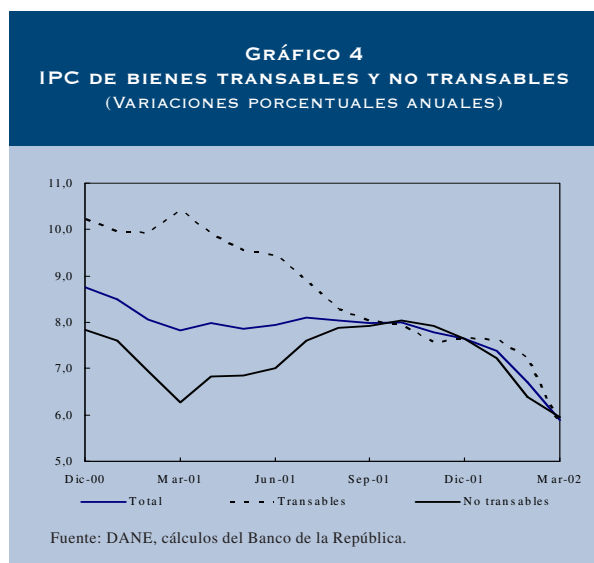
3. Clasificación alterna: bienes transables y no transables

En el primer trimestre de este año, la inflación de bienes transables volvió a retomar la tendencia decreciente que se había interrumpido en el cuarto trimestre de 2001. Como se observa en el Gráfico 4, durante los primeros meses del año, la inflación anual de los bienes transables decreció más rápido que la inflación total, cerrando marzo en 5,8%. En los últimos 12 meses a marzo, la reducción de la inflación de transables explicó en un 87,5% la caída de la inflación anual al consumidor.

Con relación a las menores presiones inflacionarias de los bienes transables, a comienzos de año, la misma guarda relación con el muy bajo nivel de devaluación que se ha observado desde mediados de 2001. Esto ha permitido a las empresas diferir en un mucho mayor tiempo sus ajustes en precios sin sacrificar ganancias. Pero también, la menor inflación de los bienes transables hace parte de una tendencia global de reducción de los precios a nivel internacional. Diversos indicadores, entre ellos los precios implícitos de los bienes importados (Gráfico 5), señalan una caída en los precios internacionales en los últimos años, que probablemente se acentuó en la segunda mitad de 2001, favorecida por la debilidad de la demanda internacional y por la reducción de los costos de la energía.

En el corto plazo se considera que la inflación de bienes transables puede seguir reduciéndose. Esta expectativa se sustenta en el hecho que no se esperan repuntes significativos en los precios internacionales en el mediano plazo, dadas las actuales condiciones de la demanda mundial (capítulo III, para más detalles) y que la devaluación debe seguir siendo moderada.

En cuanto a la inflación anual de bienes no transables, también ésta se redujo en los últimos tres meses, cerrando en marzo en 6,0%. Al igual que lo ocurrido en 2001, durante el primer trimestre la menor inflación de los no transables frente a la inflación total, ha sido posible gracias a los muy bajos crecimientos anuales en los cánones de los arriendos, ítem que hace parte del grupo de indexados, y por la menor presión inflacionaria ejercida por los bienes clasificados como flexibles (tubérculos, hortalizas y frutas) (Gráfico 6).



Dentro del componente no transable de la canasta se destacan dos comportamientos. Uno, desacelerador de la inflación correspondiente al subgrupo de indexados y flexibles, y el otro, acelerador de la inflación, el cual recae en los bienes cíclicos.

B. ÍNDICE DE PRECIOS DEL PRODUCTOR

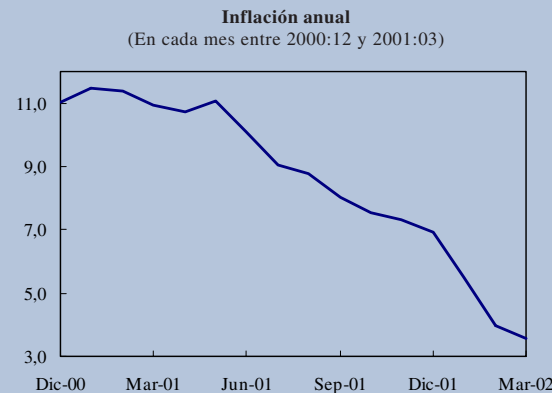
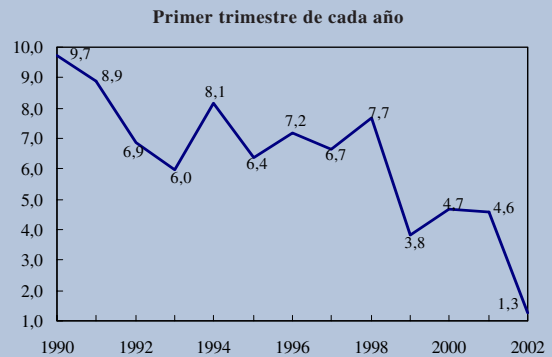
A marzo de 2002 la inflación anual del productor fue 3,6%, siendo la menor observada para cualquier mes desde 1970, año a partir del cual existen estadísticas confiables para este indicador. Este nivel de inflación del IPP se encuentra 3,3 puntos porcentuales por debajo de la inflación del productor observada en diciembre de 2001 (6,9%) y 7,3 puntos por debajo de la registrada un año atrás (10,9%) (Cuadro 1 y Gráfico 7). Además, la inflación anual de consumo final, el componente del IPP más cercano a la canasta del IPC, se situó en marzo en 4,3%, mostrando una caída de 4,2 puntos porcentuales con respecto a diciembre de 2001.

Este comportamiento del IPP de consumo final confirma la importante reducción en la inflación al consumidor a lo largo del trimestre. Así mismo, la baja inflación al productor y su tendencia decreciente, facilita la reducción de la inflación al consumidor en los próximos meses en la medida en que permite descartar presiones inflacionarias originadas en los costos de producción.

De acuerdo con la clasificación por procedencia, la caída de la inflación anual del IPP entre diciembre de 2001 y marzo de este año, es consecuencia, sobre todo, del buen desempeño de los precios de los bienes importados, los cuales se reajustaron a una tasa anual de sólo 0,8% comparado con el 4,6% de diciembre pasado. Una vez más, esta situación es el resultado de la mínima devaluación observada en los últimos trimestres y de la reducción de los precios internacionales.

Pero también, en los tres primeros meses del año se presentó una importante reducción de la inflación

GRÁFICO 7
ÍNDICE DE PRECIOS DEL PRODUCTOR
(VARIACIONES PORCENTUALES)



Fuente: Banco de la República, SGEE.

anual de los bienes consumidos y producidos internamente. En marzo, estos se reajustaron a una tasa anual de 4,4% frente a 7,7% en diciembre. Ello deja en claro que la reducción de la inflación ha sido generalizada a todos los precios al productor, de manera similar a lo sucedido con los precios al consumidor, y que depende de varios factores como las bajas presiones de demanda, las menores expectativas y las buenas cosechas y no sólo del favorable

comportamiento del tipo de cambio y de los precios internacionales.

En la clasificación industrial, la desaceleración de la inflación del productor en el último trimestre, también se explica gracias al buen comportamiento de los precios de los grupos que la componen, pero muy especialmente el de los bienes manufacturados y los de origen agropecuario. En el caso de la industria, la

inflación anual pasó de 7,0% en diciembre de 2001 a 3,9% en marzo de 2002, mientras que en el caso de la agricultura, silvicultura y pesca pasó de 7,6% a 2,4%. Finalmente, la variación anual de los precios de la minería pasó de -1,3% en diciembre a 1,7% en marzo. Esta evolución de un crecimiento anual negativo a uno positivo, se originó en dicho mes por el significativo repunte de los precios de la minería en marzo (4,7%).

CARACTERÍSTICAS DEL AJUSTE DE PRECIOS EN COLOMBIA

En la literatura internacional y en Colombia son pocos los estudios dedicados a entender las características de ajuste de los precios al consumidor. A nivel internacional se encuentran algunos trabajos como los de Kashyap (1995)¹, Tommasi (1993)², Lach y Tsiddon (1992)³, Cecchetti (1986)⁴, y a nivel nacional tan sólo se conoce el de Jaramillo y Cerquera (1999)⁵.

En un reciente estudio publicado en la *Revista del Banco del República*⁶, se retoma esta línea de investigación con el ánimo de identificar y analizar varios aspectos del ajuste y comportamiento microeconómico de los precios en Colombia. Este estudio utilizó información diaria de precios para un conjunto de 209 productos, suministrada por una de las grandes cadenas de supermercados de Bogotá, para un período que abarca aproximadamente 10 años (1989-1999). La canasta de bienes incluye desde el grupo de alimentos primarios, que comprende tubérculos, hortalizas y frutas, hasta los productos procesados, entre los cuales cabe señalar, aceites y grasas, carnes, lácteos, granos, artículos para el aseo personal y del hogar. Esta cesta contiene una amplia gama de rubros que abarca un 30% de la canasta del IPC del DANE y un 67% de la del IPC sin servicios.

En dicho estudio se analizó el comportamiento del ajuste de precios en Colombia a partir de estadísticos como la duración promedio del precio, el tamaño de los reajustes y, la inflexibilidad de los mismos a la baja, entre otros. Para responder algunos interrogantes, revisaremos a continuación, unos de los principales resultados del estudio.

¿CUÁNTO TIEMPO PERMANECE UN PRECIO ESTABLE?

Para responder esta pregunta, los autores del estudio construyeron un indicador de persistencia (duración) de los precios, calculado como el número de días promedio en los cuales no se presenta ajuste en los precios de un bien específico. Los resultados muestran que los de la mayoría de artículos no cambian con mucha frecuencia. En promedio, un cambio de precio, para un artículo típico, se produce cada 130 días. Así, el precio permanece estable en el 98,1% de los días del período de la muestra.

Sin embargo, la duración del precio varía sustancialmente entre grupos de productos. Por ejemplo, la duración del precio es menor para aquellos productos con un menor grado de elaboración. Los alimentos primarios exhiben la menor duración promedio con 30,3 días, probablemente como

consecuencia de la inestabilidad de su oferta y de su condición de perecederos. Por su parte, en los medicamentos y en el grupo de otros productos⁷ se concentró la duración promedio más alta, con 201,6 y 209,3 días, respectivamente.

¿CUÁNTO PRECIO REAL SE PIERDE ANTES DE UN REAJUSTE?

Otro indicador que se construyó, para capturar la permanencia de un precio, fue la erosión del precio real. Los precios promedios de las canastas, en conjunto, perdieron 6,8% de su cotización real antes de un ajuste. Al realizar el análisis por grupos, se observa que, al igual que con los resultados de duración promedio, a menor grado de elaboración del producto menor es su erosión del precio real. Los alimentos primarios se erosionaron, en promedio, 1,8% antes de un reajuste en el precio nominal; las carnes y lácteos perdieron 7,7% de su precio real; los alimentos procesados 8,4% y los medicamentos, 10,4%.

¿SUELEN DISMINUIR EN COLOMBIA LOS PRECIOS AL CONSUMIDOR?

Para responder este interrogante, el estudio identificó lo que en la literatura económica se conoce como grado de flexibilidad a la baja de los precios. Para ello, se contabilizó el número de variaciones negativas observadas. Los resultados obtenidos con la información de precios del supermercado revela un bajo grado de flexibilidad hacia el descenso de los precios, pues del total de reajustes de ellos, los cambios negativos corresponden al 23,7%. Como se verificó en los indicadores de permanencia del precio, los productos menos elaborados son más flexibles al descenso. Es el caso de los alimentos primarios, cuyos cambios negativos fueron un 40,4%. Por su parte, grupos como otros productos (13,3%), medicamentos (15,2%), alimentos procesados (17,8%) y carnes y lácteos (18,2%) presentaron un grado de flexibilidad baja. En los grupos restantes (bebidas no alcohólicas, bebidas alcohólicas y artículos de aseo personal y limpieza del hogar) la flexibilidad a la baja fue moderada. Entre 20% y 30% de los cambios, distintos de cero, fueron negativos.

¿CUÁL ES EL TAMAÑO DEL REAJUSTE DE UN PRECIO EN COLOMBIA?

En el estudio se calculó un indicador que promedió los cambios positivos de cada producto, lo cual nos aproxima a la amplitud o tamaño del reajuste de precios. En promedio, para toda la canasta, la amplitud del ajuste es de 12,5%. Las bebidas alcohólicas registraron el menor tamaño de ajuste (7,1%). Por el contrario, los medicamentos experimentaron la mayor amplitud (16,3%), seguidos de los alimentos primarios (13,7%).

¿QUÉ NOS SUGIEREN LOS ANTERIORES RESULTADOS?

Los resultados del trabajo reseñado muestran que para un bien típico en la economía colombiana no se presentan cambios de precios con alta frecuencia, es decir, que la permanencia de un precio es relativamente alta, y además, que el grado de flexibilidad a la baja es moderado, siendo las magnitudes de reajuste de precios, significativos pero no muy grandes. Por otro lado, los anteriores resultados sugieren la importancia de los costos de menú al momento de decidir un reajuste de precios. Por ejemplo, cuando el grado de permanencia del precio de un bien es alto, la flexibilidad a la reducción de precios es alta y el tamaño del cambio es de alguna magnitud relevante, se puede pensar que los costos de menú juegan un papel primordial en los ajustes de precios.

Esta rigidez de los precios en Colombia está asociada con el tipo de mercado y con los costos que enfrentan los fabricantes y comerciantes a la hora de reajustar los precios (v. gr., costos de menú). En el caso de los alimentos no procesados se encuentra que la permanencia del precio es

la menor, el precio suele caer con facilidad y el tamaño de los ajustes es grande. Todas estas características son el resultado de la inestabilidad de la oferta agrícola. Por su parte, en los bienes procesados, la duración del precio es más extensa, el tamaño del reajuste alto y la flexibilidad del precio a la baja es leve. En estos mercados de productos industriales suele asignársele significativa importancia a los gastos relacionados con los cambios de precios nominales. Las firmas enfrentan costos como nuevos catálogos de ventas, ajuste de las cajas de pagos, cambio de etiquetas y, eventualmente, reducción de la clientela por alteración de los precios. Estos costos de menú generan rigideces en los precios, porque resulta preferible sostenerlos cuando los choques de oferta y demanda no son lo suficientemente grandes.

Finalmente, un resultado interesante como posible explicación a la acelerada reducción de la inflación en los últimos meses en Colombia, hace referencia a la pérdida en precio real requerida para realizar ajustes en precios. Siendo esta de 6,8% en promedio para los bienes analizados, ello sugeriría que con inflaciones o expectativas de inflación por debajo de esa cifra, y cercanos a los que se observan actualmente en el país, los ajustes en precios podrían aplazarse por más de un año para muchos bienes. Esto conduciría a una reducción aún más rápida de la inflación que la prevista por los canales de transmisión estimados para los modelos de proyección. Debe advertirse, de todas maneras, que este y los demás resultados se obtuvieron para un período (1989 a 1999) con una inflación más alta que la actual, por lo que no necesariamente todas las magnitudes estimadas se observan en la actualidad.

¹ Kashyap, Anil (1995). "Sticky Prices: New Evidence from Retail Catalogs", en *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 110, pp. 245-74.

² Tommasi, Mariano (1993). "Inflation and Relative Prices: Evidence from Argentina", en *Optimal Pricing, Inflation and the Costs of Price adjustment*. Cambridge, Mass, MIT Press.

³ Lach, Saul; Tsiddon, Daniel (1992). "The Behavior of Prices and Inflation: An Empirical Analysis of Disaggregated Price Data", en *Journal of Political Economy*, Vol. 100, pp. 349-389.

⁴ Cecchetti, Stephen (1986). "The Frequency of Price Adjustment: A Study of the Newstand Prices of Magazines", en *Journal of Econometrics*, Vol. 31, pp. 255-274.

⁵ Jaramillo, Carlos Felipe; Cerquera, Daniel (1999). "Price Behavior in an Inflationary Environment: Evidence from Supermarket Data", en Borradores de Economía, SGEE, *Banco de la República*, No. 138.

⁶ Espinosa Alexandra.; Jaramillo Carlos F.; Caicedo, Edgar. "Caracterización del ajuste microeconómico de precios en Colombia, 1989-1999", en *Revista del Banco de la República*, Bogotá, diciembre de 2001, No. 890.

⁷ En este grupo se encuentran productos como cigarrillos, revistas y periódicos.

DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN

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

1. Lineamientos de política monetaria

Durante el primer trimestre del año la Junta Directiva del Banco de la República mantuvo una política monetaria holgada, basada en su evaluación del comportamiento esperado de los precios, la actividad económica y el entorno internacional. En el primer trimestre del año, la Junta Directiva modificó las tasas de interés de intervención en dos ocasiones: el 18 de enero fijó una reducción de 50 pb en todas las tasas, a excepción de la tasa lombarda de contracción que se redujo en 25 pb y el 15 de marzo las disminuyó en 75 pb. Así, las tasas vigentes al finalizar el trimestre fueron de: 11,0% la tasa lombarda de expansión, 5,25% la tasa lombarda de contracción, 7,25% la tasa de la subasta de expansión y 6,25% la tasa de la subasta de contracción (Cuadro 4). Adicionalmente, los cupos de Repos de expansión y de

contracción a un día fijados por la Junta Directiva del Banco de la República fueron amplios y estuvieron subutilizados, demandándose, en promedio, el 54,8% y 26,1%, respectivamente (Cuadro 5). Finalmente, el Banco de la República otorgó liquidez permanente a través del ejercicio de opciones para la acumulación de reservas internacionales, colocando en el mercado \$232,6 miles de millones (mm), equivalente a US\$101,5 millones (m) (Cuadro 6).

El 14 de diciembre del año anterior la Junta Directiva adoptó una línea de referencia de la base monetaria correspondiente al año 2002³. Sin embargo, durante los dos primeros meses del año se observó un crecimiento de la demanda de efectivo significativamente superior al implícito en esta línea, dando origen a un crecimiento de la base observada mayor que el proyectado. Debido a lo anterior,

³ Esta línea de referencia proyectaba, para el año 2002, un crecimiento de la base de 12,4% a fin de año y de 10,6% en promedio.

CUADRO 4
TASAS DE INTERVENCIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA
(PORCENTAJE)

Tasa	14 de Dic.	18 de Ene.	18 de Feb.	15 de Mar.	Reducción primer trimestre (pb)
Lombarda de expansión	12,25	11,75	11,75	11,00	125
Subasta de expansión	8,50	8,00	8,00	7,25	125
Subasta de contracción	7,50	7,00	7,00	6,25	125
Lombarda de contracción	6,25	6,00	6,00	5,25	100

Fuente: Banco de la República.

CUADRO 5
CUPOS PROMEDIO DE REPO DE EXPANSIÓN Y CONTRACCIÓN A UN DÍA
(MILES DE MILLONES DE PESOS)

	Expansión			Contracción		
	Cupo	Uso	Uso %	Cupo	Uso	Uso %
Enero	565	294	52,0	1.300	298	22,9
Febrero	920	433	47,0	1.050	256	24,3
Marzo	1.019	648	63,5	529	199	37,6
Trimestre	835	458	54,9	960	251	26,1

Fuente: Banco de la República.

CUADRO 6
COMPRA DE RESERVAS INTERNACIONALES

	En millones de dólares	En miles de millones de pesos	TRM en pesos
2 de enero	27,5	63,0	2.291,2
15 de enero	22,5	51,7	2.297,3
Total enero	50,0	114,7	
5 de febrero	1,5	3,4	2.266,6
Total febrero	1,5	3,4	
8 de marzo	50,0	114,5	2.289,8
Total marzo	50,0	114,5	
Total primer trimestre	101,5	232,6	

Fuente: Banco de la República.

el 1 de marzo del presente año, la Junta Directiva adoptó una nueva línea de referencia para el año 2002. La nueva estimación, que incorporó cambios en el comportamiento de la demanda de efectivo, presenta un crecimiento de la base a fin de año de 14,5% y para el promedio del año de 14,4%.

2. Agregados monetarios y crediticios

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

Base monetaria

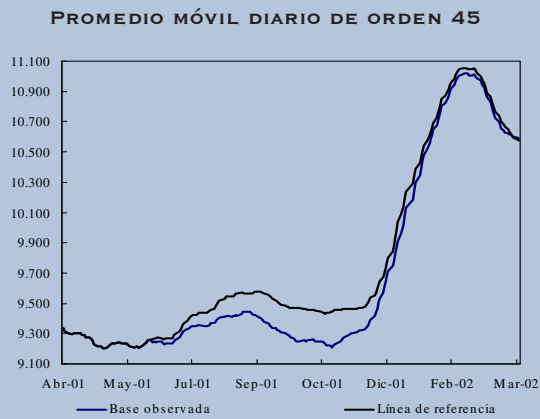
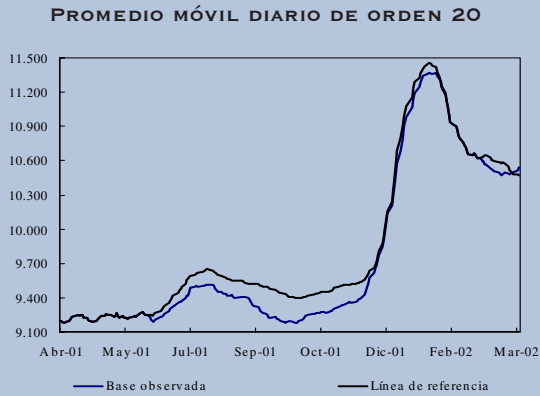
Al finalizar marzo, tanto el promedio móvil de orden 20 como el de orden 45 de la base monetaria se situaron muy cerca del promedio móvil de la nueva línea de referencia⁴ arriba en (0,6% y 0,1%, respectivamente) (Gráfico 8). En el primer trimestre del año, se observó una aceleración en la tasa de crecimiento de la base monetaria, consecuencia de un mayor ritmo de crecimiento del efectivo y de la reserva (Gráfico 9). En efecto, entre diciembre y marzo la tasa de crecimiento del saldo promedio de la base monetaria aumentó de 11,1% a 16,4%, mientras la tasa de crecimiento del efectivo pasó, en este mismo período, de 15,5% a 19,1%. Así mismo, la reserva aumentó su ritmo de crecimiento durante el primer trimestre, pasando de 1,6% en diciembre a 10,7% en marzo.

Medios de pago M1

En los tres primeros meses del año se registró una aceleración importante en la tasa de crecimiento de M1, observándose un quiebre en la tendencia descendente que venía exhibiendo desde noviembre del año 2000. El comportamiento de M1 en el primer trimestre se debió al mayor crecimiento del efectivo, y, principalmente, a la fuerte recuperación de las cuentas corrientes, que pasaron de crecer 4,1% en diciembre a 12,5% en marzo (Gráfico 10).

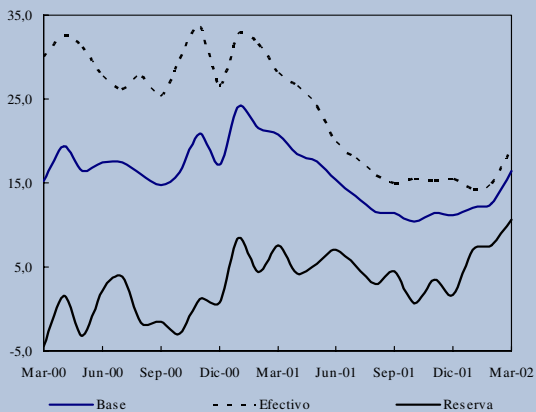
⁴ Línea de referencia presentada a la Junta Directiva el 1 de marzo del año 2002.

GRÁFICO 8
BASE MONETARIA Y LÍNEA DE REFERENCIA
 (MILES DE MILLONES DE PESOS)



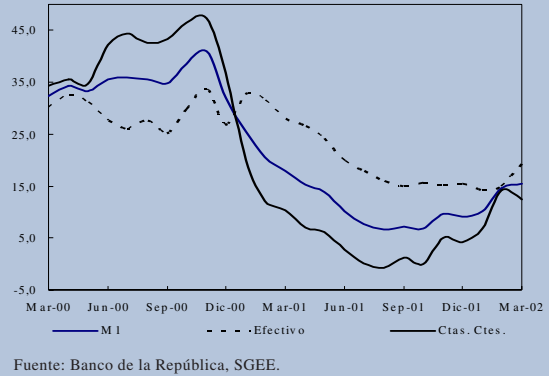
Fuente: Banco de la República, SGEE.

GRÁFICO 9
BASE MONETARIA Y SUS USOS
 (VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL DEL PROMEDIO MENSUAL)



Fuente: Banco de la República, SGEE.

GRÁFICO 10
M1 Y SUS COMPONENTES
 (VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL DEL PROMEDIO MENSUAL)



Fuente: Banco de la República, SGEE.

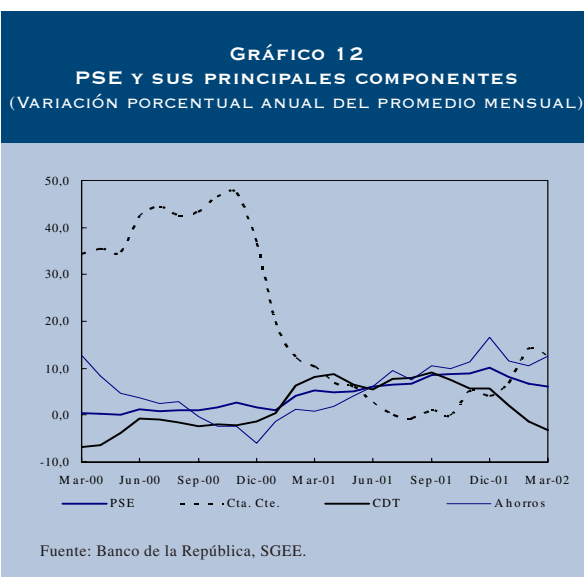
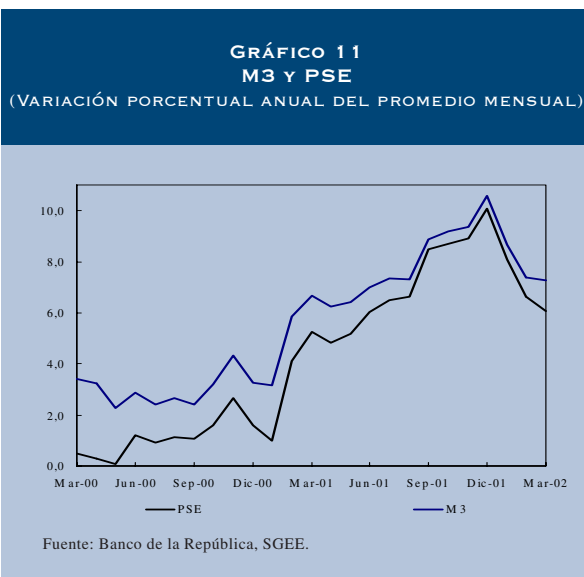
La aceleración en el ritmo de crecimiento de M1 puede estar asociada al menor costo de oportunidad que supone demandar activos líquidos dadas las bajas tasas de interés nominal. A lo anterior se suma la menor inflación y los mayores costos de transacción asociados con el impuesto a las transacciones.

M3

Contrario a lo sucedido con M1, durante el primer trimestre del año, se observó una fuerte desaceleración en el ritmo de crecimiento del agregado monetario más amplio de liquidez M3, revirtiéndose la tendencia creciente observada durante todo el año 2001. Así, el saldo promedio de M3 pasó de crecer 10,6% en diciembre a 7,3% en marzo (Gráfico 11).

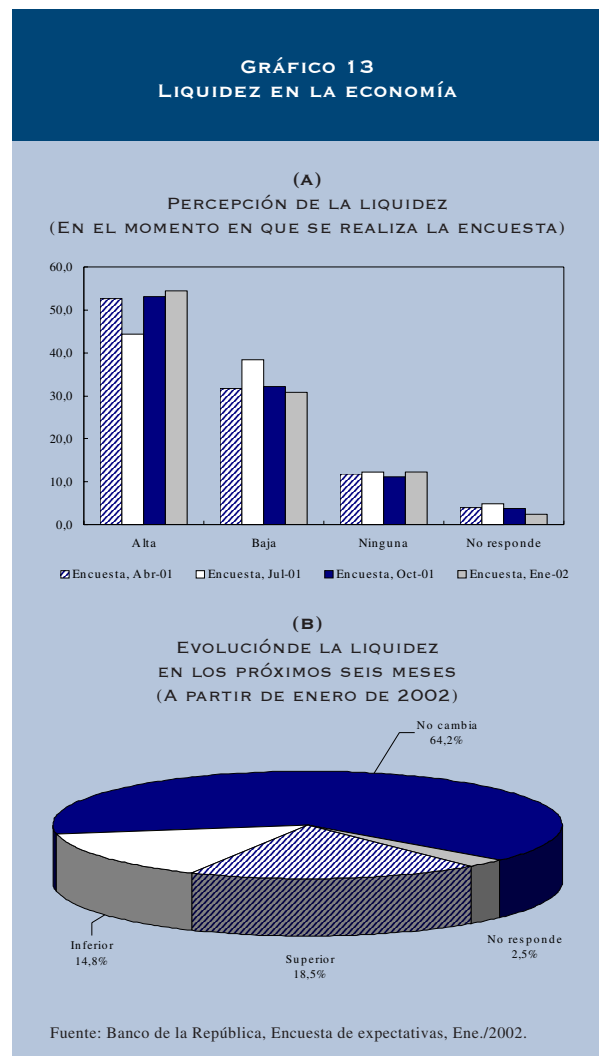
Esta desaceleración de M3 refleja, principalmente, el menor ritmo de crecimiento de los certificados de depósitos a término (CDT) y de las cuentas de ahorro (Gráfico 12), fenómeno que puede estar explicado por la menor demanda de estos instrumentos por parte del mercado, dadas las bajas tasas de interés nominal y los altos costos de transacción asociados con su manejo. Este fenómeno puede ser, en parte, la contrapartida de la mayor preferencia de liquidez que se ha visto en los últimos meses.

Desde el punto de vista de la oferta, el menor crecimiento de CDT y cuentas de ahorro puede ser el re-



sultado del desinterés de los intermediarios financieros por captar recursos, dada la amplia liquidez existente en el mercado y el lento crecimiento de la cartera.

Por último, la mayor disponibilidad de liquidez en el mercado en los últimos trimestres se confirma por los resultados de la encuesta de expectativas del Banco de la República efectuada en enero. En esta última encuesta, el 54,3% de las personas entrevistadas consideraba la liquidez de la economía como alta, por encima del porcentaje que opinaba lo mismo en las anteriores encuestas. En cuanto a las expectativas sobre las condiciones de liquidez en los próximos seis meses a partir de enero, el 64,2% de



los encuestados no esperaba cambios sustanciales (Gráfico 13), un porcentaje mayor que el de la encuesta de octubre.

Cartera y crédito

A marzo, la cartera bruta nominal en M/N⁵ mantenía el lento ritmo de crecimiento observado desde finales del año anterior. El crecimiento anual promedio de este agregado es de 1,7% durante el primer trimestre. Como se ve en el Gráfico 14, en estos últimos meses tampoco se presentaron cambios sustanciales en el comportamiento de la cartera cuando ésta se discrimina entre cartera hipotecaria y cartera del resto del sistema (excluyendo la hipotecaria).

⁵ Esta sección hace referencia al saldo promedio mensual de la cartera bruta nominal en M/N sin la Financiera Energética Nacional (FEN).

El escaso crecimiento de la cartera se explica, en parte, por el efecto estadístico asociado con los retiros de cartera de los balances de los intermediarios financieros⁶. Cuando se corrige la cartera bruta nominal por estos retiros⁷, el crecimiento anual del agregado resultante a febrero es de 3,9%. (Gráfico 15).

Con datos a febrero de 2002, no se observó cambios significativos en el comportamiento de la cartera por tipo de crédito (comercial, consumo e hipotecaria) (Gráfico 16). En efecto, la cartera de consumo, que se aceleró sistemáticamente el año pasado, exhibió un ritmo de crecimiento satisfactorio en febrero (11,3%), similar al de finales de 2001. De igual manera, las carteras comercial e hipotecaria crecieron en febrero 2,8% y -3,5%, respectivamente, manteniendo tasas similares a las observadas dos meses atrás. Cabe señalar que esta estabilidad en el crecimiento nominal significa una aceleración en el crecimiento real dada la caída de la inflación.

A pesar del poco dinamismo de la cartera observado en los últimos meses, algunos indicadores muestran que la calidad de ésta ha mejorado. En efecto, el indicador de calidad de cartera⁸ que en enero del año anterior se ubicó en 11,6%, al finalizar el año 2001 fue de 9,8%. De otra parte, el año anterior el indicador de cubrimiento⁹ registró una mejoría significativa. Mientras que en enero de 2001, el 49,9% de la cartera vencida estaba provisionada, en diciembre este porcentaje fue de 73,9% (Gráfico 17).

La mejoría en las condiciones de los intermediarios financieros sugiere que, en la actualidad, están dadas las condiciones para que el sistema reactive el otorga-

⁶ Estos retiros han sido motivados por la liquidación de algunas entidades financieras, el castigo de activos improductivos, las reducciones por bienes recibidos en pago, la titularización y la venta de cartera a entidades por fuera del sistema y las reliquidaciones de la cartera hipotecaria.

⁷ Corresponde a la cartera si los retiros señalados no se hubieran producido.

⁸ Indicador de calidad = Cartera vencida / Cartera bruta.

⁹ Indicador de cubrimiento = Provisiones de cartera / Cartera vencida.

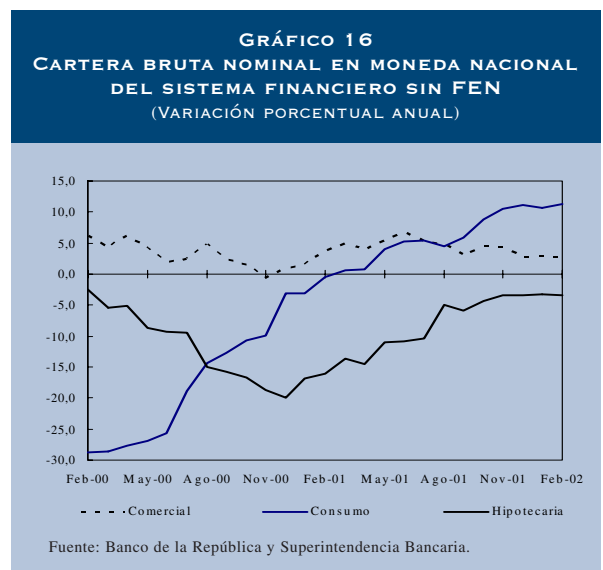
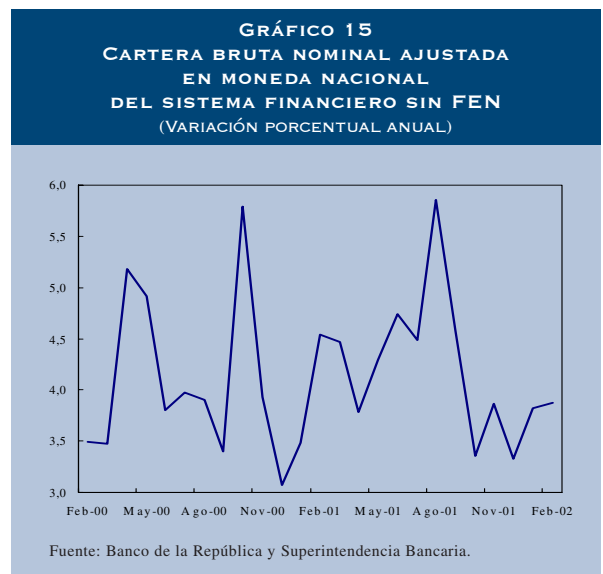
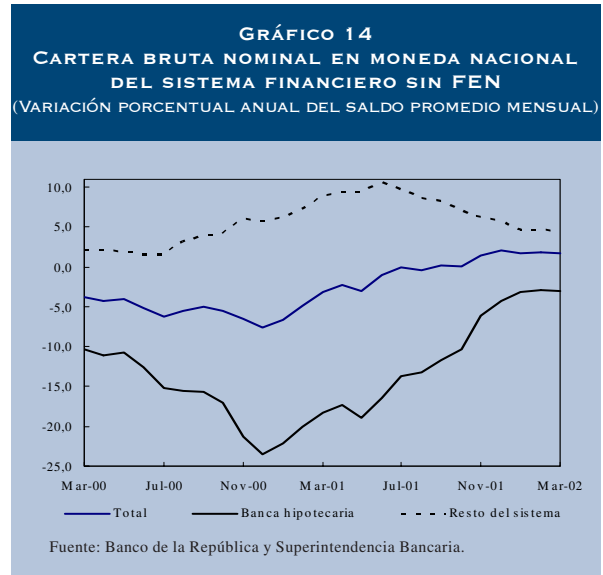
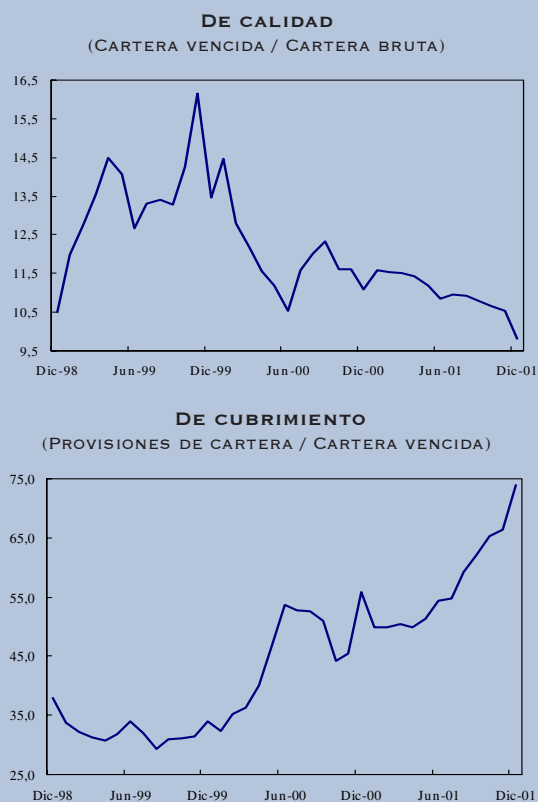


GRÁFICO 17
INDICADOR DE CARTERA

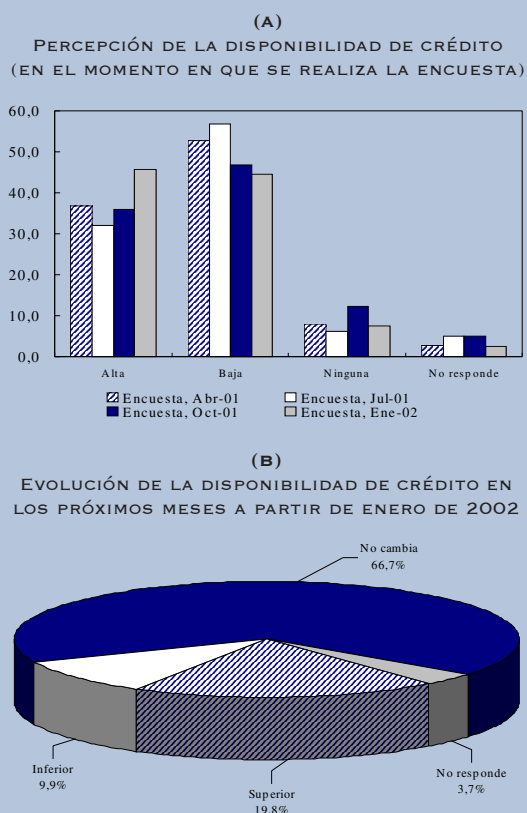


Fuente: Superintendencia Bancaria.

miento de crédito y permita un mayor crecimiento de la cartera. Sin embargo, factores como la incertidumbre de los inversionistas y consumidores acerca del futuro económico han frenado la demanda de crédito. Así mismo, la alta rentabilidad y seguridad que ofrecen los papeles de deuda pública emitidos por el Gobierno Central ha hecho menos atractivo para los intermediarios el otorgamiento de nuevos préstamos.

Por último, según la encuesta de expectativas del Banco de la República realizada en enero pasado, el 45,7% de los encuestados percibió como alta la disponibilidad de crédito, reflejando una mejoría en esta variable con relación a las encuestas anteriores. De otra parte, el 66,7% espera que la disponibilidad de crédito en los próximos seis meses se mantenga igual, mientras que el 9,9% piensa que será inferior al nivel observado en enero (Gráfico 18).

GRÁFICO 18
DISPONIBILIDAD DE CRÉDITO



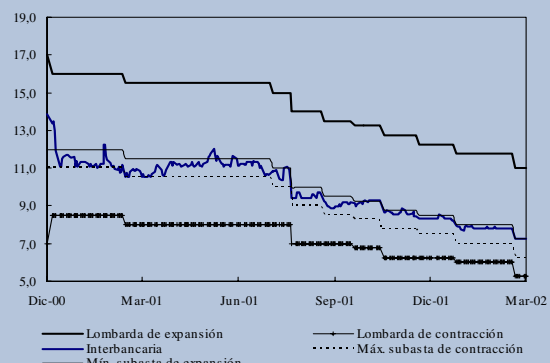
Fuente: Banco de la República, encuesta de expectativas, enero de 2002.

3. Tasas de interés

Durante el primer trimestre de 2002, la tasa interbancaria nominal continuó disminuyendo como consecuencia de la reducción de las tasas de intervención del Banco de la República. En marzo, la tasa interbancaria promedio se ubicó en 7,6%, el menor valor observado desde enero de 2000. Adicionalmente, el nivel de la tasa se situó 0,9 puntos porcentuales por debajo del alcanzado a finales de diciembre (Gráfico 19). A pesar de la importante reducción de la tasa nominal, la tasa real se incrementó porque la inflación se redujo más rápidamente. La tasa real interbancaria se situó en marzo en 1,3%, 0,7 puntos porcentuales sobre la de diciembre (Gráfico 20).

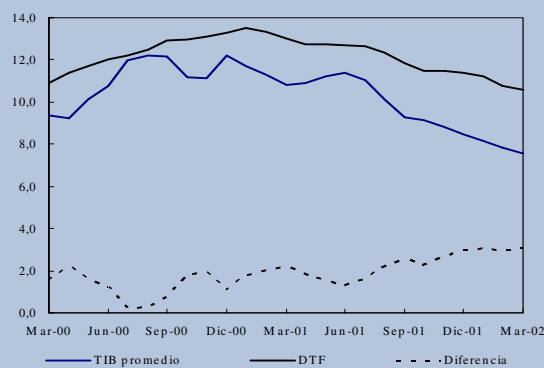
Durante los tres primeros meses del año, las tasas de interés nominales del sistema financiero también disminuyeron. La tasa de captación promedio, medida por

GRÁFICO 19
TASAS INTERBANCARIA Y DE INTERVENCIÓN
DEL BANCO DE LA REPÚBLICA
(PORCENTAJE)



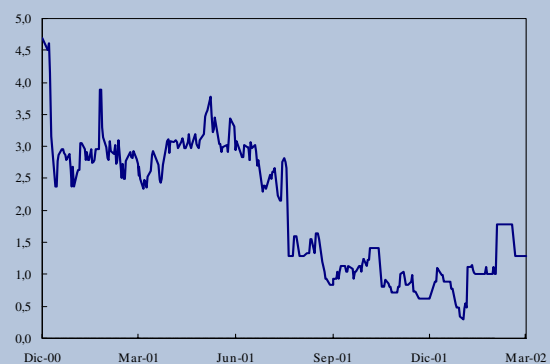
Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 21
DIFERENCIA ENTRE LA TASA DTF A 90 DÍAS
Y LA TIB PROMEDIO
(PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República, SGEE.

GRÁFICO 20
TASA INTERBANCARIA REAL
SERIE DIARIA
(PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República.

la DTF, finalizó marzo en 10,6%, 0,8 puntos porcentuales por debajo del valor registrado en diciembre. En lo corrido del año, sin embargo, la DTF se ha reducido menos que la tasa interbancaria y que las tasas de intervención del Banco. De esta forma, se ha ampliado la diferencia entre la primera y la segunda a cerca de 300 pb, muy por encima del valor estimado como de largo plazo (200 pb)¹⁰ (Gráfico 21). Lo anterior sugiere que, en los próximos meses podrían darse disminuciones adicionales en la DTF, incluso si no se presentan más modificaciones en la tasa interbancaria o en las tasas de intervención del Banco.

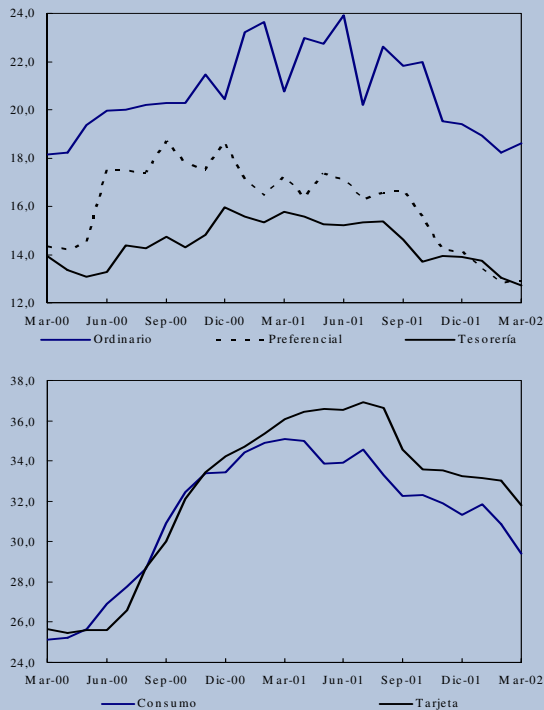
¹⁰ Según estimaciones de la SGEE.

La tendencia decreciente de la DTF influyó positivamente sobre el comportamiento de las tasas de interés por tipo de colocación, las cuales también disminuyeron, aunque a un mayor ritmo. Las mayores reducciones se observaron en las tasas de crédito de consumo, tarjetas, preferencial y de tesorería, las cuales, con respecto a diciembre, disminuyeron 1,9, 1,5, 1,2 y 1,2 puntos porcentuales, respectivamente (Gráfico 22). Gracias a estas reducciones, la tasa de colocación medida por la tasa activa del Banco de la República cerró marzo en 15,6%, al tiempo que la tasa activa, excluyendo los créditos de tesorería, lo hizo en 18,5%. Ambos valores son menores que los registrados en diciembre (Gráfico 23).

La mayor reducción de la inflación en los últimos tres meses contrarrestó completamente la caída en las tasas de interés nominales generando así, un incremento en todas las tasas reales *ex post*. La tasa real de captación pasó de 3,5% durante diciembre a 4,4% al cierre de marzo. Por su parte, la tasa real de colocación medida a través de la tasa activa del Banco de la República se ubicó en 9,2%, 1,0 punto porcentual por encima del nivel que alcanzó en el mes de diciembre. La tasa activa real excluyendo los créditos de tesorería aumentó, en igual período, 1,2 puntos porcentuales, tras finalizar marzo en 11,9% (Gráficos 24).

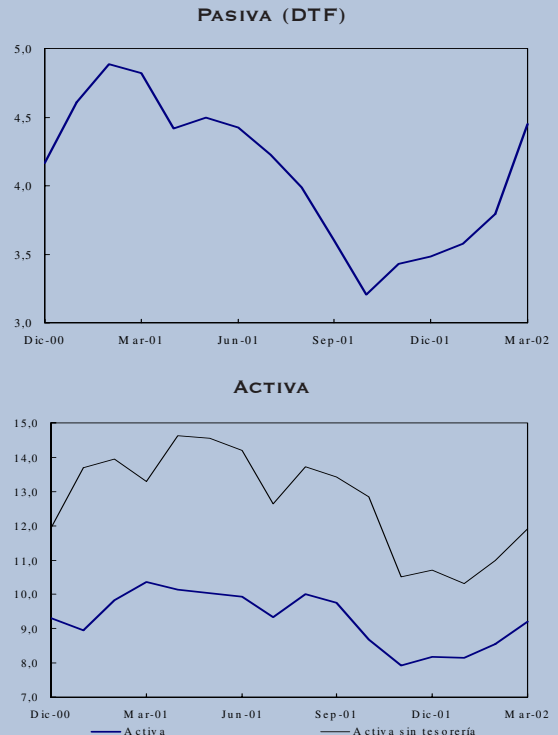
Hacia el futuro, no se anticipan incrementos sustanciales en las tasas pasivas a plazos menores o iguales a un

GRÁFICO 22
TASAS DE INTERÉS NOMINAL
POR TIPO DE COLOCACIÓN
(PORCENTAJE)



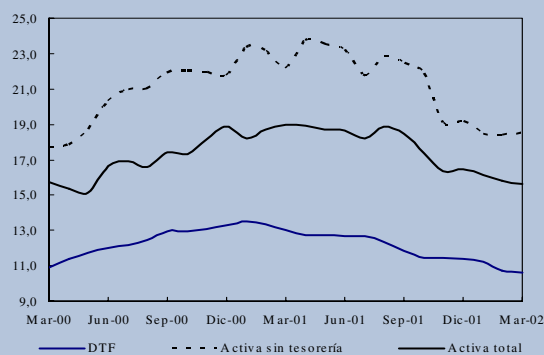
Fuente: Banco de la República, SGEE.

GRÁFICO 24
TASAS DE INTERÉS REALES
(PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

GRÁFICO 23
TASAS DE INTERÉS NOMINALES
(TASA EFECTIVA ANUAL)



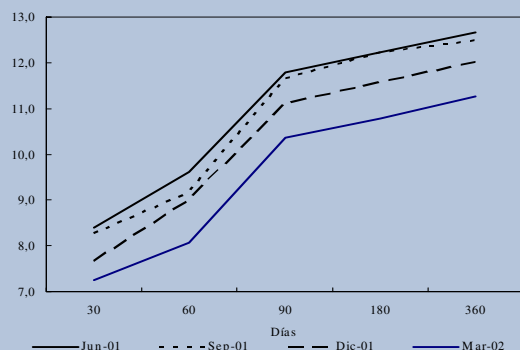
Fuente: Banco de la República, SGEE.

año. Por el contrario, la curva de rendimientos de la tasa básica de la Superintendencia Bancaria sugiere que la tendencia decreciente en las tasas pasivas deberá continuar. En marzo, las tasas a todos los plazos alcanzaron niveles históricamente bajos: 7,2% en los plazos

más cortos y 11,3% en los largos. Adicionalmente, la pendiente de la curva de marzo continuó sin exhibir cambios significativos con respecto a la observada en los tres trimestres anteriores, reforzando la idea de que el mercado no espera futuros incrementos en la tasa de interés pasiva (Gráfico 25).

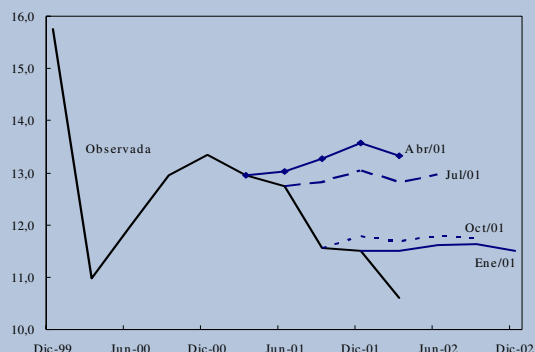
Adicionalmente, en el Gráfico 26 se muestra cómo ha evolucionado la curva de rendimientos de las tasas de interés de los títulos TES en el mercado secundario durante los últimos cuatro meses. La lectura del gráfico señala que existe una clara diferenciación entre las posiciones cortas y las largas. Para los plazos cortos (2 y 3 años) la tasa de interés continuó con la tendencia decreciente exhibida en meses anteriores. En marzo, la tasa a 2 y 3 años se ubicó 0,4 y 0,6 puntos porcentuales por debajo de lo registrado en diciembre. Sin embargo, la tasa de interés de los papeles con vencimiento igual o superior a los 5 años presentó repunte, interrumpiendo la tendencia decrecien-

GRÁFICO 25
ESTRUCTURA DE PLAZOS DE LA (TBS)
 (PORCENTAJE)



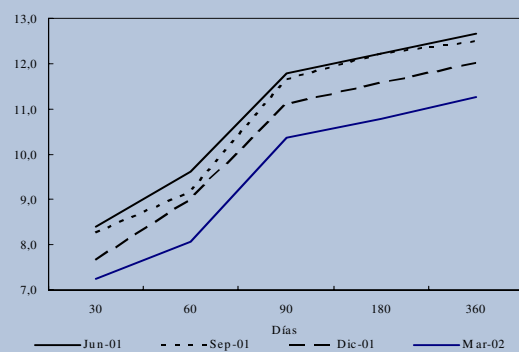
Fuente: Superintendencia Bancaria.

GRÁFICO 27
TASA DE INTERÉS (DTF) OBSERVADA
Y EVOLUCIÓN DE LAS EXPECTATIVAS
 (TASA EFECTIVA ANUAL)



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

GRÁFICO 26
CURVA DE RENDIMIENTOS DE LOS TES
MERCADO SECUNDARIO (SEN)
 (PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República.

te que traía desde hace ya algún tiempo. En este último mes, la demanda de este tipo de papeles disminuyó, provocando el repunte en la tasa de interés. No se descarta que lo anterior sea, en parte, consecuencia del incremento en la incertidumbre generado por diversas circunstancias, como el rompimiento de los diálogos de paz, las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda pública y la posibilidad de que se disminuya la calificación externa del país por parte de algunas firmas calificadoras de riesgo.

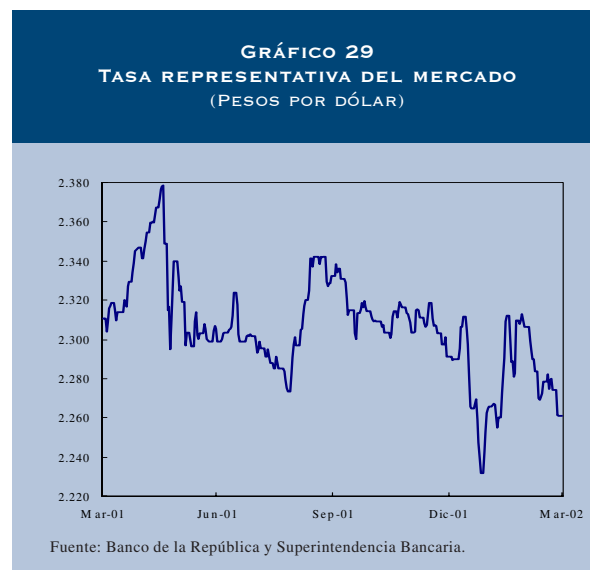
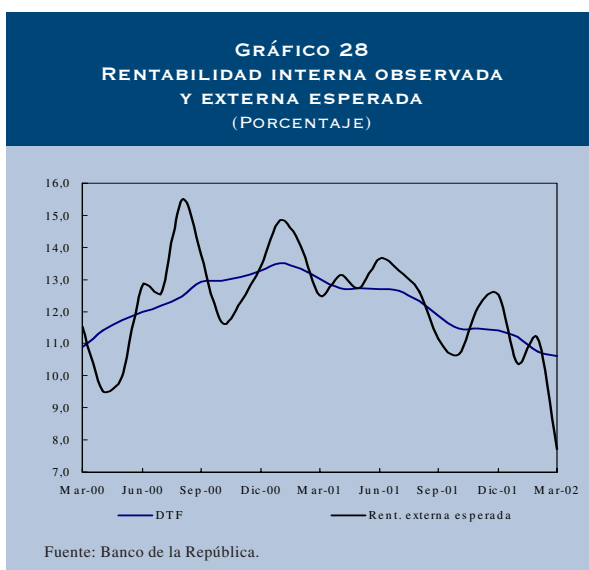
Por su parte, la última encuesta trimestral del Banco de la República, realizada en enero, indicaba que los agentes continuaban esperando que la tasa de interés se mantuviera relativamente estable. Sin embargo,

hay que señalar que estas expectativas se encontraban muy por encima de los valores efectivamente observados a marzo. Es decir, el mercado no anticipó la caída reciente de las tasas de interés. En particular, en enero, los agentes preveían una tasa de 11,5% para marzo, 0,9 puntos porcentuales mayor que la efectivamente observada (Gráfico 27).

4. Diferencial de rentabilidad

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

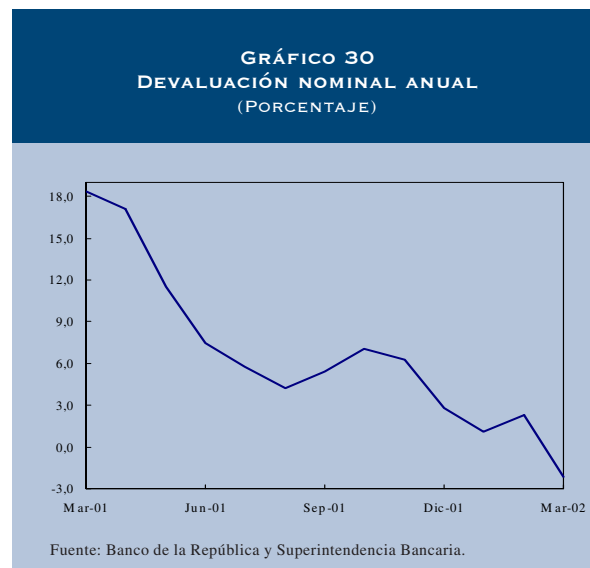
En el Gráfico 28 se comparan la rentabilidad externa esperada y la rentabilidad de las inversiones internas (medidas por la DTF). Si bien hasta febrero pasado la rentabilidad interna y la externa se ubicaban en niveles similares, en marzo la rentabilidad interna se situó muy por encima de la rentabilidad externa es-



perada. Esta última fue de 7,7%, nivel inferior en 4,8 puntos porcentuales al registrado al finalizar diciembre. Dicha disminución obedece, principalmente, a las menores expectativas de devaluación reportadas por los agentes, las cuales, en marzo se ubicaron en 6,2%, 4,7 puntos porcentuales menores que las reportadas en diciembre.

5. Tipo de cambio nominal

La tasa de cambio exhibió una tendencia revaloracionista durante el primer trimestre del año. Al cierre de marzo, el peso se ubicó en \$2.261,2 por dólar frente a un nivel de \$2.291,2 por dólar al cierre de diciembre. Esto se tradujo en una revaluación anual de 2,1% y año corrido de 1,3% (gráficos 29 y 30).



Cabe señalar que los mercados no anticipaban una revaluación del peso a comienzos de este año, como se desprende de las proyecciones de analistas y firmas calificadoras realizadas a finales del año pasado y de los resultados de la encuesta de expectativas del Banco correspondientes a enero de este año. De acuerdo con ésta última, los agentes esperaban que la tasa de cambio se situara en \$2.330,5 por dólar a finales de marzo. Frente a la tasa observada, esta expectativa es superior en 69,3 pesos.

El comportamiento de la tasa de cambio nominal en los tres primeros meses del año se vio afectado, principalmente, por la mayor oferta de divisas. El

análisis de los flujos de la balanza cambiaria para el período enero-marzo de 2002, indica que la oferta de divisas se ha originado principalmente en los ingresos netos por servicios no financieros y transferencias, los cuales ascienden a US\$859,2 m, representando así, un crecimiento anual de US\$434,4 m (Cuadro 7).

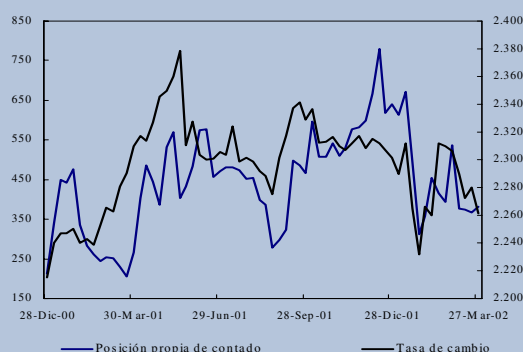
La revaluación no esperada del tipo de cambio puede haber disparado algunos mecanismos de manejo de portafolio en el caso de algunos actores importantes en el mercado cambiario, como son las administradoras de fondos de pensiones (AFP) y los intermediarios financieros, que han profundizado esta tendencia. Como se observa en el Gráfico 31, la liquidación de

CUADRO 7
EVOLUCIÓN DE LA CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA CAMBIARIA, 2001-2002
(MILLONES DE DÓLARES)

	Enero-Marzo		2001-2002 (Variación)	
	2001	2002	Absoluta	Relativa
Cuenta corriente	(393,3)	(46,5)	346,8	(88,2)
A. Balanza comercial	(493,0)	(531,5)	(38,5)	7,8
Exportaciones	727,9	656,6	(71,3)	(9,8)
Importaciones	1.220,9	1.188,1	(32,8)	(2,7)
B. Balanza de servicios y transferencia	112,8	495,4	382,6	
Servicios financieros	(311,9)	(363,8)	(51,9)	16,6
Servicios no financieros	324,2	528,3	204,1	63,0
Mercado no regulado	306,4	248,2	(58,2)	(19,0)
Transferencias	100,6	330,9	230,3	228,9
C. Compra de petróleo y gas natural	(13,1)	(10,4)	2,7	(20,6)

Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 31
POSICIÓN PROPIA DE CONTADO DEL SISTEMA FINANCIERO Y TASA REPRESENTATIVA DEL MERCADO (PORCENTAJE)

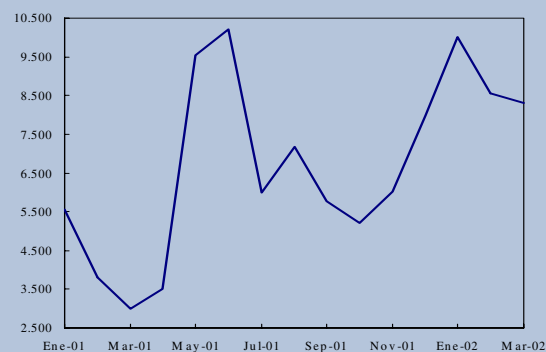


Fuente: Banco de la República, SGEE.

posición propia de contado por parte del sistema financiero se amplió en estos tres meses. Adicionalmente, la medida expedida por la Superintendencia Bancaria, la cual limita la exposición del portafolio en moneda extranjera en inversiones sin cobertura al riesgo cambiario de las AFP, ha obligado a que estas vendan a futuro en el mercado *spot* saldos en moneda extranjera.

La información reciente sugiere que las expectativas de devaluación del mercado han disminuido frente a

GRÁFICO 32
PRIMA DE CORTE DE LA SUBASTA DE OPCIONES PUT PARA ACUMULACIÓN DE RESERVAS INTERNACIONALES (PESO / MILES DE DÓLARES)



Fuente: Banco de la República, SGEE.

lo registrado en el cuarto trimestre de 2001. Esto se observa en el incremento de la prima de corte de las subastas de opciones para compra de divisas del Banco de la República (Gráfico 32), en el ejercicio total de los cupos asignados de dichas operaciones en febrero y marzo, y en la menor devaluación implícita pactada en los contratos *forwards*.

En la actualidad, tanto analistas como operadores de mercado concuerdan en que, en el largo plazo, exis-

ten factores económicos y de otra índole que podrían hacer que el tipo de cambio retomara su tendencia hacia la depreciación. Sin embargo, en el corto plazo persisten circunstancias que podrían garantizar cierta estabilidad al peso. Dentro de ellas podrían citarse el casi completo prefinanciamiento del Gobierno Nacional para este año, las mayores remesas provenientes de trabajadores colombianos en el exterior, la menor demanda de importaciones dado el lento crecimiento de la economía y los mayores precios del petróleo. Así mismo, no se descarta que el diferencial de rentabilidades a favor de la rentabilidad doméstica y la mayor disponibilidad de recursos de capital externo para los países emergentes, después de la salida de Argentina del mercado, mantengan la estabilidad del peso en el corto plazo.

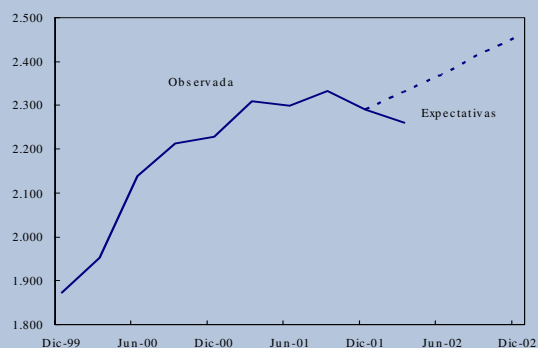
Finalmente, la encuesta de expectativas del Banco de la República correspondiente a enero, revela que para los tres trimestres siguientes, la tasa de cambio podría situarse en \$2.370,3, \$2.415,9 y \$2.455,4 por dólar, respectivamente. En consecuencia, los agentes esperan una devaluación anual de 3,1%, en junio, 3,6% en septiembre y 7,2% en diciembre (Gráfico 33).

6. Tipo de cambio real

En promedio, la tasa de cambio real medida por el ITCR1 (1994 = 100), la cual emplea el IPP del país y de sus 20 socios comerciales, se ubicó durante marzo en 109,6, el menor valor exhibido desde junio de 1999. Así, este indicador alcanzó una revaluación trimestral de 5,1%, mientras que la revaluación anual real registró el 8,2%. Por su parte, si se emplea el ITCR3 (1994 = 100), que utiliza el IPC, se obtiene que la revaluación real del primer trimestre fue 6,8%, mientras que la devaluación anual fue de -8,0% (gráficos 34 y 35).

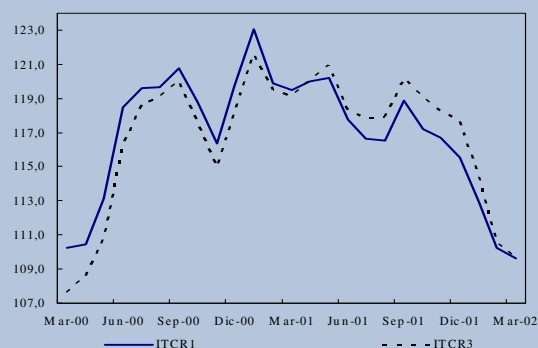
La tasa de cambio real está determinada por dos componentes, el externo y el interno. Mientras que el primer componente se determina por la relación entre la inflación y la devaluación externas, el segundo se determina por la relación entre la devaluación y la inflación colombianas. En lo corrido del año, tanto el componente interno como el externo están indu-

GRÁFICO 33
TASA DE CAMBIO NOMINAL OBSERVADA Y ESPERADA
(PESOS POR DÓLAR)



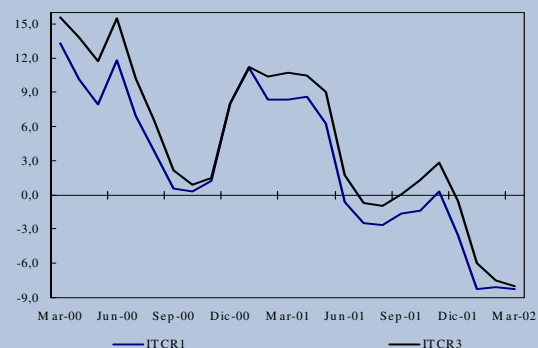
Fuente: Banco de la República, encuesta de expectativas, enero de 2002.

GRÁFICO 34
ÍNDICE DE LA TASA DE CAMBIO REAL,
ITCR1 E ITCR3, (1994 = 100)



Fuente: Banco de la República, SGEE.

GRÁFICO 35
DEVALUACIÓN REAL ANUAL,
ITCR1 E ITCR3, (1994 = 100)
(PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República, SGEE.

ciendo la apreciación real del tipo de cambio. La inflación de los principales socios comerciales de Colombia ha sido inferior a sus respectivas devaluaciones, al tiempo que la inflación colombiana es superior a la apreciación nominal del peso (véase capítulo III).

7. Precios de activos

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

Durante el primer trimestre de 2002, el IGBC se mantuvo relativamente estable debido a la ausencia de inversionistas y al bajo volumen de negociación. Adicionalmente, en los últimos tres meses, la valorización anualizada del IGBC (12,3%) se ubicó por debajo de la reportada en el cuarto trimestre de 2001 (22,2%), sin embargo, ésta continúa siendo mayor que la ofrecida por otros activos financieros. Tras este comportamiento, se encuentran factores tales como: la apreciación del peso frente al dólar, la estabilidad presentada por el mercado de renta fija, los bajos volúmenes transados y la gran volatilidad en los precios de las acciones, debido a la expectativa de unos resultados corporativos y proyectos de dividendos mixtos en el primer trimestre del año (Gráfico 36).

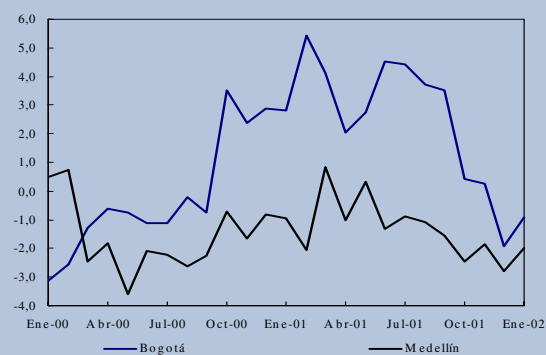
Otra variable que brinda información acerca de los precios de los activos en Colombia es el índice de precios de la vivienda. Este indicador es calculado por el Departamento Nacional de Planeación (DNP) para Bogotá y Medellín desde 1994 con periodicidad mensual. En el Gráfico 37 se expone la inflación de los precios de vivienda en Bogotá y Medellín. En diciembre y enero pasado, último mes para el cual se dispone de información, los precios de la vivienda tanto en Bogotá como en Medellín han registrado disminuciones nominales. Así, Bogotá y Medellín completan dos y ocho meses consecutivos con deflaciones, respectivamente. En enero, el crecimiento anual de los pre-

GRÁFICO 36
ÍNDICE GENERAL DE LA BOLSA
DE VALORES DE COLOMBIA



Fuente: Bolsa de valores de Colombia.

GRÁFICO 37
INFLACIÓN DE PRECIOS DE VIVIENDA
EN BOGOTÁ Y MEDELLÍN
(PORCENTAJE)



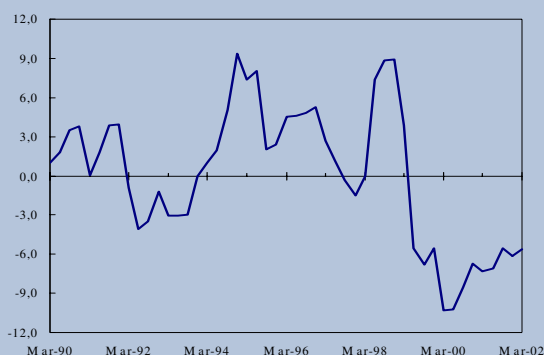
Fuente: Departamento Nacional de Planeación (DNP).

cios de la vivienda en Bogotá fue de -0,9%, inferior en 8,3 puntos porcentuales al crecimiento de los precios al consumidor en igual mes; por su parte, en Medellín, los precios de la vivienda mostraron un crecimiento anual negativo de 2,0%, inferior en 9,4 puntos porcentuales a la inflación del consumidor.

8. Índice de condiciones monetarias

De acuerdo con el indicador de condiciones monetarias (ICM), la postura de la política monetaria adelantada por la Junta en el primer trimestre de 2002 continuó siendo holgada y favorable a la reactivación económica. En este período, el ICM en relación con la demanda agregada se situó por debajo del nivel

GRÁFICO 38
INDICADOR DE CONDICIONES MONETARIAS (ICM)
DE LA DEMANDA AGREGADA
(PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República, SGEE.

del período base (1998:01), principalmente como resultado de la reducción de las tasas de interés. No obstante, el efecto compensatorio de la revaluación de la tasa de cambio real mantuvo el ICM en los niveles registrados dos trimestres atrás (Gráfico 38).

B. OFERTA Y DEMANDA

1. Consideraciones generales

El crecimiento durante 2001 (1,6%) estuvo por debajo de la meta oficial del Gobierno (2,4%) y fue menor que el observado un año atrás (2,7%). Son varias las razones que explican este mediocre desempeño. En primer lugar, todo parece indicar que la reforma tributaria que entró en vigencia en 2001 tuvo un impacto mayor que el previsto sobre los ingresos disponibles, afectando el consumo de los hogares. Por otra parte, el comportamiento de la economía de los Estados Unidos fue peor que lo anticipado, lo cual afectó la demanda de los productos manufacturados exportados hacia ese mercado. También, a comienzos del año pasado, se presentaron choques importantes de oferta como la huelga de Bavaria y los atentados al oleoducto de Caño Limón-Coveñas, que influyeron de manera negativa sobre la producción industrial y petrolera. Finalmente, persistieron factores negativos como la alta tasa de desempleo, los bajos términos de intercambio, sobre todo de los precios de café y petró-

leo, y una gran remuneración a los factores externos por el servicio de la deuda, que redujeron el ingreso disponible y que terminaron afectando el consumo de los hogares y del Gobierno.

A pesar de lo anterior, como se anticipó en el Informe sobre Inflación de diciembre, la economía mostró algunos signos de recuperación en el cuarto trimestre. En este período, su crecimiento anual fue de 1,7%, mayor que el presentado en el trimestre inmediatamente anterior (1,0%). Esto fue posible gracias al mejor desempeño del consumo del Gobierno y de los hogares, lo cual compensó la desaceleración del crecimiento de la demanda externa y de la inversión.

Para el año 2002 el crecimiento económico podría estar impulsado por la demanda interna, en particular, el consumo de los hogares. Algunos factores que deben ayudar a la recuperación del consumo son las menores tasas de interés, la estabilidad cambiaria, la recuperación de los términos de intercambio (especialmente en los precios del petróleo) y una eventual mejora de los ingresos de los hogares a través de mayores remesas provenientes del exterior. Adicionalmente, este año el ingreso disponible no sufrirá el impacto de una reforma tributaria.

Sin embargo, no se descarta la presencia de factores negativos, como el deterioro de la percepción que tienen inversionistas extranjeros y locales sobre el futuro económico del país (a raíz del rompimiento de los diálogos de paz y del nivel de deuda pública externa), los acontecimientos políticos y económicos en Venezuela, y la persistencia de una alta tasa de desempleo que, puedan constituirse en un impedimento para alcanzar la tasa de crecimiento de 2,5% proyectada por el Gobierno.

2. Consumo

Como se había anticipado en el Informe sobre inflación anterior, el consumo total registró un repunte significativo en el cuarto trimestre de 2001 (Cuadro 8), marcando un claro contraste con la desaceleración que se observó en los primeros nueve meses del año. Dicha recuperación se dio tanto en el consumo de los hogares como en el del Gobierno.

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

	2000 (p)					2001 (p)				
	I	II	III	IV	Anual	I	II	III	IV	Anual
Producto interno bruto	2,26	3,62	3,32	1,78	2,74	1,81	1,77	0,98	1,67	1,56
Importaciones totales	1,91	7,34	13,68	11,72	8,62	11,35	20,44	8,16	4,66	10,94
Total oferta final	2,21	4,14	4,76	3,19	3,57	3,19	4,45	2,06	2,14	2,95
Consumo final	3,47	3,15	2,86	0,54	2,49	1,17	1,00	0,99	2,17	1,33
Hogares 1/	2,61	3,42	4,65	3,91	3,65	1,91	1,20	0,43	1,85	1,34
No durables 2/	6,00	3,83	4,16	1,39	3,82	0,55	(0,48)	(2,44)	0,12	(0,57)
Semidurables 2/	3,75	14,23	20,56	23,19	15,28	7,00	5,57	3,85	2,46	4,64
Servicios 2/	0,20	1,22	2,41	2,56	1,60	2,62	2,32	2,61	3,12	2,67
Durables 2/	3,23	7,83	6,47	6,13	5,90	4,17	2,30	2,16	6,56	3,82
Gobierno	5,96	2,36	(2,08)	(8,25)	(0,74)	(0,89)	0,41	2,62	3,14	1,30
Formación bruta de capital	(7,22)	14,85	22,24	20,48	11,79	12,31	20,45	4,40	2,74	9,64
Formación bruta de capital fijo	(14,83)	(3,77)	4,43	13,61	(0,84)	6,06	13,37	12,53	12,42	11,16
Maquinaria y equipo	(4,18)	17,17	0,02	0,46	3,10	4,75	(2,19)	9,70	9,24	5,19
Equipo de transporte	(10,67)	(2,78)	13,16	19,65	4,22	16,74	34,23	18,34	10,24	19,44
Edificaciones	(1,57)	12,00	7,21	18,00	8,65	30,68	33,44	45,85	37,81	36,95
Obras civiles	(28,49)	(16,94)	(0,37)	7,14	(11,10)	7,16	10,88	8,26	17,29	11,02
Subtotal: demanda final interna	1,90	4,58	5,30	3,03	3,70	2,66	3,62	1,48	2,26	2,50
Exportaciones totales	3,85	1,79	1,98	4,04	2,92	6,00	8,91	5,11	1,52	5,32
Total demanda final	2,21	4,14	4,76	3,19	3,57	3,19	4,45	2,06	2,14	2,95

(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.

Consumo de los hogares

La recuperación del consumo de los hogares durante el cuarto trimestre de 2001 se explica, en parte, por un aumento en el ingreso disponible vía remesas de trabajadores en el exterior (las cuales aumentaron un poco más de 25,0% respecto al tercer trimestre de 2001) y porque en ese trimestre el Gobierno Nacional hizo efectivo el incremento salarial que la Corte Constitucional ordenó a comienzos de 2001, adelantando además, el pago de la prima del mes de diciembre. Por otra parte, durante el cuarto trimestre se redujeron las tasas de intervención del Banco de la República en 150 pb, que, junto con la reducción similar registrada en el tercer trimestre del año,

permitieron la disminución de los costos de los pasivos financieros de los hogares y pudieron incentivar la compra de artículos que usualmente se adquieren a crédito, como los bienes de consumo durable (principalmente vehículos nuevos).

Además de la aceleración del consumo de bienes durables en el cuarto trimestre, la recuperación del consumo privado se sostuvo en la aceleración de consumo de servicios y en la estabilización del consumo de bienes no durables (Cuadro 8). Este último subgrupo del consumo se había contraído en el segundo y tercer trimestres del año. La muestra mensual de comercio al por menor (MMCP) del DANE a diciembre sugiere que la recuperación del consumo

en el último trimestre del año se dio en un amplio espectro de bienes. De acuerdo con esta fuente, se presentaron tasas de crecimiento positivas para 13 de los 16 grupos de la muestra, destacándose la aceleración del crecimiento de las ventas de vehículos, muebles, electrodomésticos y calzado (Cuadro 9).

Para el primer trimestre de 2002 se espera que el ingreso disponible de los hogares siga recuperándose y de esta manera se acelere el crecimiento del consumo privado. A ello contribuye el incremento del ingreso real como consecuencia de la caída de la inflación por debajo de las expectativas del mercado (véase recuadro del capítulo IV). Así mismo, la reducción en 125 pb efectuada por el Banco de la República a sus tasas de intervención en estos primeros meses, debe nuevamente reflejarse en una reducción del

costo de los pasivos financieros de los hogares, incentivando la compra de bienes a crédito. Igualmente, existen indicios que sugieren que los hogares están adelantando un proceso de reposición de bienes de consumo durable. A la fecha, ya han pasado cinco años desde que terminó el *boom* de consumo que se inició a comienzos de la década del 90, tiempo que se corresponde con la vida útil de muchos de estos bienes, principalmente electrodomésticos y, en alguna medida, vehículos (ciclo de los bienes durables).

Algunos indicadores del comercio respaldan la apreciación sobre un buen desempeño del consumo en lo corrido del año. En el primer trimestre de 2002, las ventas de vehículos nuevos (nacionales e importados) en el mercado nacional registraron una tasa de crecimiento anual de 20,6%, manteniendo la tendencia observada durante el cuarto trimestre del año anterior (Gráfico 39). Así mismo, el crecimiento real de las ventas y avances con tarjetas de crédito (7,4%) no sólo se aceleró en el primer trimestre de 2002, sino que, además, es la primera vez en cinco trimestres que registra una tasa de variación positiva (Gráfico 40). Vale la pena destacar que la importante recuperación se dio tanto en los avances reales (15,4% anual) como en las ventas reales (6,4% anual). Así mismo, las entidades financieras reportaron un desempeño bastante favorable de los desembolsos para créditos de consumo durante el primer trimestre del año. Finalmente, el

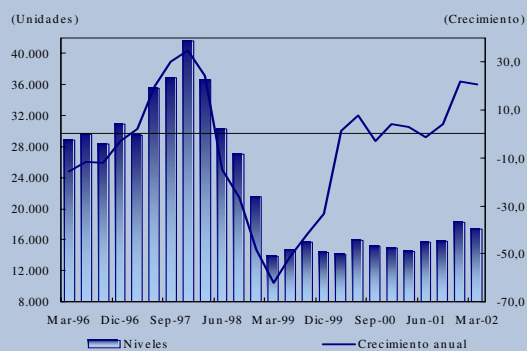
CUADRO 9
CRECIMIENTO ANUAL DE LAS VENTAS REALES POR GRUPOS DE MERCANCÍAS
(VARIACIÓN PORCENTUAL)

	2001 (p)			
	I	II	III	IV
Total sin combustibles	1,9	4,2	3,4	5,1
Total sin combustibles ni vehículos	3,1	3,7	2,9	4,2
Alimentos y bebidas	1,6	1,6	(1,2)	0,9
Licores y cigarrillos	1,7	3,2	4,3	3,6
Confecciones y textiles	5,4	4,1	1,9	4,0
Calzado y marroquinería	9,6	6,1	5,7	10,8
Medicamentos	2,5	(2,6)	(2,6)	(3,8)
Aseo personal	(3,1)	(0,6)	0,7	4,5
Muebles y electrodomésticos	6,9	2,6	5,2	10,0
Artículos de uso doméstico	3,2	18,1	14,3	13,0
Aseo del hogar	11,7	8,3	19,2	10,6
Muebles y equipo para oficina	9,6	34,0	53,3	32,9
Libros y papelería	7,1	18,9	12,4	11,3
Ferretería y vidrio	(2,4)	4,8	(0,3)	2,2
Repuestos	0,5	1,2	(0,8)	(3,9)
Vehículos	(17,2)	12,5	12,9	23,4
Lubricantes	(0,6)	4,3	12,6	(5,6)
Otras	4,6	16,4	18,1	13,5

(p) Provisional.

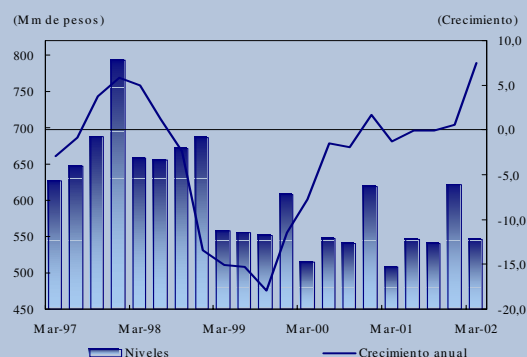
Fuente: Tabulados del DANE. Cálculos del Banco de la República, SGEE.

GRÁFICO 39
VENTAS TRIMESTRALES DE VEHÍCULOS EN EL MERCADO NACIONAL
(SIN EXPORTACIONES)



Fuente: Colmotores.

GRÁFICO 40
COMPRAS Y AVANCES CON TARJETAS DE CRÉDITO
 (MILES DE MILLONES DE PESOS DE 1994)



Fuente: Red Multicolor.

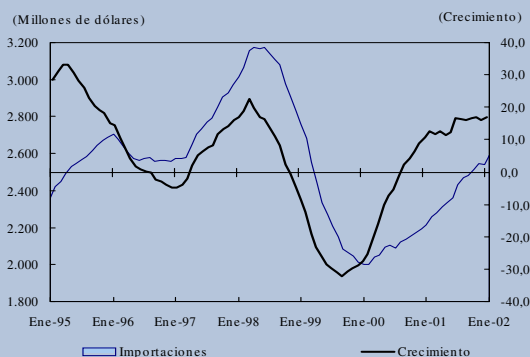
crecimiento del dinero en efectivo podría estar anticipando un crecimiento de las ventas durante el primer trimestre del año¹¹.

Otro indicador favorable lo constituyen las importaciones de bienes de consumo a enero, las cuales mantuvieron la tendencia de crecimiento observada desde la segunda mitad del año pasado (Gráfico 41). En los últimos 12 meses a enero, las importaciones de bienes de consumo crecieron 16,8% anual, siendo el crecimiento de las importaciones de bienes de consumo duradero (27,6%) más dinámico que el de las de bienes de consumo no duradero (11,0%).

Para el resto de 2002 se espera que factores favorables, como las bajas tasas de interés, el menor endeudamiento de los hogares y una disminución del desempleo, mantengan la dinámica de la tasa de crecimiento del consumo privado. No obstante, no es claro aún si los acontecimientos de orden público de febrero han tenido un efecto permanente o transitorio sobre la confianza de los consumidores y si van a influir o no en su toma de decisiones. A marzo, el nuevo indicador de confianza del consumidor, producido por Fedesarrollo desde noviembre de 2001, se redujo. Una caída permanente sugeriría un desánimo mayor de los consumidores que pro-

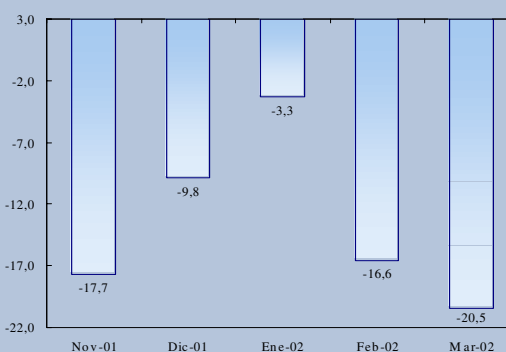
¹¹ Sobre estos temas, véase la sección de agregados monetarios.

GRÁFICO 41
IMPORTACIONES DE BIENES DE CONSUMO
 ÚLTIMOS 12 MESES



Fuente: DANE.

GRÁFICO 42
ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR
 (PORCENTAJE)



Fuente: Fedesarrollo.

bablemente terminaría por afectar el crecimiento del consumo y por ende, el de la economía en su conjunto (Gráfico 42).

Consumo del Gobierno

Durante el cuarto trimestre de 2001 el crecimiento del consumo del Gobierno se aceleró (Cuadro 8). Esto se explica en parte, por la política de reducción del rezago presupuestal adelantado el año pasado, lo que aceleró los pagos con vigencia a 2001 y permitió pagar algunas cuentas atrasadas. También durante el último trimestre del año, el Gobierno Central dio cumplimiento al pago en el incremento retroactivo de los salarios de los trabajadores públicos ordenado por la Corte Constitucional.

Para el primer trimestre de 2002 y resto del año, se espera una disminución del consumo del Gobierno, con base en el ajuste programado en el Plan Financiero de 2002¹². Este plan contempla un aumento del 4,0% nominal en los pagos de servicios personales, un incremento del 10,0% nominal en las transferencias totales y una disminución del 3,0% nominal de los gastos generales.

3. Inversión

Durante el cuarto trimestre de 2001 la inversión total, medida como la formación bruta de capital, continuó disminuyendo su ritmo de crecimiento al igual que sucedió en el tercer trimestre. Esta desaceleración, sin embargo, no se explica por el comportamiento de la inversión, descontada la acumulación de existencias (formación bruta de capital fijo), pues ésta volvió a crecer a finales de año a una tasa anual superior al 10,0%, similar a la de los trimestres anteriores. Por lo tanto, la desaceleración de la inversión total tiene que ser explicada por un proceso de desacumulación de existencias (Cuadro 8). Cabe señalar, sin embargo, que el DANE no ha dado a conocer datos explícitos sobre este agregado, por lo que la afirmación anterior corresponde a una inferencia.

La eventual desacumulación de inventarios arroja señales encontradas sobre las perspectivas de la inversión. Por un lado, si esta desacumulación no era prevista por los empresarios, podría obedecer a una recuperación de la demanda y en este sentido resulta una noticia favorable para la inversión y el crecimiento. Pero si era prevista, podría indicar que los empresarios ven con mayor reserva el futuro de la demanda, lo que debería conducir a una menor producción e inversión.

Inversión privada

En el cuarto trimestre, la formación bruta de capital fijo asociada con el gasto en inversión del sector privado (maquinaria y equipo, equipo de transporte y edificaciones) volvió a crecer a tasas importantes

(Cuadro 8). Factores como la reactivación de la construcción y el mayor gasto generado por el sistema de transporte masivo de Bogotá están detrás de este dinamismo.

De todas maneras, el resto del gasto privado en inversión también fue dinámico. En la segunda mitad de 2001 las empresas hicieron una importante inversión en maquinaria y equipo, como lo sugiere la importante aceleración de este agregado en dicho período. Una gran parte de este gasto pudo obedecer a un proceso de reposición de equipos, el cual no se pudo llevar a cabo en años anteriores (Cuadro 8). La otra parte del gasto debió estar orientada a inversiones que buscaban aumentar la capacidad productiva de las industrias y a mejorar la competitividad de sus procesos productivos.

Para el año 2002, se espera que el gasto en inversión de las empresas sea menos dinámico que el de la segunda mitad del año pasado. Algunos indicadores parecen estar sugiriendo que las empresas están “sobre invertidas” o simplemente, que la demanda de sus productos no ha evolucionado de acuerdo a como se esperaba. Según se detalla más adelante, a febrero, por ejemplo, el indicador de utilización de capacidad instalada de Fedesarrollo disminuyó respecto al ya bajo nivel del año anterior. Igual comportamiento registró el indicador de la ANDI. Adicionalmente, para este año no se presentará inversión por concepto de Plan Colombia y por el sistema de transporte masivo en Bogotá, en la magnitud que se registró el año pasado.

La evolución reciente de las importaciones de bienes de capital ya podría estar reflejando un menor crecimiento de la inversión privada en el primer trimestre. A enero la tasa de crecimiento anual de las importaciones de bienes de capital industrial mostró una importante reducción, y su nivel se contrajo por segundo mes consecutivo. El menor crecimiento anual también se observa en las importaciones de equipo de transporte a enero, cuyo valor fue muy similar al observado en diciembre de 2001.

Para 2002 se espera que la inversión en edificaciones sea el componente más dinámico de la forma-

¹² Plan Financiero 2002. Documento Asesores Confis No. 17 de 2001. Diciembre 21 de 2001.

ción bruta de capital fijo. Este rubro registró tasas de crecimiento importantes en 2001 y, a juzgar por el comportamiento de varios indicadores sectoriales, no se espera cambios en su tendencia de crecimiento a lo largo del presente año. Por el contrario, podría presentarse una aceleración del gasto en construcción durante el primer trimestre de 2002.

Durante el primer trimestre del año, los préstamos entregados a los constructores de vivienda, según el Instituto Colombiano de Ahorro y Vivienda (ICAV), presentaron una tasa de crecimiento real anual de 141,5%, lo cual es una marcada aceleración respecto al cuarto trimestre de 2001 cuando la tasa de crecimiento observada fue 57,7% (Gráfico 43). Así mismo, año corrido a febrero, las licencias aprobadas para la construcción de vivienda crecieron 54,5% siendo las licencias de construcción de vivienda no social las más dinámicas, al crecer 67,5% frente a las licencias para vivienda de interés social que aumentaron 38,8%.

Para el resto del año, tampoco se descarta la presencia de choques positivos de demanda (como la aprobación del sistema de las preferencias arancelarias andinas), que podrían eventualmente acelerar el crecimiento del gasto privado en inversión, especialmente en maquinaria y equipo.

Inversión pública

El crecimiento de la inversión en obras civiles se aceleró de manera muy importante en el cuarto trimestre de 2001 (Cuadro 8). Esta aceleración se encuentra asociada al mayor crecimiento del gasto público observado para el mismo trimestre y a la política de celeridad en la ejecución del presupuesto, con el fin de disminuir el rezago presupuestal.

Para 2002 se espera una contracción de la inversión en obras civiles. Por una parte, el plan financiero contempla un drástico recorte en el gasto de inversión del Gobierno Nacional Central (70,0% nominal) y por otra parte, no se esperan inversiones en infraestructura importantes de los gobiernos locales. En el caso de Bogotá, los fallidos intentos de reforma

tributaria y de descapitalización de Codensa, han puesto serios obstáculos a la financiación de los proyectos de inversión contemplados en el plan de ordenamiento territorial (POT) para el presente año.

4. Demanda externa

Como se había anticipado en el informe anterior las exportaciones siguieron desacelerándose en el cuarto trimestre (Cuadro 8), principalmente por la declinación de las exportaciones de petróleo. De igual manera, las exportaciones no tradicionales siguieron desacelerando su ritmo de crecimiento por la menor demanda desde los Estados Unidos, la cual no alcanzó a ser compensada por el buen desempeño de las exportaciones no tradicionales hacia Venezuela y Ecuador.

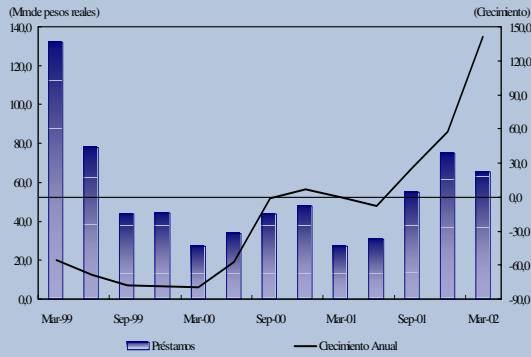
Las cifras a febrero indican que durante el primer trimestre continuó la tendencia decreciente de las exportaciones. Para el acumulado a 12 meses en febrero, las exportaciones totales se contrajeron 6,4% (Gráfico 44). Por otra parte, las exportaciones no tradicionales se mantienen en niveles similares a los observados en noviembre de 2001, lo que se ha traducido en una desaceleración de su tasa de crecimiento anual para el acumulado a 12 meses (Gráfico 45).

Las cifras a febrero también permiten observar la caída que vienen presentando las exportaciones no tradicionales industriales hacia los Estados Unidos (Gráfico 46). Esto ha obedecido tanto a la desaceleración económica en ese país, como a la demora en la aprobación del sistema de las preferencias arancelarias andinas.

Para el caso de Venezuela, las exportaciones no tradicionales industriales están estancadas (en niveles) desde diciembre del año anterior (Gráfico 47). Además, algunas cifras preliminares sugieren una importante distorsión del crecimiento en el mes de marzo (las exportaciones de vehículos nuevos fueron aproximadamente el 65,0% de las de febrero).

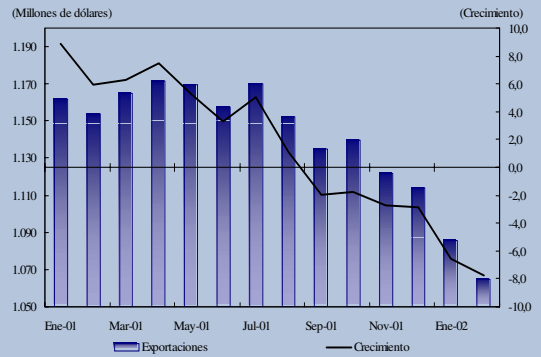
Para 2002 no se espera un buen desempeño de las exportaciones. En el caso de las exportaciones tra-

GRÁFICO 43
PRÉSTAMOS DESEMBOLSADOS
A LOS CONSTRUCTORES DE VIVIENDA
(MILES DE MILLONES DE PESOS DE 1998)



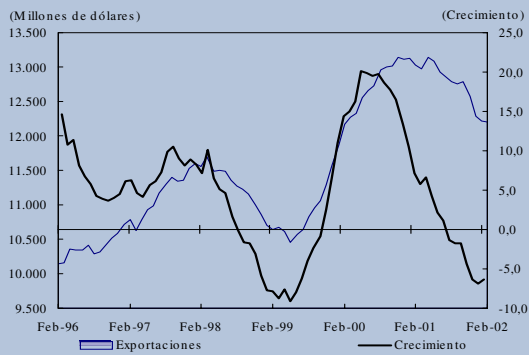
Fuente: ICAVE.

GRÁFICO 46
EXPORTACIONES NO TRADICIONALES INDUSTRIALES
A LOS ESTADOS UNIDOS
ÚLTIMOS 12 MESES



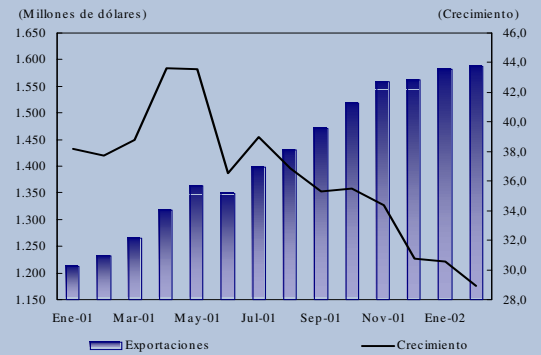
Fuente: DANE.

GRÁFICO 44
EXPORTACIONES TOTALES
ÚLTIMOS 12 MESES



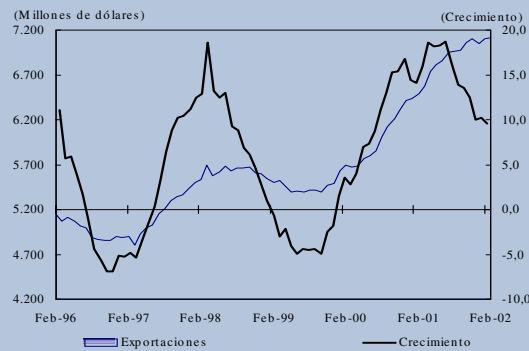
Fuente: DANE.

GRÁFICO 47
EXPORTACIONES NO TRADICIONALES
INDUSTRIALES A VENEZUELA
ÚLTIMOS 12 MESES



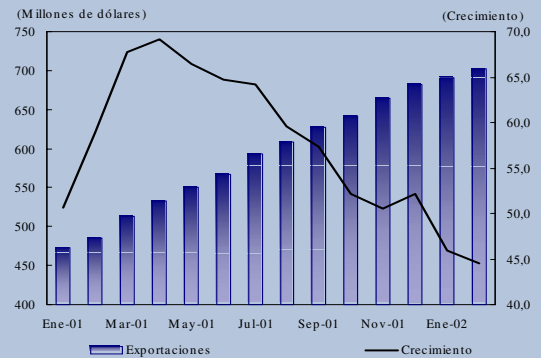
Fuente: DANE.

GRÁFICO 45
EXPORTACIONES NO TRADICIONALES
ÚLTIMOS 12 MESES



Fuente: DANE.

GRÁFICO 48
EXPORTACIONES NO TRADICIONALES INDUSTRIALES
A ECUADOR
ÚLTIMOS 12 MESES



Fuente: DANE.

dicionales, probablemente éstas continuarán contrayéndose como consecuencia de la menor producción de petróleo, producto de la declinación natural de los pozos. Las exportaciones de café tampoco tienen muchas posibilidades de recuperación, ya que los bajos precios del grano deberán desestimular la oferta. Todas estas menores fuentes de crecimiento para las exportaciones no alcanzarán a ser compensadas por el buen desempeño de las exportaciones de carbón.

En cuanto a las exportaciones no tradicionales, se espera un crecimiento menos dinámico que el observado durante 2001, pues no se anticipa un cambio en la tendencia de crecimiento en las exportaciones destinadas a los Estados Unidos hasta que no se renueve el acuerdo de preferencias arancelarias para la región Andina (ATPA) y no se consolide la recuperación económica en ese país. En el caso de las exportaciones no tradicionales hacia Venezuela, muy probablemente terminarán contrayéndose como consecuencia de la difícil situación política y económica por la que actualmente atraviesa dicho país.

Finalmente, se espera que las exportaciones no tradicionales industriales a Ecuador, registren importantes cifras de crecimiento a lo largo del año, aunque menos dinámicas que las observadas en el año anterior (Gráfico 48).

5. Oferta

La mayoría de las ramas de actividad económica registraron un crecimiento anual mayor en el cuarto trimestre de 2001 que en los dos trimestres anteriores. En estos meses del año fue especialmente importante la recuperación del sector de la construcción, el cual exhibió un crecimiento anual de 10,9% en este período, muy superior al registrado en los últimos cuatro años. Otras ramas que mostraron una recuperación importante fueron la agropecuaria y el comercio. Todas estas ramas, junto con la de servicios personales explican la aceleración del crecimiento del PIB en el cuarto trimestre (Cuadro 10). Infortunadamente, la contracción de minas y canteras por la menor producción de petróleo y el pobre desempeño del sector manufacturero impidieron una tasa de crecimiento mayor.

CUADRO 10
PIB TRIMESTRAL POR RAMAS DE ACTIVIDAD - SERIES DESESTACIONALIZADAS
(VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL)

Ramaz de actividad	2000 (pr.)					2001 (pr.)				
	I	II	III	IV	Anual	I	II	III	IV	Anual
Agropecuaria, silvicultura, caza y pesca	1,60	7,33	3,96	7,34	5,03	4,12	0,26	(0,33)	2,08	1,51
Explotación de minas y canteras	(5,27)	(11,81)	(12,57)	(10,55)	(10,04)	(7,68)	(3,69)	1,92	(6,39)	(4,04)
Electricidad, gas y agua	2,93	0,75	(0,56)	(0,25)	0,70	1,00	2,78	2,76	1,12	1,91
Industria manufacturera	10,33	11,82	12,14	4,91	9,73	2,57	0,85	(3,36)	(2,95)	(0,76)
Construcción	(13,95)	(4,38)	0,49	8,42	(2,85)	(3,49)	(0,02)	4,80	10,87	3,17
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	6,13	12,04	13,31	10,41	10,46	4,10	1,78	0,26	2,16	2,05
Transporte, almacenamiento y comunicación	2,14	2,33	2,81	1,65	2,23	3,22	4,57	2,90	3,21	3,47
Establecimientos financieros, seguros e inmuebles	0,50	1,67	2,56	(0,13)	1,15	0,38	(0,80)	0,35	0,84	0,19
Servicios sociales, comunales y personales	3,89	1,33	(1,71)	(6,66)	(0,92)	(0,19)	0,77	2,41	2,91	1,47
Producto interno bruto	2,26	3,62	3,32	1,78	2,74	1,81	1,77	0,98	1,67	1,56

(pr.) Preliminar.
Fuente: DANE.

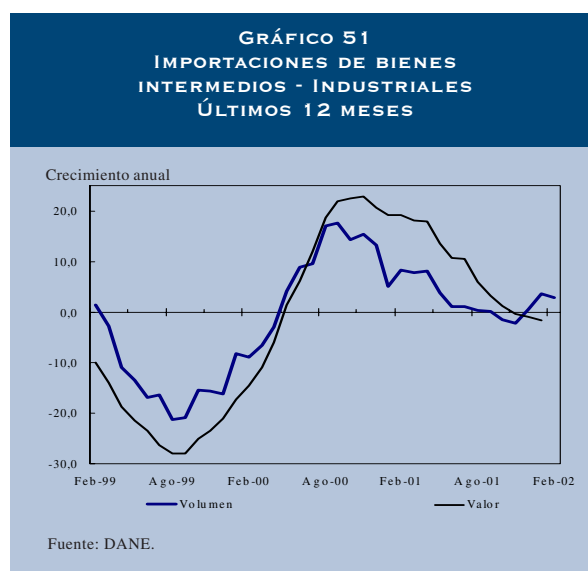
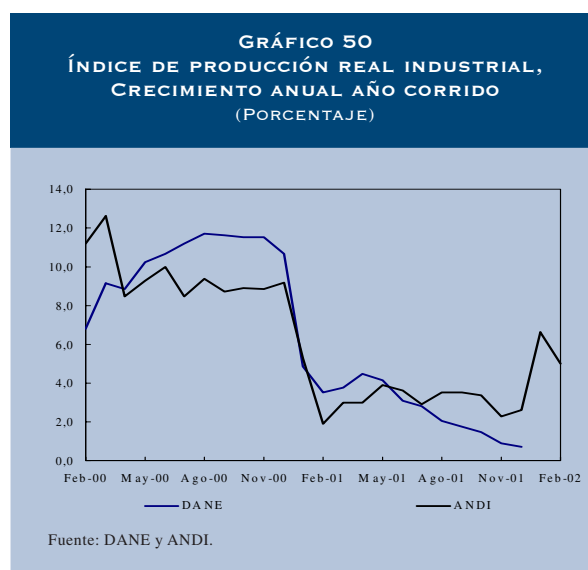
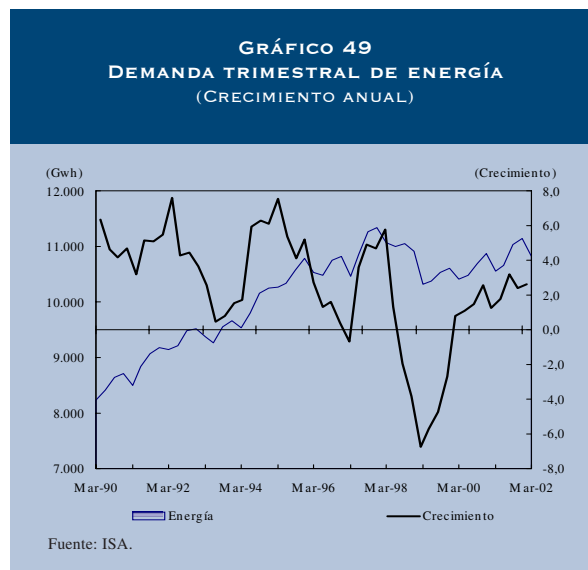
A la fecha de escribir el informe, el DANE no ha dado a conocer cifras sobre industria y comercio. Por esta razón el análisis que se presenta a continuación únicamente se basó en las encuestas que realizan los gremios y centros de investigación privados y no en cuenta cifras oficiales.

Para el primer trimestre hay indicios que señalan que sectores como el comercio y la construcción continuaron creciendo. El aumento de la demanda de energía durante el primer trimestre (2,6%) sugiere que no se va a presentar un mayor deterioro de las actividades urbanas en general (Gráfico 49).

A febrero, la encuesta de opinión industrial conjunta (EOIC) que realiza la ANDI sugiere una recuperación de la producción industrial, o por lo menos una reducción de su ritmo de contracción. En buena parte, este desempeño obedece a que, en los primeros meses del año, no se presentó el choque de oferta (huelga de Bavaria) que afectó la producción industrial en el primer trimestre de 2001 (Gráfico 50). La EOIC también señala una recuperación de algunas otras ramas con participación importante dentro de la industria, como la de producción de alimentos (8,5% en lo corrido del año), que puede estar denotando una mayor demanda interna.

Otro indicador que sugiere un menor deterioro de la industria es la importación de bienes intermedios dirigidos al sector. Si bien es cierto que a enero el crecimiento anual del valor de las importaciones acumuladas a 12 meses se contrajo (-1,7%), en volumen éstas han venido aumentando desde noviembre del año anterior, y su tasa de crecimiento anual (para el acumulado a 12 meses) se ha seguido acelerando, hasta situarse en 3,6% para el mes de enero (Gráfico 51).

Para el resto del año resulta difícil prever qué sectores liderarán el crecimiento y en especial si la industria se podrá recuperar. Los resultados de la Encuesta de opinión empresarial (EOE) de Fedesarrollo para la industria del mes de febrero, parecen sugerir que la ruptura de los diálogos de paz afectó su desempeño. Adicionalmente, las empresas no exportadoras del



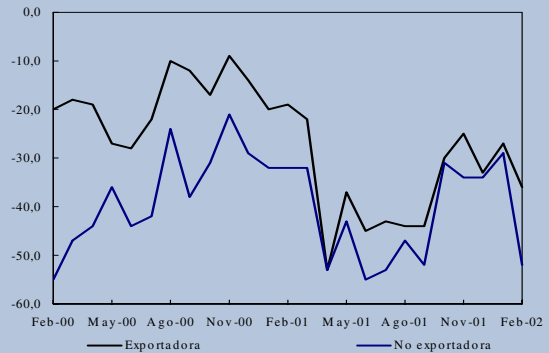
sector reportaron una fuerte disminución en sus pedidos y un aumento de sus existencias. De mantenerse esta tendencia, se estaría anticipando un proceso de acumulación de inventarios no deseado, el cual afectaría la actividad industrial en los próximos meses (gráficos 52, 53 y 54). Estos resultados contrastan con los obtenidos para las empresas exportadoras, las cuales reportaron una menor disminución del volumen de pedidos (como se espera debido a la debilidad de la demanda externa), pero lograron mantener su nivel de existencias y aumentaron su actividad productiva.

Como era de esperarse, la ruptura de los diálogos de paz deterioró las expectativas económicas y de producción de los empresarios industriales, lo que se reflejó en una disminución significativa del indicador del clima de los negocios calculado a partir de la EOE (Gráfico 55). Para la encuesta del mes de marzo se esperan resultados similares en materia de expectativas que los observados en febrero.

En este momento no es posible saber si el deterioro en las expectativas de los empresarios es de carácter transitorio o permanente, y mucho menos saber cuál va a ser su incidencia sobre las decisiones de producción e inversión. Por otra parte, existe gran incertidumbre sobre el desenlace que van a tener los acontecimientos de Venezuela y su efecto sobre las exportaciones no tradicionales. Finalmente, la aprobación del sistema de las preferencias arancelarias andinas podría constituirse en un choque positivo para la producción industrial y las expectativas de los agentes. Sin embargo, aún no es claro cuándo se va a dar su aprobación, ni existe certeza sobre cuáles van a ser los productos que van a ser beneficiarios de las exenciones arancelarias.

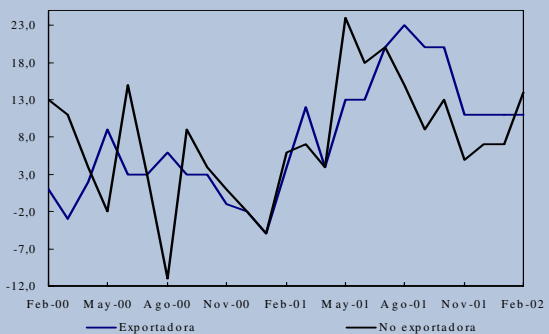
Con respecto a la construcción privada, la incertidumbre es menor, pues los indicadores sectoriales como las licencias mencionadas atrás, indican que su dinamismo se mantendrá durante gran parte de lo que resta del año. Así mismo, los recursos disponibles para el subsidio a la vivienda de interés social (VIS) garantizan que este subsector siga creciendo. Otros sectores que se espera sustenten el crecimiento este año son el comercio y el agropecuario. Nueva-

GRÁFICO 52
VOLUMEN ACTUAL DE PEDIDOS
(BALANCES)



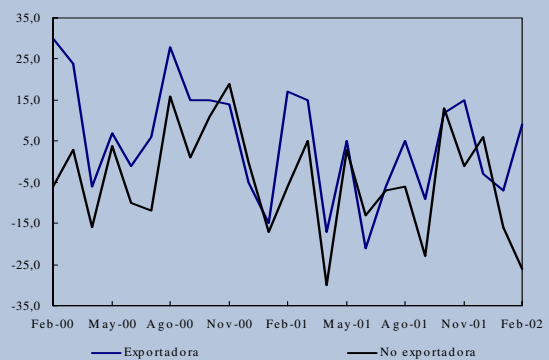
Fuente: Encuesta de opinión empresarial (EOE) de Fedesarrollo.

GRÁFICO 53
NIVEL ACTUAL DE EXISTENCIAS
(BALANCES)



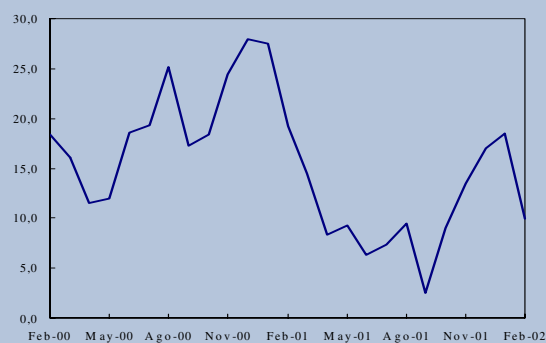
Fuente: Fedesarrollo, EOE.

GRÁFICO 54
ACTIVIDAD PRODUCTIVA
(BALANCES)



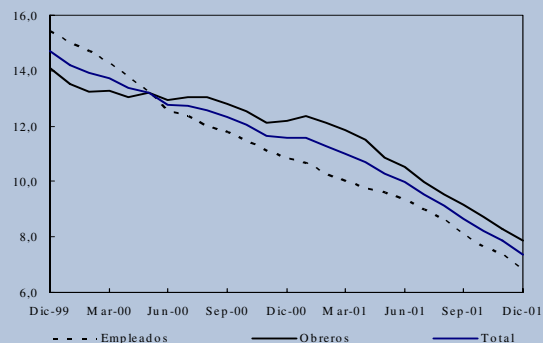
Fuente: Fedesarrollo, EOE.

GRÁFICO 55
CLIMA DE NEGOCIOS



Fuente: EOE de Fedesarrollo.

GRÁFICO 56
CRECIMIENTO ANUAL DE LA REMUNERACIÓN
NOMINAL INDUSTRIAL
ÚLTIMOS 12 MESES
(PORCENTAJE)



Fuente: DANE.

mente este año, se prevé una importante contracción de minas y canteras, como consecuencia de la reducción de la producción petrolera.

C. SALARIOS Y EMPLEO

1. Salarios industriales

A diciembre de 2001, el ritmo de ajuste de los salarios nominales del sector industrial siguió disminuyendo, tendencia que se mantiene desde el año 2000. Para este mes, la variación anual de los últimos 12 meses de los salarios nominales del conjunto de trabajadores del sector fue 8,1%, inferior en 5,2 puntos porcentuales que la observada para el mismo mes del año anterior. Esta disminución, mayor que la reducción de la inflación para el mismo período (1,1 puntos porcentuales), hizo que los salarios reales tuvieran un menor ritmo de ajuste.

Las prestaciones pagadas a los trabajadores del sector también continuaron reduciendo su ritmo de ajuste. Para el año 2001 el crecimiento de las prestaciones pagadas al total de los trabajadores (obreros + empleados), fue 6,4%, lo que representa una disminución en 2,9 puntos porcentuales frente al observado para el año 2000 (9,3%).

Los menores ajustes de los salarios y de las prestaciones se tradujeron en un crecimiento de la remuneración total (salarios + prestaciones) de los trabajadores del

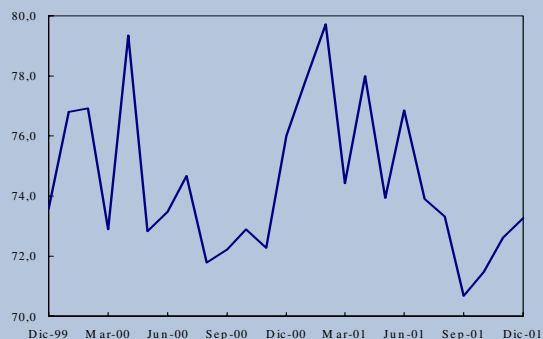
sector, más acorde con el comportamiento de la inflación y la meta del Banco de la República (Gráfico 56). En efecto, durante 2001 el crecimiento de la remuneración total de los trabajadores fue 7,4%, muy similar a la inflación observada (7,6%). Esto contrasta con lo que sucedió en el año 2000, cuando el crecimiento de la remuneración total había sido de 11,6%, es decir, 2,8 puntos porcentuales superior a la inflación observada en ese año.

El aumento más moderado de los salarios nominales a lo largo del año y una productividad de los obreros del sector similar a la del año anterior, permitieron que los costos laborales nominales por unidad de producto (costo laboral unitario CLU) crecieran a una tasa similar a la de la inflación. De esta manera, en términos reales, el CLU no se incrementó frente al de diciembre del año 2000 (Gráfico 57). En la medida en que los salarios han comenzado a reajustarse en línea con las metas de inflación del Banco de la República y que es probable continuar observando algún incremento en la productividad, bien sea por el reciente esfuerzo de inversión realizado por la industria o a través de la reducción de personal, probablemente el CLU se mantendrá en niveles bajos este año y no ejercerá presiones inflacionarias.

2. Empleo

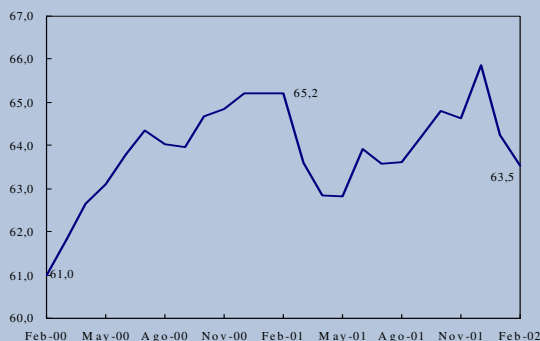
Para el mes de febrero, la tasa de desempleo en las 13 principales áreas urbanas fue de 18,8%, 1,2 puntos porcentuales inferior a la registrada para el mismo mes

GRÁFICO 57
COSTO LABORAL UNITARIO REAL
PARA OBREROS DEL SECTOR INDUSTRIAL



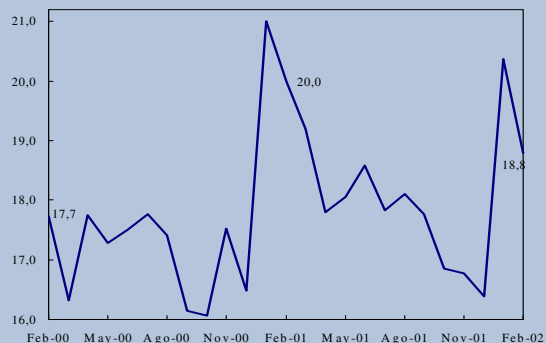
Fuente: DANE.

GRÁFICO 59
TASA GLOBAL DE PARTICIPACIÓN, 13 CIUDADES
NUEVA METODOLOGÍA
(PORCENTAJE)



Fuente: DANE, ECH.

GRÁFICO 58
TASA DE DESEMPLEO, 13 CIUDADES
NUEVA METODOLOGÍA
(PORCENTAJE)



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

GRÁFICO 60
TASA DE OCUPACIÓN, 13 CIUDADES
NUEVA METODOLOGÍA
(PORCENTAJE)



Fuente: DANE, ECH.

del año anterior (Gráfico 58). En el total nacional, la tasa de desempleo fue 16,4%, 0,9 puntos porcentuales menor que la de febrero de 2001.

La menor tasa de desempleo en las 13 ciudades se explica por una disminución en la oferta laboral. La tasa global de participación (TGP) fue 1,7 puntos porcentuales menor que la del mismo mes del año anterior. Dicho fenómeno compensó (positivamente) la caída en la tasa de ocupación, la cual fue 0,6 puntos porcentuales menor que en febrero de 2001 (gráficos 59 y 60).

El crecimiento de la oferta de trabajo, medida a través de la TGP ha sido una de las causas del crecimiento de

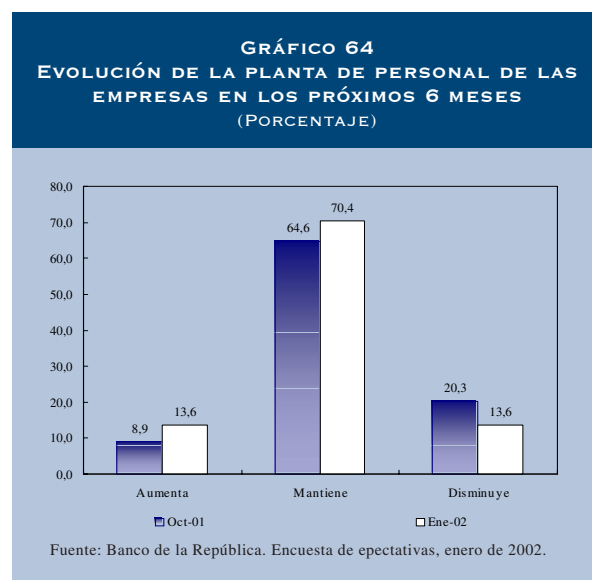
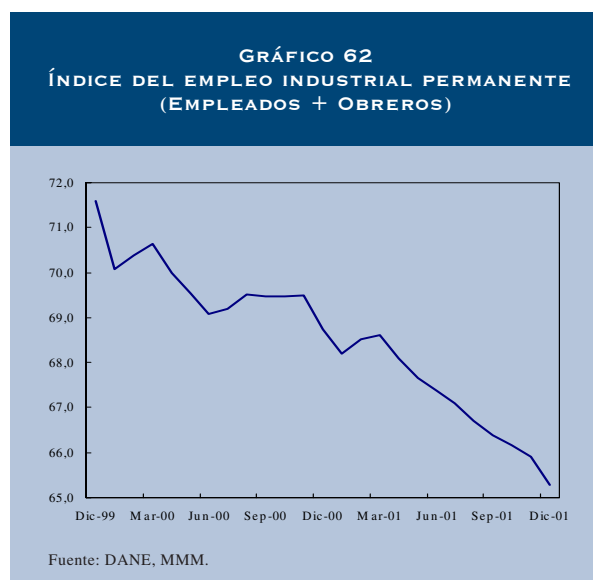
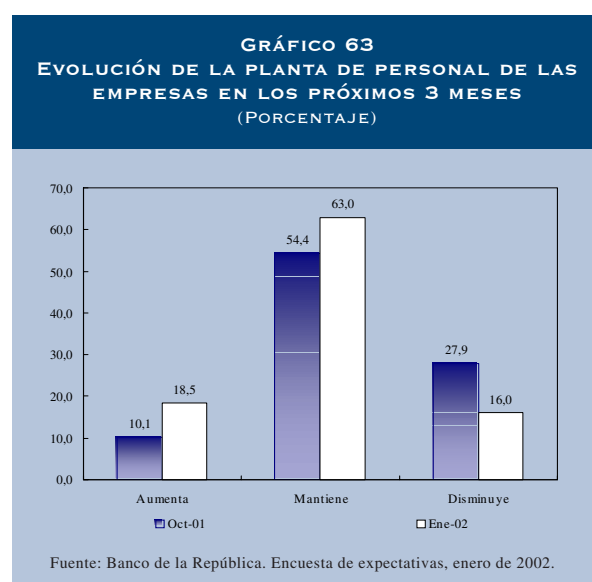
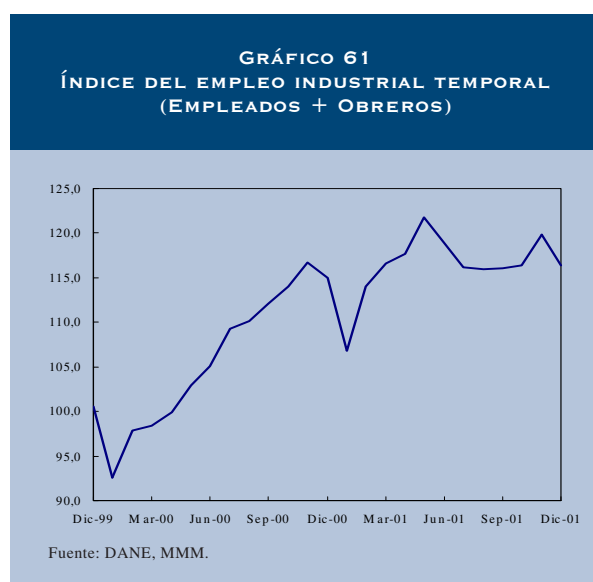
la tasa de desempleo en estos últimos años. Su amplia reducción a comienzo de este año no deja de sorprender y a la fecha, se desconoce si esta situación puede ser transitoria. De mantenerse esta tendencia, algunas hipótesis que podrían explicarla estarían asociadas a una recuperación de los ingresos de los hogares (bien sea vía remesas del exterior o mayores y más estables ingresos del jefe del hogar), que habrían permitido disminuir la presión o necesidad de conseguir empleo. Otra hipótesis, menos optimista, tiene que ver con el mayor desestímulo en la búsqueda de trabajo, que los altos niveles de desempleo generan en las personas subempleadas o con ingresos bajos (por ejemplo, los pensionados o el caso de los estudiantes que buscan trabajo de medio tiempo).

La muestra mensual manufacturera (MMM) del DANE a diciembre de 2001, indica que continúa el deterioro en el empleo industrial. Al descomponer por tipo de empleo, se observa que el menor empleo en el sector está asociado con un estancamiento en la contratación de la planta de personal temporal y con una disminución del permanente (gráficos 61 y 62). La pérdida de la dinámica en la contratación de personal temporal se presentó a partir de la segunda mitad del año, cuando la producción industrial, según la MMM, comenzó a deteriorarse (Gráfico 50).

Para el año 2002, se espera que la recuperación de sectores intensivos en mano de obra como la cons-

trucción y el comercio, tengan efectos favorables sobre el nivel de empleo y, eventualmente, en la tasa de desempleo. Esto es ratificado por los resultados de la encuesta de expectativas del Banco de la República, de enero, según la cual el 18,5% de los encuestados respondió que piensa aumentar su planta de personal en los próximos tres meses y el 13,6% piensa hacerlo en los próximos seis meses (gráficos 63 y 64).

Vale la pena resaltar que esta es la primera vez, desde que se hace la encuesta (abril de 2000), que el porcentaje de respuestas que indican una ampliación de la planta es mayor que el de la encuesta inmediatamente anterior. En este caso, las respuestas favorables a tres meses



fueron 8,4 puntos porcentuales mayores que en la encuesta de octubre y para las respuestas favorables a seis meses fueron 4,7 puntos porcentuales.

3. Pactos de incremento salarial

Para el año 2002 el salario mínimo legal (SML) se incrementó 8,0%, dos puntos porcentuales por encima de la inflación esperada y 0,4 puntos porcentuales superior a la inflación causada durante 2001. Si bien, este reajuste es sustancialmente menor que el del año pasado (10,0%) sigue estando por encima de la meta de inflación del Banco para el año en curso.

El Cuadro 11 contiene las cifras del Ministerio de Trabajo y Seguridad Social sobre incrementos salariales pactados a uno y dos años.

En la parte superior del cuadro, se presenta el porcentaje de trabajadores beneficiados por negociaciones de incremento salarial a un año, en los tres primeros meses de 2002. Se observa que durante el primer trimestre del año, el 28,7% de los trabajadores reportó haber pactado incrementos salariales a un año en el rango comprendido entre el 6,5% y el 8,0%, porcentaje sustancialmente mayor que el reportado en igual período de 2001 (0,3%).

De igual forma, el porcentaje de trabajadores beneficiados con de incremento salarial comprendido en el rango entre el 8,0% y el 10,0% disminuyó 38,5 puntos

porcentuales al pasar de 76,6% en marzo del año pasado a 38,1% en igual lapso de 2002. Lo anterior podría suponer un incremento en la credibilidad de la meta de inflación del Banco de la República, al tiempo que implica menores presiones inflacionarias en lo referente a los costos laborales en los próximos meses.

En la segunda parte del Cuadro 11, se presenta el porcentaje de trabajadores beneficiados por rango de incremento salarial a dos años, de nuevo, pactados entre enero y marzo de 2002. Aproximadamente la mitad del total de trabajadores beneficiados se concentra en el rango comprendido entre el IPC + 0,5% y el IPC + 2,5%. Este porcentaje es muy similar al observado en igual período de 2001 (42,5%). Por su parte, el 34,9% de trabajadores se beneficia con incrementos salariales iguales al IPC, porcentaje ligeramente inferior al reportado el año pasado (32,6%). Finalmente, tan sólo el 2,6% reportó pactos con incrementos salariales menores que 6,5%, cifra igual a la de hace un año.

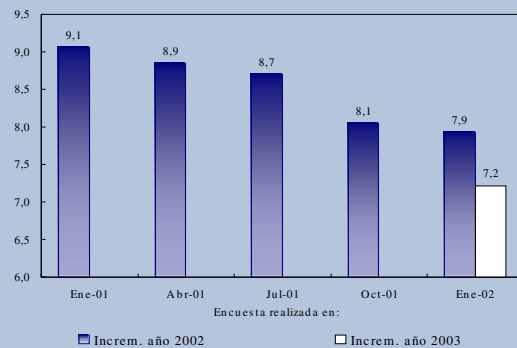
En la última encuesta de expectativas del Banco de la República realizada en enero, se observa una reducción en los ajustes salariales esperados (Gráfico 65). Los encuestados respondieron que esperan un ajuste de 7,2% para el año 2003. Vale la pena destacar la reducción sistemática que se viene presentando en las expectativas de reajuste salarial, desde el año anterior.

CUADRO 11
PORCENTAJE DE BENEFICIADOS POR NIVEL DE INCREMENTO SALARIAL PACTADO (ENERO-MARZO DE 2002)

Negociaciones a un año					
<6,5	[6,5-8,0]	[8,0-10,0]	[10,0-12,0]		
3,3	28,7	38,1	29,9		
Negociaciones a dos años					
<6,5	[6,6-11,0]	IPC	[IPC + 0,5-IPC + 2,5]	SML	Otros
2,6	11,7	34,9	44,5	0,6	5,6

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

GRÁFICO 65
INCREMENTO SALARIAL PROMEDIO (PORCENTAJE)



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

D. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA Y BRECHA DEL PRODUCTO

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

Según la EOE de Fedesarrollo del mes de febrero, la utilización de la capacidad instalada para el período diciembre de 2001-febrero de 2002, fue 4,3 puntos porcentuales menor que el promedio observado para esos mismos meses en los últimos 10 años. Por otra parte, el indicador que se obtiene a través de la EOIC de la ANDI fue inferior en 3,6 puntos porcentuales al promedio registrado para el mes de febrero en los últimos siete años (Gráfico 66).

La menor utilización de capacidad instalada en la industria parece obedecer a un proceso de “sobreinversión” de las empresas, tal como se explicó en el apartado de inversión privada. El año pasado se observó un esfuerzo significativo de inversión por parte del sector privado, que se manifestó en un crecimiento importante de la formación bruta de capital por segundo año consecutivo, y en un importante flujo de importaciones de bienes de capital. Este proceso no sólo amplió la capacidad instalada de la economía sino

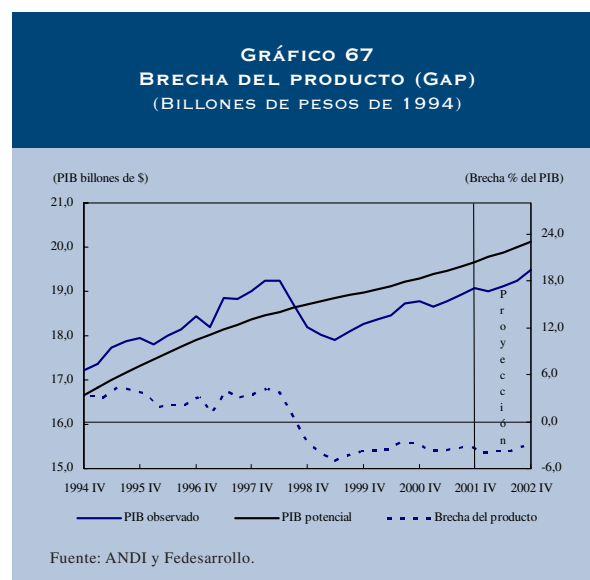
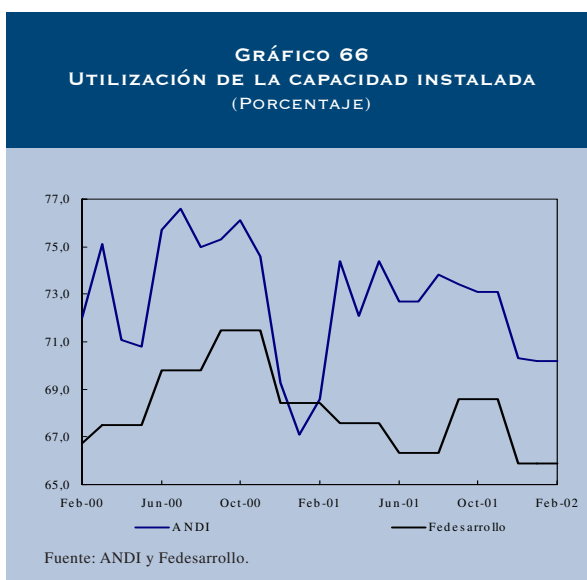
que seguramente permitió una aceleración en la tasa de crecimiento de la productividad de los diferentes factores de producción. Sin embargo, este mayor esfuerzo empresarial por incrementar la capacidad productiva no estuvo acompañado de una reactivación de la demanda, por lo cual, se tradujo en un incremento en la capacidad instalada ociosa.

La brecha del producto estimada con base en la oferta de factores productivos (enfoque de producción), confirma la existencia de una amplia capacidad instalada sin utilizar para la economía en su conjunto. En este momento la brecha equivale a un 3,2% del PIB y se espera que se mantenga en este nivel en el resto del año bajo el supuesto de que la economía crezca a una tasa cercana a 2,5% (Gráfico 67).

Lo anterior hace prever que para el año en curso no se presentarán presiones inflacionarias en relación con la demanda, por lo menos en lo que respecta a los bienes de origen industrial.

E. POLÍTICA FISCAL

Al cierre del primer trimestre del año, las operaciones de caja del Gobierno Nacional Central arrojan un déficit por valor de \$431 mm equivalente al 0,2%



del PIB anual (Cuadro 12). Si bien mediante estas operaciones se puede obtener una aproximación a la situación fiscal del Gobierno, debe tenerse en cuenta que el valor del déficit solo refleja los flujos de ingresos y gastos que se realizan a través de la Tesorería General de la Nación. La medición del déficit fiscal tomando en cuenta la totalidad de las operaciones de ingresos y pagos del Gobierno aún no ha sido presentada de manera oficial.

Frente al primer trimestre del año 2001, los ingresos y gastos registran una reducción de 3,6% y 9,6%, respectivamente. Las mayores tasas de reducción en el recaudo se concentran en gasolina, IVA externo y renta. La caída en los ingresos provenientes del impuesto a la gasolina es producto de la disminución de la tarifa, en tanto que el bajo nivel del recaudo por IVA externo refleja el lento dinamismo de las importaciones y la revaluación observada

CUADRO 12
GOBIERNO NACIONAL CENTRAL
OPERACIONES EFECTIVAS DE CAJA, ENERO-MARZO:2001-2002
(MILES DE MILLONES DE PESOS)

	2001	2002	Crecimiento anual 2002/2001
I. Ingresos totales (A + B)	8.033,0	7.741,0	(3,6)
A. Tributarios	5.994,0	5.796,0	(3,3)
Renta	2.335,0	2.162,0	(7,4)
IVA interno	1.867,0	1.935,0	3,6
IVA externo	707,0	646,0	(8,6)
Gravamen	447,0	453,0	1,3
Gasolina	270,0	238,0	(11,9)
Transacciones financieras	356,0	353,0	(0,8)
Otros	12,0	9,0	(25,0)
B. Otros ingresos (*)	2.039,0	1.945,0	(4,6)
II. Gastos totales (A + B + C)	9.037,0	8.172,0	(9,6)
A. Intereses	2.254,0	2.319,0	2,9
Externos	828,0	947,0	14,4
Internos	1.426,0	1.372,0	(3,8)
B. Funcionamiento	5.881,0	5.167,0	(12,1)
Servicios personales	1.428,0	1.455,0	1,9
Gastos generales	492,0	357,0	(27,4)
Transferencias	3.961,0	3.355,0	(15,3)
C. Inversión	902,0	686,0	(23,9)
III. Déficit (-) o superávit (+) de caja (I - II)	(1.004,0)	(431,0)	(57,1)
IV. Financiamiento (A + B + C + D)	1.004,0	431,0	(57,1)
A. Crédito externo neto	1.408,0	(790,0)	(156,1)
Desembolsos	1.720,0	41,0	(97,6)
Amortizaciones	312,0	831,0	166,3
B. Crédito interno neto	498,0	2.672,0	436,5
Desembolsos	4.056,0	4.471,0	10,2
Amortizaciones	3.558,0	1.799,0	(49,4)
C. Venta de activos	181,0	0,0	(100,0)
D. Otros	(3.091,0)	(2.313,0)	(25,2)
V. Déficit como porcentaje del PIB	(0,5)	(0,2)	

(*) Incluye \$1.228 mm por utilidades del Banco de la República.
Fuente: Dirección del Tesoro Nacional.

durante el período. El comportamiento del impuesto sobre la renta estuvo afectado por el bajo nivel de actividad económica en el año 2001, algunos ajustes en el calendario tributario y el puente de semana santa¹³.

En relación con el gasto, se observa un crecimiento de 2,9% en intereses y una caída de 12,1% en funcionamiento y de 23,9% en inversión. Dentro de los pagos de funcionamiento, los gastos generales decrecen 27,4% y las transferencias 15,3%. La reducción de este último rubro tiene origen en los menores giros por participaciones municipales, debido a un cambio en su forma de liquidación que significó anticipar en el mes de diciembre de 2001 los pagos que por este concepto debían realizarse en el primer trimestre del año.

¹³ El puente de semana santa y la corrida de dos días en promedio en el calendario tributario llevó a que los recaudos consignados en los bancos después del 13 de marzo, solo fueran trasladados a la Tesorería General hasta el mes de abril.

El comportamiento de los gastos generales responde principalmente a los límites impuestos por la Ley 617 de 2000, según la cual el crecimiento de los gastos por este concepto, exceptuando los asociados con el sector salud y las fuerzas militares, no pueden superar en promedio el 50,0% de la meta de inflación.

El financiamiento del déficit provino fundamentalmente de los recursos del crédito interno. El endeudamiento externo neto fue negativo en \$790 mm con desembolsos por \$41 mm y amortizaciones por \$831 mm. El endeudamiento interno, por su parte, ascendió a \$2.672 mm producto de desembolsos por \$4.471 mm frente a amortizaciones por \$1.799 mm. Dentro de los desembolsos de crédito interno es importante resaltar el valor de las colocaciones de TES B, las cuales ascendieron a \$4.246 mm durante el trimestre. De este monto, \$2.353 mm corresponden a subastas, \$1.517 mm a inversiones convenidas y \$375 mm a inversiones forzosas.

III

CONTEXTO INTERNACIONAL

A. VISIÓN GENERAL

Durante el cuarto trimestre de 2001, la economía de los Estados Unidos tuvo un comportamiento mejor de lo esperado. A diferencia de lo previsto en el informe de diciembre, en los últimos tres meses del año, la economía americana no se contrajo y por el contrario, exhibió la mayor tasa de crecimiento de 2001. En la actualidad se espera que esta recuperación se consolide y permita arrastrar en mayor o menor medida, a la mayoría de economías industrializadas y emergentes (Cuadro 13).

Respecto a la economía de la zona del euro, a finales del año pasado presentó leves signos de desace-

leración económica tal y como se había anticipado. Sin embargo, se espera que esta situación sea transitoria y que en el transcurso del primer semestre de este año retome nuevamente su senda de crecimiento, favorecida por el también mayor crecimiento mundial. La economía japonesa, por el contrario, siguió sumergida en una recesión crónica, y en el corto plazo, no se prevé un cambio en su tendencia.

Gracias a las ganancias en productividad recientemente detectadas, especialmente en los Estados Unidos, y debido a que existen importantes excesos de capacidad instalada sin utilizar, no se anticipan presiones inflacionarias importantes para ninguna de las principales economías, como consecuencia del mayor crecimiento pronosticado. Esto permite con-

CUADRO 13
TASA DE CRECIMIENTO ANUAL Y PRONÓSTICOS PARA LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS
SOCIAS COMERCIALES DE COLOMBIA (*)

	2001	2002		2003
		Anterior	Actual	
Mundo				
Estados Unidos	1,2	0,7	2,3	3,4
Zona del euro	1,5	2,0	1,4	2,9
Japón	(0,4)	(1,0)	(1,0)	0,8
América Latina				
Argentina	(3,7)	(1,1)	(10,0) a (15,0)	0,0 a 3,0
Brasil	1,5	2,0	2,5	3,5
Chile	2,8	3,0	3,0	6,0
Ecuador	5,2	3,8	3,1	6,0
México	(0,3)	1,2	1,7	4,9
Perú	0,2	3,7	3,7	5,0
Venezuela	2,7	1,8	(0,8)	1,3
Colombia	1,5	2,4	2,5	3,3

(*) Pronósticos realizados por el FMI, marzo de 2002.

fiar en bajas tasas de interés durante buena parte del año, lo que debe favorecer la consolidación de la recuperación.

Se espera que el mejor contexto internacional favorezca a América Latina. Sin embargo, lo que suceda en términos económicos en cada una de las economías de la región seguirá estando fuertemente influenciado por factores internos (políticos) y por el grado de exposición que sus mercados tengan a algunas economías regionales que atraviesan serios problemas.

Las bajas tasas de interés, en un contexto en el cual las inversiones en otros activos (acciones) no parecen muy atractivas por los problemas de sobrevaloración (principalmente en los Estados Unidos) y de transparencia en los balances corporativos (caso Enron), podrían permitir un mayor flujo de capitales hacia la región, o, por lo menos, hacia aquellas economías más sólidas. Adicionalmente, la salida del mercado de un importante demandante de recursos como Argentina, ha permitido liberar aquellos que podrían canalizarse hacia las economías regionales restantes.

Teniendo en cuenta las proyecciones de crecimiento económico para los principales socios comerciales de Colombia, las cuales se explicarán en detalle en las secciones siguientes, se espera que el crecimiento global ponderado por volumen de comercio exterior colombiano en el año 2002 sea de 1,6%, cifra mayor que la prevista en el Informe sobre Inflación anterior (1,4%). Cabe señalar que durante 2001 el crecimiento equivalente fue 2,2%. En el capítulo IV se presenta un análisis más detallado del impacto que pueden tener las variables externas sobre la inflación y el crecimiento colombianos.

1. Los Estados Unidos

Durante el cuarto trimestre de 2001, la economía estadounidense entró en una fase de recuperación. En este período, el PIB real alcanzó una tasa de crecimiento trimestral anualizada de 1,7%, la mayor de todo el año (Gráfico 68). El crecimiento positivo registrado en los últimos tres meses de 2001 fue po-

sible, principalmente, gracias al buen desempeño del gasto público, tanto en inversión como en consumo, el cual se incrementó 10,2%. Por su parte, el consumo privado, jalonado sobre todo por la demanda de bienes durables (39,4%), continuó exhibiendo signos de fortaleza al registrar un incremento trimestral anualizado de 6,1%, la mayor tasa desde el segundo trimestre de 1998.

Cabe señalar que la confianza de los consumidores nunca se deterioró permanentemente el año pasado. El efecto de los atentados terroristas del 11 de septiembre y la incertidumbre acerca de la solidez de la economía, fueron choques transitorios que para finales de año ya empezaban a desaparecer (Gráfico 69).

GRÁFICO 68
CRECIMIENTO TRIMESTRAL ANUALIZADO DEL PIB
ESTADOS UNIDOS, ZONA DEL EURO Y JAPÓN
(PORCENTAJE)

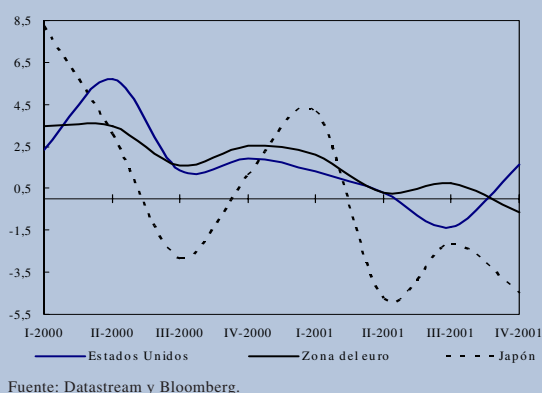
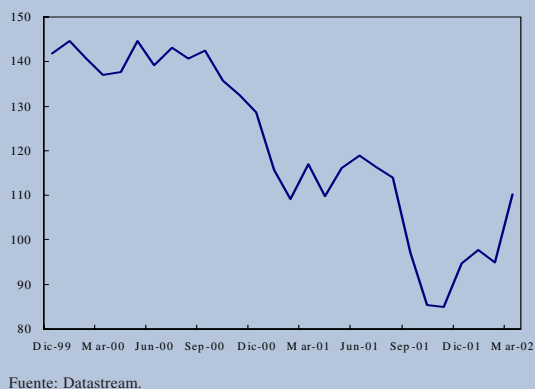


GRÁFICO 69
ÍNDICE DE CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES
(CONFERENCE BOARD)



Técnicamente hablando, la economía estadounidense no entró en recesión el año pasado. El *NBER* establece que una economía atraviesa por un período de recesión cuando muestra tasas de crecimiento trimestral negativas en, por lo menos, dos trimestres consecutivos. Esto no sucedió en 2001, toda vez que la contracción únicamente se observó en el tercer trimestre. Para el año completo, el crecimiento fue de 1,2%. Si bien esta cifra es mayor que la prevista hace tres meses (1,0%), es el menor crecimiento reportado para todo un año desde la recesión de 1991.

Para el primer trimestre de 2002, y en contraste con lo previsto en el pasado Informe sobre Inflación, no se vislumbran factores de riesgo que anticipen una desaceleración en el crecimiento económico. Por el contrario, la mayoría de indicadores señala que la economía continuó fortaleciéndose. Diversos analistas internacionales esperan que la economía alcance, en los tres primeros meses del año, un crecimiento trimestral anualizado cercano al 4,5%, previsión mucho mayor que la efectuada a finales de diciembre (0,5%).

Las mejores perspectivas para el crecimiento del primer trimestre, en particular, y para todo el año 2002, se basan, entre otras razones, en la fortaleza exhibida por el gasto en consumo del sector privado, en las ganancias en productividad, en el buen comportamiento de los indicadores del mercado laboral y en la finalización del ciclo de liquidación de inventarios.

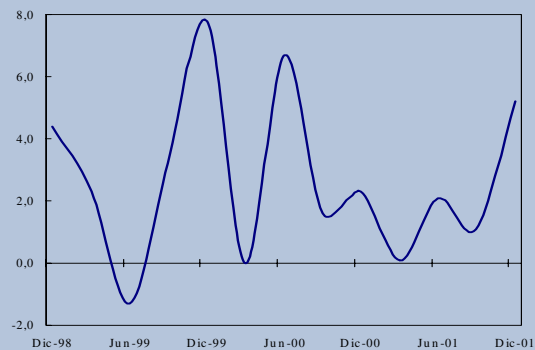
Los primeros indicadores disponibles del gasto en consumo de los hogares sugieren que, durante el primer trimestre, este fue mayor que el previsto a finales de diciembre pasado, reflejando el efecto positivo de las bajas tasas de interés, los estímulos fiscales y la exitosa campaña militar de los Estados Unidos en Afganistán. En febrero, las ventas reales al por menor crecieron a una tasa anual de 5,9%, mientras que en marzo, el índice de confianza de los consumidores alcanzó su nivel más alto en seis meses al situarse en 110 puntos y el índice de expectativas sobre el comportamiento futuro de la economía se ubicó en 109,3 puntos, su nivel más alto desde septiembre de 2000.

En parte, el repunte de la confianza de los consumidores obedece a la mejor situación laboral, la cual presentó signos de estabilización en los tres primeros meses del año. En marzo la tasa de desempleo se situó en 5,7%, 0,2 puntos porcentuales por debajo de la tasa alcanzada en diciembre, al tiempo que la productividad del trabajo aumentó 5,2%, el mayor crecimiento desde mediados de 2000 (Gráfico 70).

Adicionalmente, la demanda privada puede verse impulsada por la política fiscal. A principios de marzo, el Congreso de los Estados Unidos aprobó un paquete adicional de estímulos fiscales para 2002 y 2003 por US\$51 billones y US\$43 billones, respectivamente. Este paquete incluye la extensión del beneficio de seguro de desempleo, un incremento en el gasto de inversión y reembolsos para firmas que incurran en pérdidas operacionales netas. Este nuevo paquete en unión con el plan de estímulos anterior suman cerca de US\$132 billones. Se estima que el efecto neto de estas medidas sobre la economía podría estimular el nivel de actividad, contribuyendo al crecimiento del PIB real con más de un punto porcentual.

En relación con la oferta, diversos indicios, entre ellos el comportamiento de los inventarios industriales, permiten confiar en una recuperación sostenida de la producción del sector a lo largo del año. La economía estadounidense atravesó en 2001 por una fuerte fase de liquidación de inventarios. Sin embargo, ya

GRÁFICO 70
CRECIMIENTO TRIMESTRAL DE LA PRODUCTIVIDAD
LABORAL DE LOS ESTADOS UNIDOS
 (PORCENTAJE)



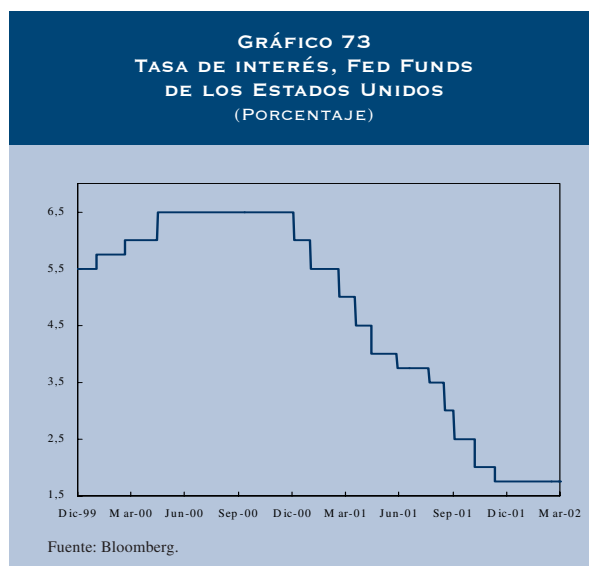
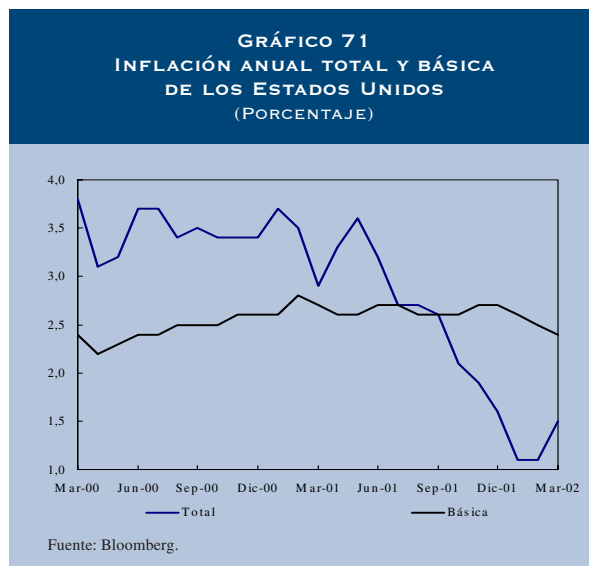
Fuente: Bloomberg.

para los dos primeros meses del año, estos empezaron a exhibir las primeras tasas de crecimiento positivas, al tiempo que los pedidos industriales en enero aumentaron 1,6%. Estos desarrollos recientes han empezado a estimular la producción industrial al punto que en enero el crecimiento mensual fue de 0,2% y en febrero de 0,4%, los primeros reportes positivos desde septiembre de 2000.

En materia de precios, durante enero y febrero, la tasa de inflación anual se estabilizó en 1,1%, la menor desde junio de 1953. Por su parte, la inflación básica en estos dos meses continuó descendiendo con respecto a diciembre al situarse en 2,6% y 2,5%, respectivamente (Gráfico 71). En un ambiente de estabilidad de precios y gracias a los importantes incrementos reportados en la productividad laboral y la menor utilización de capacidad instalada -su nivel en febrero (74,8%) continuó muy por debajo de su promedio histórico (Gráfico 72)- no se prevén rebrotes inflacionarios significativos por el lado de los costos durante todo 2002, incluso ante las mejores perspectivas de crecimiento económico.

A raíz de lo incipiente de la recuperación económica y gracias a los buenos resultados de inflación, durante el primer trimestre del año el Fed decidió mantener constante su tasa de intervención en 1,75% (Gráfico 73). Para los próximos meses no se prevén recortes adicionales en la tasa de intervención, y por el contrario, se espera que el Fed inicie una política monetaria más contraccionista a medida que la tasa de desempleo presente disminuciones continuas y se consolide la recuperación económica. Diversos analistas internacionales esperan un primer incremento de 25 pb en la tasa de intervención del Fed hacia finales de junio, al tiempo que prevén que, al término de diciembre, esta tasa fluctuará alrededor del 3,0%.

De confirmarse estas previsiones de los analistas, la economía estadounidense deberá crecer a una tasa cercana al 2,7% durante 2002 y a un mayor ritmo en 2003. Esta nueva previsión para 2002, es mucho mayor que la obtenida hace tres meses (0,7%), cuando las perspectivas acerca de la recuperación de la economía estadounidense eran menores y existía un grado de incertidumbre mayor.



2. La zona del euro

A diferencia de lo sucedido con la economía de los Estados Unidos, la cual tocó fondo en el tercer trimestre y se recuperó luego en el cuarto, la economía de la zona del euro se contrajo, por primera vez, en el cuarto trimestre de 2001 (Gráfico 68). En este período, el PIB real creció a una tasa trimestral anualizada de -0,7%, siendo la principal causa de dicha contracción el estancamiento de la demanda doméstica. En efecto, en el último trimestre del año, el consumo creció a una tasa trimestral anualizada de solo 0,4%, mientras que la inversión se contrajo (-3,2%) por quinto trimestre consecutivo. Durante 2001, los 12 países de la zona del euro alcanzaron una tasa de crecimiento anual de 1,5%, cifra igual a la prevista en el pasado Informe sobre Inflación.

El pobre desempeño registrado en materia de crecimiento económico durante 2001, sin embargo, no residió exclusivamente en la debilidad de la demanda interna. En la actualidad, los países de la región enfrentan una serie de rigideces institucionales que no permiten que la economía se adapte rápidamente a los diferentes choques internos y externos. En primer lugar, el Banco Central Europeo (BCE) en su afán de ganar credibilidad estabilizando la tasa de inflación alrededor del 2%, se enfrentó al dilema entre crecimiento económico o inflación, resistiéndose a disminuir drásticamente su tasa de interés, incluso ante los signos de deterioro económico. Por otra parte, debido a que los 12 países de la región suscribieron el llamado "Plan de Estabilización", el cual estipula estrictas metas fiscales, los gobiernos de cada país no pudieron estimular sus economías vía recorte de impuestos o mayor gasto público, como sí sucedió en los Estados Unidos.

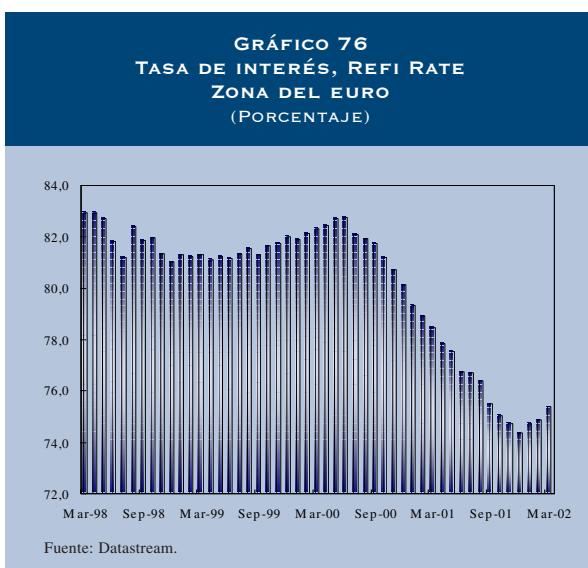
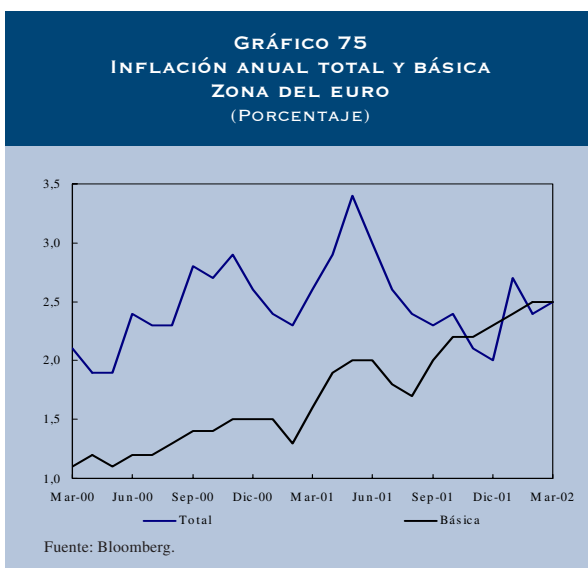
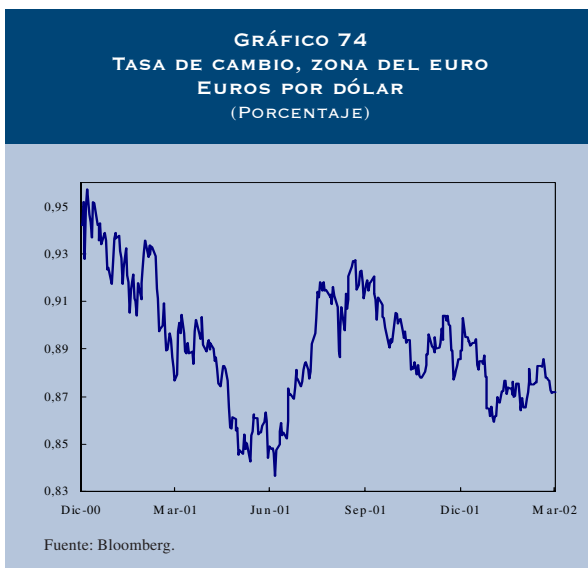
Si bien diversos indicadores señalan que la región podría haber alcanzado su punto de crecimiento económico más bajo en el cuarto trimestre de 2001, todavía persisten factores negativos que añaden incertidumbre con respecto a su desempeño económico en 2002. El principal de ellos guarda relación con el desánimo de los consumidores. El indicador de confianza de los consumidores para varios países se mantuvo en terreno negativo durante el primer trimestre. Esta situación

se ha visto reflejada en un pobre desempeño de las ventas, las cuales reportaron un crecimiento real de solo 0,7% en enero. Por otro lado, la tasa de desempleo ha permanecido constante en 8,4% desde noviembre pasado y no se prevé que ésta disminuya, dadas las pocas perspectivas con respecto a la creación de nuevos empleos. Por el contrario, según el BCE, esta tasa incluso podría aumentar ante los desajustes entre la oferta y demanda de trabajo en la región, generando mayor incertidumbre con respecto al consumo.

Pese a lo anterior, aún se espera un crecimiento positivo para la economía de la zona durante el primer trimestre, que se debería extender al resto del año. Esta expectativa se encuentra respaldada por el buen desempeño de otros indicadores, especialmente del sector industrial. El índice de ventas del sector manufacturero, PMI, en marzo, y por tercer mes consecutivo, se situó por encima de los 50 puntos, señalando así, una recuperación del sector. Al mismo tiempo, todos los indicadores de confianza empresarial mostraron incrementos en marzo, destacándose el resultado del indicador de condiciones actuales de la encuesta IFO, el cual mostró un quiebre en su tendencia decreciente que traía desde octubre pasado. Adicionalmente, se espera que la recuperación de la economía de los Estados Unidos, en unión con la debilidad exhibida por el euro, incentive el crecimiento de la región a través de mayores exportaciones.

Analistas internacionales esperan que los factores positivos primen sobre los negativos. Este hecho sumado a la mejoría en el entorno global y la reciente devaluación del euro (Gráfico 74), permiten esperar un crecimiento de la zona de alrededor del 1,4%, en 2002, cifra inferior a la prevista hace tres meses. Para el año 2003, los analistas prevén un crecimiento de 2,9%.

En materia de precios, y como se anticipó en el pasado Informe sobre Inflación, en diciembre de 2001 el BCE logró cumplir con su meta de inflación de 2%. Sin embargo, en enero y febrero de 2002 esta variable repuntó considerablemente, al situarse en 2,7% y 2,4%, respectivamente (Gráfico 75). En opinión del BCE y diversos analistas, estos resultados son poco



favorables, pero no preocupantes en la medida que obedecen a repuntes probablemente transitorios de algunos precios, principalmente de los alimentos no elaborados y de la energía.

De hecho, los indicadores de utilización de capacidad instalada sugerirían que existe un amplio terreno para el crecimiento de la producción sin que se generen presiones inflacionarias. En marzo, el indicador regional producido por el Eurostat continuó por debajo de su nivel promedio histórico y se situó en 80,8 puntos, el nivel más bajo desde el primer semestre de 1997.

En el corto plazo y gracias a las menores expectativas de inflación y a los bajos niveles de utilización de capacidad instalada, es posible esperar que la tasa de inflación se estabilice alrededor del 2,0% antes de finalizar el año en curso.

Ante los últimos acontecimientos en materia de crecimiento económico e inflación, el BCE en reunión efectuada el 7 de marzo pasado, decidió mantener su tasa de intervención constante en 3,25% (Gráfico 76). Actualmente, y al igual que en el caso de los Estados Unidos, no se prevén nuevos recortes en esta tasa. Diversos analistas internacionales sugieren que la autoridad monetaria europea podría decidir mantener la tasa de interés en su nivel actual hasta finales del tercer trimestre del año. A partir del cuarto trimestre del año, podrían presentarse incrementos y para 2003, se estima que esta tasa se situaría cerca del 4,0%.

3. Japón

Dentro del contexto de las economías desarrolladas, la japonesa siguió siendo la más golpeada. En el cuarto trimestre de 2001 volvió a contraerse, en esta oportunidad a una tasa trimestral anualizada de -4,5%. Se completan así tres trimestres consecutivos con crecimientos negativos (Gráfico 68). Para todo 2001, la economía nipona alcanzó una tasa de crecimiento anual de -0,4%, la mayor contracción desde 1998.

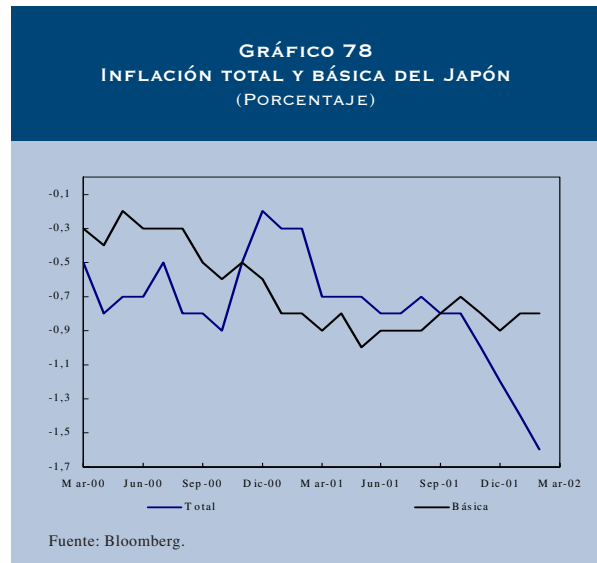
Para el primer trimestre de 2002, gran parte de indicadores sugiere que la demanda interna conti-

nuó deprimida. La producción industrial, los pedidos industriales y la utilización de la capacidad instalada se mantuvieron por debajo de sus niveles históricos y adicionalmente, exhibieron tasas de crecimiento negativas. Así mismo, en enero, el índice de confianza de los consumidores nuevamente cayó como reflejo de los menores ingresos de los hogares y del incremento en la tasa de desempleo. En febrero, esta última se incrementó 0,2 puntos porcentuales alcanzando 5,4%, la mayor tasa en la historia de la serie.

La deprimida demanda de crédito y la caída en los índices accionarios constituyen factores que hacen difícil entrever una recuperación en la demanda interna, por lo menos en lo que al corto plazo se refiere. A ello se suma el hecho que la salud del sistema financiero continúa comprometida, sembrando serias dudas sobre su capacidad para sostener la reactivación económica. Los altos niveles de préstamos en mora y la eliminación de la cobertura del seguro para los depósitos a plazo, son factores que han añadido tensiones a los ahorradores y prestamistas, elevando las tasas de interés activas.

Pese al oscuro panorama descrito anteriormente, durante los dos primeros meses del año, se ha observado un comportamiento alentador de las exportaciones. Al parecer este repunte ha obedecido a dos factores: a) la recuperación económica de los Estados Unidos y de algunas economías asiáticas y b) la reciente depreciación del yen (Gráfico 77). De mantenerse esta tendencia positiva, la contracción económica en Japón podría verse ligeramente aminorada.

La prolongada contracción de la demanda en Japón sigue reflejándose en caídas en los precios. Durante los dos primeros meses del año, tanto la inflación total como la básica continuaron en terreno negativo, a pesar de la devaluación del yen. Así, en enero y febrero, el IPC reportó un crecimiento anual de -1,4% y -1,6%, respectivamente, mientras que la inflación básica fluctuó alrededor de -0,8% (Gráfico 78). Analistas internacionales, prevén que, en el corto plazo, la devaluación esperada del yen y los mayores precios de los combustibles ayuden a contener la caí-



da de la inflación. Sin embargo, las nulas perspectivas de recuperación de la actividad económica, el deterioro de los salarios y las expectativas adversas son factores que muy posiblemente mantendrán la economía nipona sumida en una espiral deflacionaria.

Por último, otro factor que ensombrece el futuro de la economía japonesa, es el retraso de las anunciadas reformas estructurales por parte de la administración Koizumi. Si bien actualmente, el Gobierno está tramitando ante el Congreso una reforma tributaria que incluye menores impuestos a la inversión corporativa en bienes de capital y a la inversión privada en acciones, analistas internacionales dudan de su aprobación y además desconfían de su efectividad, toda

vez que ésta repercutiría negativamente sobre los ingresos tributarios.

Ante el panorama descrito, el Banco Central de Japón mantuvo su tasa de intervención en 0% y trató de dar amplia liquidez a la economía, al mantener su meta monetaria en 15 trillones de yenes. Ante el poco efecto de estas medidas, diversos analistas internacionales sugieren que el Banco Central de Japón debería adoptar una política más pro-activa, imponiéndose una meta de inflación positiva para disminuir así las expectativas deflacionarias existentes.

El debilitamiento económico para el año en curso es mayor que el previsto hace tres meses, a pesar de las mejores condiciones externas y del posible efecto positivo de la devaluación del yen en las exportaciones. En la actualidad, para todo 2002, se proyecta que la economía nipona decrecerá a una tasa de -1,0%.

4. América Latina

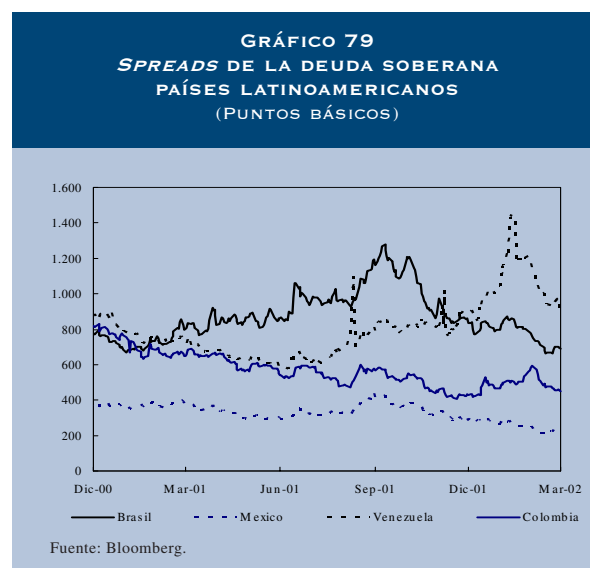
En términos generales, las perspectivas de crecimiento para América Latina han mejorado frente a lo previsto en diciembre. La recuperación económica esperada para los Estados Unidos en unión con el reciente incremento en el precio del petróleo y de algunos productos básicos de exportación (siguiente sección), son factores importantes que han ayudado a mejorar el horizonte cercano de algunas economías en la región.

De otra parte, con la crisis argentina, ha quedado fuera del mercado uno de los principales demandantes de fondos. Ello podría significar una mayor disponibilidad de recursos externos en el mediano plazo para aquellos países de la región que logren exhibir una relativa estabilidad económica y política. Adicionalmente, los flujos de capitales hacia la región podrían ser incentivados por las mayores tasas de retorno local que en la actualidad ofrecen los mercados emergentes y por lo menos atractivas que lucen las alternativas de inversión en los mercados desarrollados, especialmente por las dudas generadas acerca de la situación financiera de las grandes compañías, por la poca transparencia de sus balances corporativos y por su mediocre desempeño en los últimos meses.

Por países, las perspectivas económicas son mixtas. Así, se espera mejores desempeños macroeconómicos en México, Brasil, Ecuador, Chile y Perú, al tiempo que se vislumbra un panorama muy complicado para Venezuela y especialmente, para Argentina (Cuadro 13). Sin embargo, es importante señalar que el resultado final sobre el crecimiento de la región como un todo sigue fuertemente influenciado por factores internos. En este sentido, es importante que continúe la diferenciación que los mercados han venido realizando entre la situación argentina y la venezolana de la del resto de economías.

Durante 2001, la economía del Brasil alcanzó una tasa de crecimiento anual de 1,5%. Si bien esta economía logró sortear acertadamente la crisis argentina (Gráfico 79), manteniendo unas exportaciones dinámicas, factores internos, tales como la incertidumbre política, las altas tasas de interés, el menor nivel de crédito y el racionamiento energético nacional, debilitaron significativamente su demanda doméstica. Esto explica, en parte, su bajo crecimiento durante este año, 2,9 puntos porcentuales menor que el de 2000.

Si bien en la actualidad, Brasil todavía enfrenta factores que constituyen un riesgo importante para su desempeño macroeconómico (las elecciones presidenciales, la crisis argentina y los mayores precios del petróleo), el consenso de los analistas internacionales espera una aceleración en el cre-



cimiento de esta economía durante 2002 por varias razones.

En primer lugar, la disciplina fiscal mantenida hasta el momento, la reciente estabilidad de la tasa de cambio y la finalización del racionamiento de energía han empezado a repercutir positivamente en el crecimiento, como lo sugiere el comportamiento de diversos indicadores económicos. En efecto, la tasa de desempleo ha descendido, la producción industrial ha reportado consecutivos crecimientos y los índices de sentimiento de los consumidores se han recuperado, alcanzando los niveles de mayo pasado.

En segundo lugar, si bien la tasa de inflación todavía se encuentra muy por encima del nuevo rango de meta establecido por el Banco Central (4,0% a 4,5%), el patrón descendente mostrado por la misma desde enero permite entrever una reducción gradual de las tasas de interés en los próximos meses, dando así un incentivo adicional a la economía. Finalmente, se espera que el desempeño del sector exportador se mantenga gracias a la recuperación de la economía global. De ser así, es posible que durante 2002, la economía crezca cerca de 2,2%, al tiempo que se prevé una mayor aceleración económica para 2003.

Por su parte, en Argentina, la crítica situación económica y política reinante desde mediados de 2001 se mantuvo y acentuó durante el primer trimestre de 2002. Si bien el Gobierno del presidente Duhalde decretó un nuevo paquete de medidas económicas, el cual incluye la “pesificación” de la economía, la disciplina fiscal y un régimen de libre flotación cambiaria, analistas internacionales no confían en la efectividad y sostenibilidad de las medidas. Adicionalmente, la aceleración en la tasa de inflación, el empeoramiento de la prima de riesgo de la deuda soberana y la desconfianza de los inversionistas locales y extranjeros hacen imposible esperar una recuperación, por lo menos en el corto plazo. En vista de lo anterior, las proyecciones de los analistas anticipan una gran contracción de la economía argentina durante el presente año, que según el consenso podría estar en alrededor del 10,0%.

En cuanto a Venezuela, esta economía creció en 2001 a una tasa de 2,7%, una de las mayores en toda Latinoamérica. A pesar de ello y del reciente incremento en el precio del petróleo, la situación económica y política de Venezuela se agravó significativamente en los últimos meses. Actualmente, se prevé una contracción en el nivel de actividad económica para el año en curso debido, principalmente, a los graves problemas políticos y a los desajustes macroeconómicos. (Cuadro 13).

Como se anticipó en el informe anterior, la crisis política terminó disminuyendo la entrada de capitales al país, generando inestabilidad en el frente cambiario. Lo anterior provocó una fuerte disminución en las reservas internacionales y obligó a que, el pasado 12 de febrero, el Banco Central de Venezuela sustituyera el régimen de bandas cambiarias por el de libre flotación. Si bien analistas internacionales calificaron como acertada esta actuación, en el corto plazo esta medida provocó un incremento sustancial en las tasas de interés y en las expectativas de inflación, aumentando el descontento social.

Lo anterior, junto con los desajustes comerciales y fiscales, han provocado la disminución en la calificación externa del país e incrementado el *spread* de deuda soberana, el cual, actualmente, después del argentino, es el segundo mayor de los países emergentes. Finalmente, medidas tales como la implementación a partir del 16 de marzo del impuesto a las transacciones financieras, la ampliación de la cobertura del IVA y la crisis en la empresa nacional de petróleos, PDVSA, han aumentado el malestar social y frenado la demanda interna.

De esta forma, una recesión económica durante 2002 en Venezuela parece inminente. En promedio, se espera que este país crezca a una tasa de -1,6%, la cual es menor en 3,4 puntos porcentuales que la prevista hace tan sólo tres meses. El pobre crecimiento económico de Venezuela constituye una situación especialmente crítica para Colombia, debido a los estrechos vínculos comerciales entre estos dos países.

En cuanto a Ecuador, este país continuó con su exitoso proceso de recuperación económica. Durante 2001,

su economía alcanzó una tasa de crecimiento anual de 5,5%, y para el año en curso, se proyecta una tasa cercana al 4,0%.

De cara al futuro, no se prevén grandes obstáculos para esta economía. En primer lugar, el sector petrolero deberá continuar siendo un fuerte motor de crecimiento gracias a los mayores precios del petróleo y la inversión en el nuevo tramo del oleoducto nacional. En segundo lugar, ante la recuperación económica de los Estados Unidos, se espera un repunte en las exportaciones hacia ese mercado. En tercer lugar, las tasas de interés continuaron decreciendo al tiempo que el crédito aumentó, jalonado, principalmente, por la reactivación de la inversión privada. Finalmente, con la dolarización, la inflación continuó disminuyendo rápidamente, tanto así que para finales de 2002 se espera que esté cercana al 12,0%, incluso a pesar de la eliminación de algunos subsidios.

En este momento, el mayor reto para el Gobierno ecuatoriano es el aseguramiento del programa con el FMI para 2002. Dentro de las exigencias del organismo multilateral se encuentra un recorte en el gasto público cercano al 2,0% del PIB, la creación de un fondo de estabilización petrolero y la suscripción de la Ley de Responsabilidad Fiscal, la cual exige que el país alcance un superávit primario de 4,5% antes que la relación deuda-PIB sobrepase el 40,0%. Sin embargo, debido a la cercanía de las elecciones presidenciales, analistas internacionales no esperan que el Congreso apruebe el recorte en el gasto público, complicando el panorama para el acuerdo.

Después de la economía argentina, la mexicana fue la más golpeada de la región en 2001 (Cuadro 13). Sin embargo, gracias a la pronta recuperación económica de los Estados Unidos y el reciente incremento en el precio del petróleo, analistas internacionales esperan que la actividad económica repunte en México, en especial a partir del segundo trimestre de este año.

Las mejores perspectivas de crecimiento están basadas, principalmente, en tres factores. En primer lugar, debido a los estrechos vínculos comerciales con los Estados Unidos, se prevé que el sector exportador

crecerá a un buen ritmo durante 2002, consolidándose como el motor de crecimiento de la economía¹⁴. En segundo lugar, el incremento en el precio del petróleo podría permitir un gasto público más holgado del que inicialmente se programó, lo que se traduciría en un estímulo adicional al crecimiento económico. Finalmente, gracias a la implementación de políticas macroeconómicas acertadas, se espera que durante 2002, la economía exhiba una relativa estabilidad en materia de precios, incluso ante el mayor crecimiento económico. Por esta misma razón, se espera que el tipo de cambio y el *spread* de la deuda soberana se mantengan estables. Estas circunstancias permitirían al Banco Central adelantar una política monetaria relativamente holgada. De concretarse estas previsiones, la economía mexicana alcanzaría una tasa de crecimiento cercana al 1,7% para 2002, esperándose una aceleración del crecimiento en 2003.

B. PRECIOS DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS

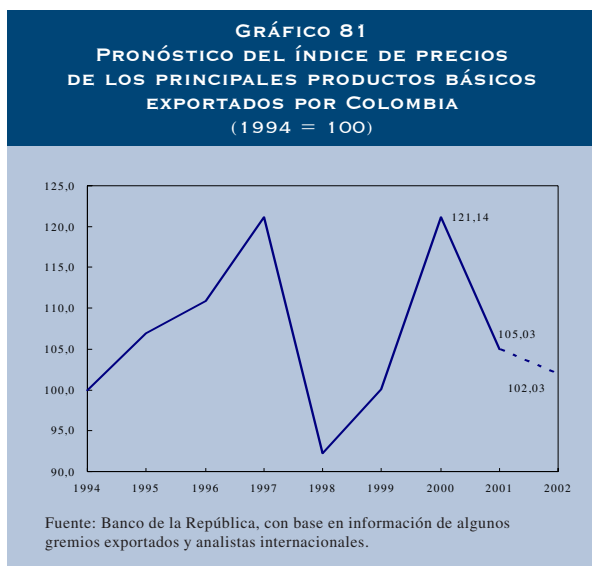
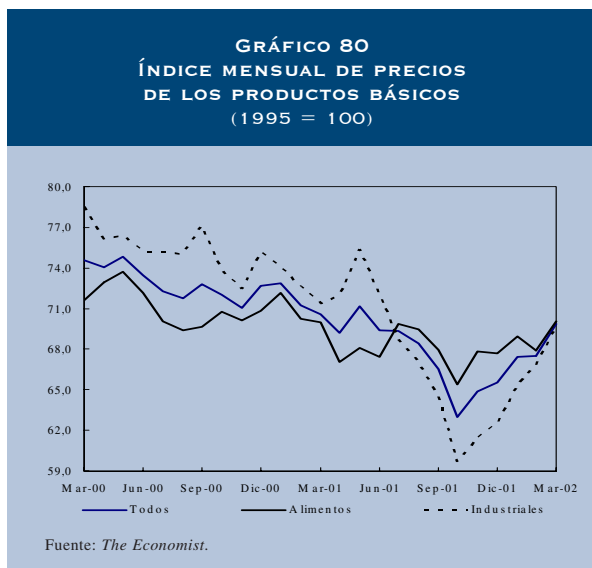
Durante el primer trimestre del año, se observó una tendencia creciente en los precios de los principales productos básicos. El índice de precios para el conjunto de productos básicos de la revista *The Economist* aumentó 6,6% entre diciembre de 2001 y marzo del presente año. Aún así, el índice sigue 1,0% por debajo del nivel registrado un año atrás. (Gráfico 80).

Por grupo de bienes, la recuperación en el índice de precios de los productos básicos durante el primer trimestre del año se debe, principalmente, al incremento en los precios de los bienes industriales. El año anterior los precios de estos bienes descendieron de una manera importante debido a la desaceleración de la economía mundial, y ahora, gracias a la recuperación de la economía americana, estos han empezado a crecer. En marzo, el índice de precios de los bienes industriales se situaba 11,3% por encima del nivel observado en diciembre.

¹⁴ Estimativos de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público de México calculan que ante el incremento en un punto porcentual del PIB estadounidense el PIB mexicano aumenta en casi 0,75%.

De acuerdo con diversos analistas, si la recuperación de la demanda se mantiene, es posible que los precios de los productos básicos continúen con la tendencia ascendente observada a comienzos del año. De ser así, a finales de 2002, el índice podría mantenerse en niveles superiores a los observados al cierre de 2001.

Para este informe, retomamos el índice de precios de los principales productos exportados por Colombia, el cual se había presentado en informes anteriores. Este índice incorpora información de precios del café, petróleo, ferromnquel, azúcar, carbón y banano, correspondientes, en promedio, al 51,0% del total de las exportaciones colombianas (Gráfico 81).



El año anterior se observó una caída de 13,3% en este índice, ocasionada, principalmente, por el fuerte descenso en el precio del café y del petróleo (-29,4% y -14,6%, respectivamente). Con base en las proyecciones de diversos gremios exportadores y analistas internacionales, para este año se pronostica una reducción adicional en el índice de 2,9%, sustentada en los menores precios promedio esperados para el café, el petróleo y el azúcar.

En el caso del precio del petróleo, a pesar de preverse una recuperación con relación a los niveles observados al finalizar el año anterior, el precio promedio pronosticado para este año (US\$25 por barril) es inferior al registrado el año 2001 (US\$25,9 por barril). Del azúcar, por su parte, se esperan incrementos en la producción de Brasil y Tailandia, que, unidos a un crecimiento muy débil de la demanda, deberán traducirse en una reducción de su precio. En cuanto al café, los inventarios de los países consumidores continúan siendo altos, por lo cual no se espera una recuperación en el precio del grano en el corto plazo.

1. Petróleo

A partir del 1 de enero la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), junto con algunos países productores no miembros de la organización¹⁵, hicieron efectivos los recortes de producción de 1,5 y 0,46 millones de barriles por día (mbd), respectivamente, con el fin de propiciar una recuperación en el precio del crudo luego de la caída observada durante el último trimestre del año 2001. A pesar de la implementación de estos recortes, los altos inventarios existentes a comienzos de año hicieron que en enero y febrero el precio del petróleo se mantuviera en niveles similares a los observados a finales del año anterior. Sólo hasta marzo se registró un incremento sostenido en el precio, alcanzando niveles que no se observaban desde septiembre de 2001¹⁶ (Gráfico 82).

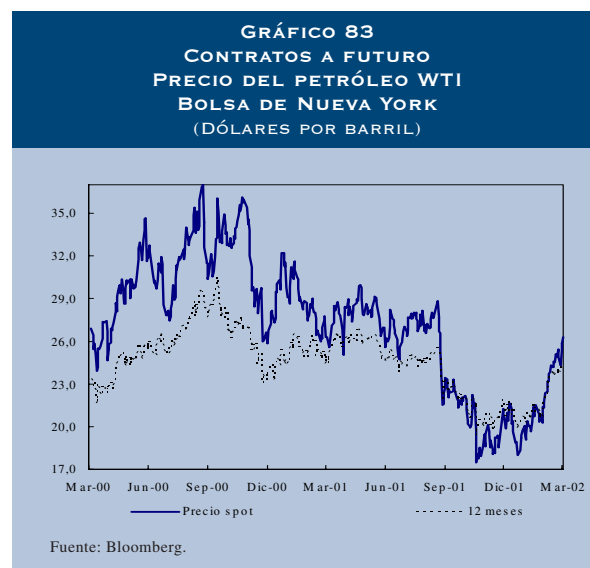
¹⁵ Rusia, Noruega, Omán, México y Angola.

¹⁶ Entre febrero y marzo el precio del petróleo se incrementó en 17,6%.



La reciente recuperación de los precios del petróleo puede atribuirse a tres factores: 1) las señales de recuperación de la economía americana, 2) la incertidumbre generada por las tensiones en el Medio Oriente y 3) en un menor grado, el recorte de producción realizado por los países productores de crudo. Sin embargo, para la OPEP, el aumento en los precios del petróleo ha sido, básicamente, el resultado de una *prima de guerra*, por lo cual sus países miembros junto con Rusia, Noruega y Omán decidieron extender hasta el segundo trimestre del año el recorte de producción implementado desde el 1 de enero.

Teniendo en cuenta lo anterior, el comportamiento del precio en lo que resta del año depende en gran medida del desarrollo del conflicto en el Medio Oriente y de la rapidez con que disminuyan los inventarios, especialmente en los Estados Unidos. La ampliación hasta junio de los recortes de producción, unida a la recuperación de la economía americana, muy probablemente se traducirá en inventarios de crudo más bajos, manteniéndose así las presiones al alza sobre los precios. De confirmarse estas expectativas en los próximos meses, el precio del crudo podría fluctuar alrededor de US\$26 por barril, situándose, al finalizar el año, en niveles superiores a los observados a finales de 2001. De esta forma, para el presente año se espera que el precio del crudo se ubique, en promedio, en US\$25 por barril, siendo superior al precio esperado hace



tres meses (US\$23 por barril), pero todavía inferior al promedio del año anterior (US\$ 25,9).

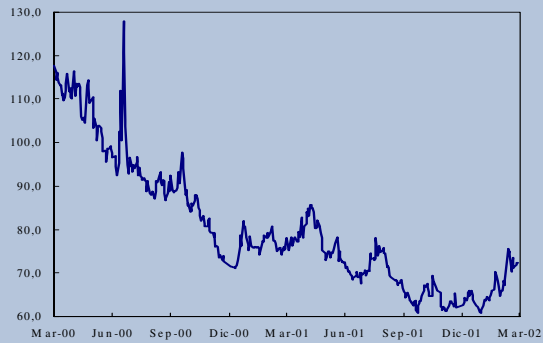
Las tendencias proyectadas para el precio del petróleo se ven corroboradas por el comportamiento de los precios de los contratos a futuro en la Bolsa de Nueva York. Estos precios registraron un aumento significativo entre enero y marzo, lo cual indica que los agentes esperan un mercado menos abastecido durante lo que resta del año. Para el cierre de marzo la cotización de los contratos a futuro a un año se ubicaba en US\$24,4 por barril, por encima de la observada tres meses atrás (US\$20,8 por barril) (Gráfico 83).

2. Café

A pesar de haberse observado un leve repunte en el precio internacional del café al finalizar el mes de marzo, el precio promedio durante el primer trimestre del año (US\$66,6 centavos/libra) fue inferior en 13,4% al registrado en igual trimestre del año anterior. Para algunos analistas, el incremento reciente en el precio obedece a un efecto estacional y no se puede considerar como una señal de recuperación permanente (Gráfico 84).

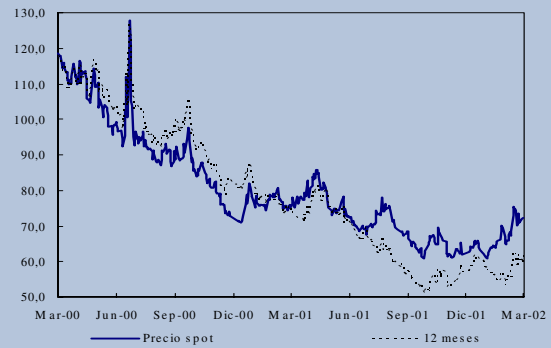
El comportamiento de los precios de los contratos a futuro en marzo corrobora la anterior apreciación. Al cierre de este mes, el contrato a 12 meses se pactó a US\$62,1 centavos/libra, ligeramente mayor que

GRÁFICO 84
PRECIOS DEL CAFÉ ARÁBIGO-COLOMBIA
BOLSA DE NUEVA YORK
(US\$CTVOS. POR LIBRA)



Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO 85
CONTRATOS A FUTURO
CAFÉ ARÁBIGO BOLSA DE NUEVA YORK
(US\$CTVOS. POR LIBRA)



Fuente: Bloomberg.

el pactado en diciembre (US\$56,4) pero por debajo del observado actualmente (Gráfico 85).

Como se ha venido señalando en informes anteriores, el fuerte descenso en el precio internacional del café en los últimos dos años, se debe a los altos inventarios

en los países consumidores, especialmente en los Estados Unidos, y al incremento de la oferta por parte de Brasil y Vietnam. En el corto plazo sigue sin preverse una reducción en la oferta de café, por lo cual se espera que para el año 2002 el precio promedio se ubique, alrededor de US\$70 centavos/libra.

IV

PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN

En este capítulo se presentan las nuevas proyecciones en materia de inflación para lo que resta de 2002 y para 2003 y los principales supuestos que ha utilizado la SGEE del Banco de la República para llegar a estos resultados. Así mismo, se hace un recuento de los principales riesgos que enfrenta la Junta Directiva este año y el próximo en su política de reducir la inflación.

A. LOS SUPUESTOS DE LOS PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN

Como se ha discutido ampliamente en los capítulos anteriores de este informe, en los últimos tres meses se han hecho presentes nuevas circunstancias, tanto en el frente externo como en el interno, que inciden en el panorama de inflación de los próximos siete trimestres. Teniendo en cuenta esto, se han efectuado algunas modificaciones de importancia a los supuestos utilizados para proyectar la inflación.

En primer lugar, en el frente externo, las mejores perspectivas de la economía de los Estados Unidos frente a lo que se esperaba hace tres meses han permitido corregir hacia arriba el supuesto de crecimiento de dicho país en 2002 en dos puntos porcentuales. De esta forma, en las proyecciones de inflación que se presentan más adelante se supuso un crecimiento de la economía americana de 2,7% para 2002 y de 3,5% para 2003.

El desempeño de la economía de los Estados Unidos afecta el de la economía colombiana mediante tres canales fundamentales. El primero de ellos es el de la demanda, que actúa tanto a través de las exporta-

ciones hacia ese país como mediante los términos de intercambio. Una parte importante de las exportaciones colombianas se dirige al mercado americano, por lo tanto, un cambio en el crecimiento de dicho país suele alterar los volúmenes de exportaciones, especialmente el de las industriales, lo cual tiene un efecto directo en el comportamiento de la industria y el PIB. Adicionalmente, siendo la economía estadounidense el principal mercado mundial, dicho desempeño afecta el de otros mercados externos importantes para Colombia e incide sobre los precios de productos exportados por nuestro país como petróleo y café, alterando por esta vía el ingreso y el gasto.

Otro canal a través del cual el comportamiento de la economía norteamericana incide en la colombiana es el de las tasas de interés. Cambios en las tasas de interés en los Estados Unidos afectan los flujos netos de capitales hacia Colombia, y conllevan modificaciones en el ritmo de devaluación, las tasas de interés domésticas, el crecimiento y los precios. Finalmente, variaciones en el crecimiento de los Estados Unidos vienen acompañadas de cambios en la inflación de ese país, que terminan afectando los precios de los bienes transables en Colombia y la inflación en general.

Este informe supone que el riesgo de incrementos sustanciales en las tasas de interés de los Estados Unidos a lo largo de este año es muy bajo. Así mismo, no se considera factible un repunte importante de la inflación de ese país el presente año. Ambas previsiones se sustentan con amplitud en el capítulo III. El único canal a través del cual se considera que el desempeño económico de los Estados Unidos afecte el de Colombia en estos próximos trimestres es el

de la demanda. Se espera que su mayor crecimiento reduzca la caída que viene presentando el volumen de exportaciones no tradicionales hacia dicho destino desde el segundo semestre de 2001. Así mismo, la mayor demanda en los Estados Unidos detendrá el deterioro de los términos de intercambio, disminuyendo el ritmo de contracción de las exportaciones tradicionales en dólares, especialmente el de las de petróleo.

En resumen, se espera que el mayor crecimiento de los Estados Unidos tenga un impacto positivo neto sobre el crecimiento de la economía colombiana sin que se traduzca en mayores presiones inflacionarias, por lo menos durante 2002. Cabe señalar que los modelos de la SGEE, que capturan parcialmente algunos de los mecanismos de transmisión citados arriba, predicen que un crecimiento mayor del PIB en los Estados Unidos de 1% este año podría generar un crecimiento adicional en el PIB de Colombia de 0,12%.

También en el frente externo, en los últimos tres meses se presentaron cambios en las perspectivas de crecimiento de la economía venezolana frente a lo que se preveía en el informe de diciembre. En la actualidad, por diversos factores que incluyen los de orden político, se anticipa un deterioro más marcado de la economía del país vecino, lo que repercutirá en Colombia en un menor crecimiento de las exportaciones no tradicionales industriales hacia ese país y de la economía en su conjunto.

En el ámbito interno, y al igual que en el informe anterior, en la actualidad todavía se espera que el crecimiento durante este año esté jalonado por el consumo y la inversión privados. Ello, gracias a que se esperan bajas tasas de interés, una relativa estabilidad cambiaria, la reactivación de la construcción de vivienda, y a que en los trimestres anteriores se ha observado una disminución en los niveles de endeudamiento real de los hogares y un incremento en el empleo. Por el contrario, las exportaciones se resentirán como consecuencia de la menor demanda esperada en Venezuela, según lo anotado, y porque las exportaciones hacia los Estados Unidos, por lo menos durante el primer semestre de este año, seguirán

siendo afectadas por el bajo crecimiento de ese país en 2001 y por la incertidumbre y tardanza en la aprobación de las preferencias arancelarias andinas.

De otra parte, el importante recorte de gasto público requerido para cumplir las metas del programa de ajuste financiero, mayor que el inicialmente previsto, puede tener un impacto negativo sobre el crecimiento en el corto plazo. Adicionalmente, el rompimiento de los diálogos de paz con los grupos alzados en armas en febrero, los acontecimientos recientes en materia de orden público y las noticias sobre el tamaño de la deuda pública, pueden haber resentido la confianza de inversionistas y consumidores, afectando las posibilidades de crecimiento de los próximos trimestres.

A pesar de las consideraciones anteriores, en el presente informe se consideran viables un incremento positivo pero bajo para este año y uno mayor para 2003. Aún así, debe señalarse que la incertidumbre asociada con estos pronósticos se ha incrementado.

En vista de lo anterior, en los próximos trimestres no se deberían presentar importantes presiones de demanda que pongan en peligro la meta de inflación de 6% para este año. La apreciación anterior se refuerza con los indicios que sugieren un incremento en la capacidad productiva de la economía el año anterior, tal como lo señala el importante incremento de las importaciones de bienes de capital ese año, la recuperación de la inversión privada durante 2000 y 2001 y el aumento continuo de la oferta de trabajo a juzgar por el alto nivel de la tasa global de participación. Estos indicadores sugieren que el PIB observado ha continuado por debajo del PIB potencial y que esta situación muy probablemente se mantendrá el resto del año.

Las proyecciones que se incluyen en el presente informe también suponen una reducción significativa en las expectativas de inflación tanto para este año como a largo plazo. Usualmente, el canal de expectativas ha jugado un papel importante en la determinación de la inflación en Colombia. Una parte no despreciable de los contratos de precios y salarios se halla indexada automáticamente a la inflación pasada. La significativa reducción de la inflación de bie-

nes altamente indexados tales como los servicios públicos, la educación y los arriendos en los últimos años, y en especial en el primer trimestre del actual, sugieren que este canal ha ido perdiendo terreno como determinante de la inflación.

Adicionalmente, el reiterado cumplimiento de la meta de inflación por parte del Banco de la República ha incrementado la credibilidad de la política monetaria y ha permitido un quiebre en las expectativas, tal como lo sugiere el resultado de la encuesta efectuada en enero por el Banco de la República. Los resultados muestran claramente que los entrevistados esperan, para los trimestres siguientes, una inflación menor que la del año inmediatamente anterior y con una tendencia decreciente (Gráfico 86). Es la primera vez en la historia de esta encuesta, que se obtiene este resultado. El quiebre en las expectativas hace posible las reducciones adicionales de la inflación sin sacrificios en el crecimiento.

En el frente cambiario, este informe mantiene el escenario de relativa estabilidad para 2002. Dicho escenario se sustenta, entre otras razones, por el acceso con que cuenta el Gobierno a recursos externos para satisfacer su necesidad de financiamiento este año, por los mayores ingresos por transferencias del exterior y por una desaceleración en el crecimiento de las importaciones que permitirá contrarrestar el desempeño menos favorable de las exportaciones sin ocasionar

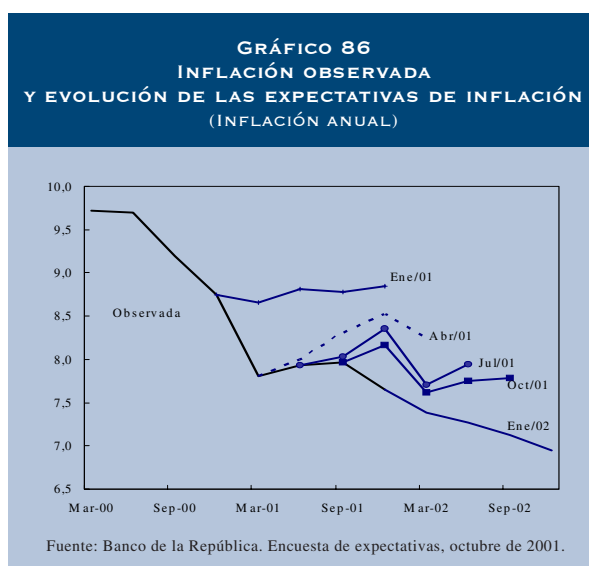
desequilibrios significativos en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

B. LOS RIESGOS

Al igual que hace tres meses, los principales riesgos que en la actualidad enfrenta el cumplimiento de la meta de inflación del 6% para el año están relacionados con factores de oferta. El más importante sigue siendo la posible aparición de un fenómeno de "El Niño" a partir del segundo semestre de este año y que podría extenderse hasta bien entrado el 2003. De acuerdo con expertos, en marzo las condiciones climáticas del Pacífico continuaban evolucionando hacia el surgimiento de dicho fenómeno, por lo cual se incrementaron las probabilidades de su aparición este año. Conviene señalar que aún se mantiene la incertidumbre sobre su intensidad, aunque la mayoría de expertos coincide en que lo más probable es que esta sea entre moderada y baja.

Como se ha mencionado en informes anteriores, la aparición de "El Niño" suele estar acompañada de importantes repuntes en los precios de los alimentos ocasionados por reducción de la oferta, tanto porque los productores reducen el área cultivada en previsión de adversas condiciones climáticas como porque el menor nivel de precipitaciones reduce la productividad y el volumen de las cosechas. En las actuales circunstancias, las consecuencias indeseadas de este fenómeno sobre los precios podrían verse reforzadas por el hecho que los precios de los alimentos en general, y los de la papa y algunos otros productos de gran peso en la canasta del consumidor en particular, han exhibido precios relativos muy bajos en los últimos seis meses, desincentivando su cultivo. Así mismo, aún se espera que el ciclo de retención ganadero se mantenga hasta finales de este año, por lo cual la oferta de carne seguirá siendo limitada y los precios altos.

Todos los factores anteriores anticipan incrementos importantes en los precios de los alimentos para el segundo semestre de este año y mayores que los previstos hace tres meses. En esta oportunidad, los precios



de los alimentos se proyectaron suponiendo la presencia del fenómeno de "El Niño" de intensidad moderada con un 75% de probabilidad. En el informe de diciembre, la probabilidad asignada al surgimiento de este fenómeno fue mucho menor (25%).

La senda central del modelo satélite de alimentos proyecta una inflación para este grupo de bienes de 8,0% en el promedio del cuarto trimestre de 2002 (Gráfico 87). Este pronóstico es mayor que el presentado hace tres meses (7,0%). Al igual que en el informe anterior, la senda central está acompañada de un balance de riesgos sesgado hacia arriba. Este sesgo se justifica porque aún cabe la posibilidad de que se presente un Niño de intensidad fuerte, con consecuencias aún menos favorables sobre la estabilidad de precios.

Finalmente, para este informe ha surgido una nueva fuente de presiones inflacionarias no prevista anteriormente y que guarda relación con el incremento

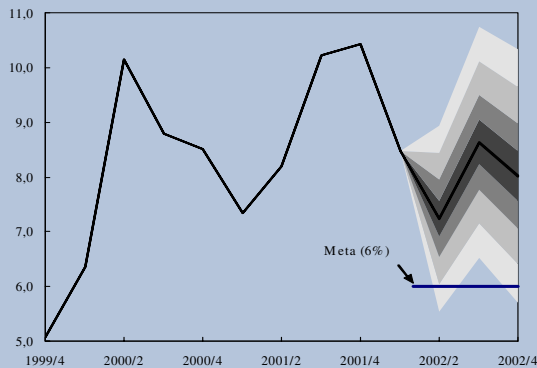
reciente del precio internacional del petróleo. Como se señala en el capítulo III de este informe, en el resto del año, se espera un precio internacional superior en tres dólares al previsto hace tres meses. De confirmarse el pronóstico, el mayor precio terminaría siendo trasladado al precio interno de los combustibles y, a través de los costos de producción, a los demás precios de la economía. Adicionalmente, siendo un precio de referencia importante para consumidores y productores, su aumento podría incrementar las expectativas de inflación. De acuerdo con ejercicios realizados por la SGEE, descontado el canal de expectativas, un incremento de 10% una sola vez en el precio interno de la gasolina tiende a generar un incremento de la inflación al consumidor del orden de 1%, en un año, como máximo.

C. LAS PROYECCIONES DE INFLACIÓN

Las proyecciones de inflación total y básica para el cuarto trimestre de este año y las de inflación básica para su similar de 2003 se redujeron significativamente frente a las presentadas en el informe de diciembre. Estas menores proyecciones sugieren que la probabilidad de cumplir la meta del 6% para este año es alta y que, muy posiblemente, la inflación seguirá disminuyendo en 2003 de manera acorde con el cumplimiento del objetivo de inflación de largo plazo de 3% establecido por la Junta Directiva.

La senda central de inflación básica proyectada por el modelo del Banco de la República, junto con su balance de riesgos, se presenta en el Gráfico 88. El modelo en cuestión proyecta una inflación básica (IPC sin alimentos) de 3,8% para el promedio del cuarto trimestre de 2002 y 3,5% para el promedio del cuarto trimestre de 2003. Estos pronósticos resultan menores que los presentados en el informe anterior en 1,5 y 1,0 puntos porcentuales, respectivamente. La disminución de los pronósticos es significativa y refleja la sobrestimación, en 0,6 puntos porcentuales, de la inflación básica para el promedio del primer trimestre que se proyectó utilizando cifras observadas a diciembre de 2001.

GRÁFICO 87
PROYECCIÓN DE LA INFLACIÓN DE ALIMENTOS
PARA EL AÑO 2002
 (ESCENARIO CENTRAL Y BALANCE DE RIESGOS)



Fuente: Banco de la República.

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

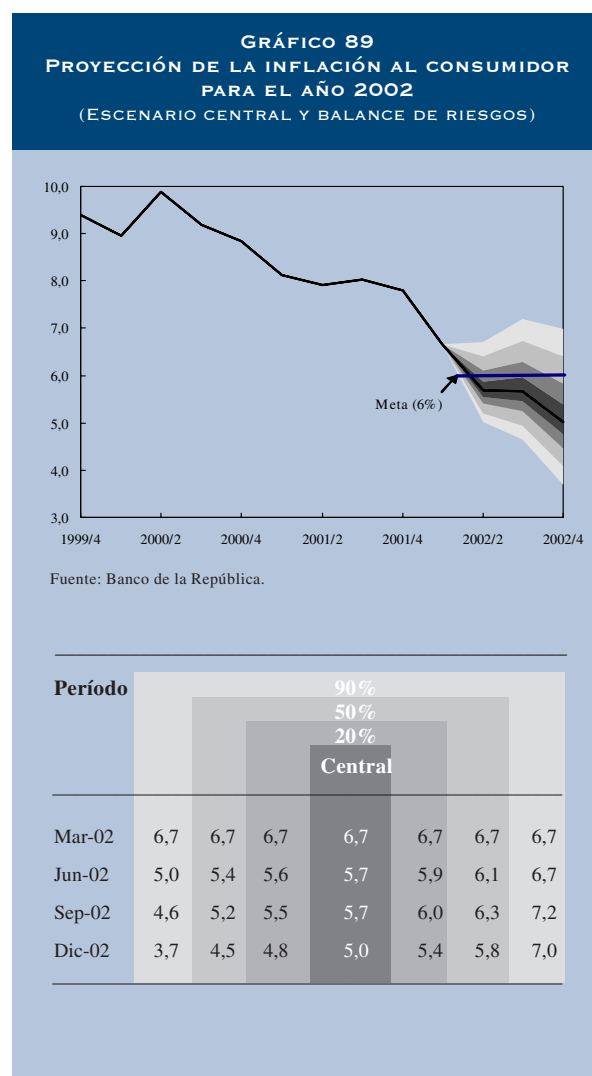
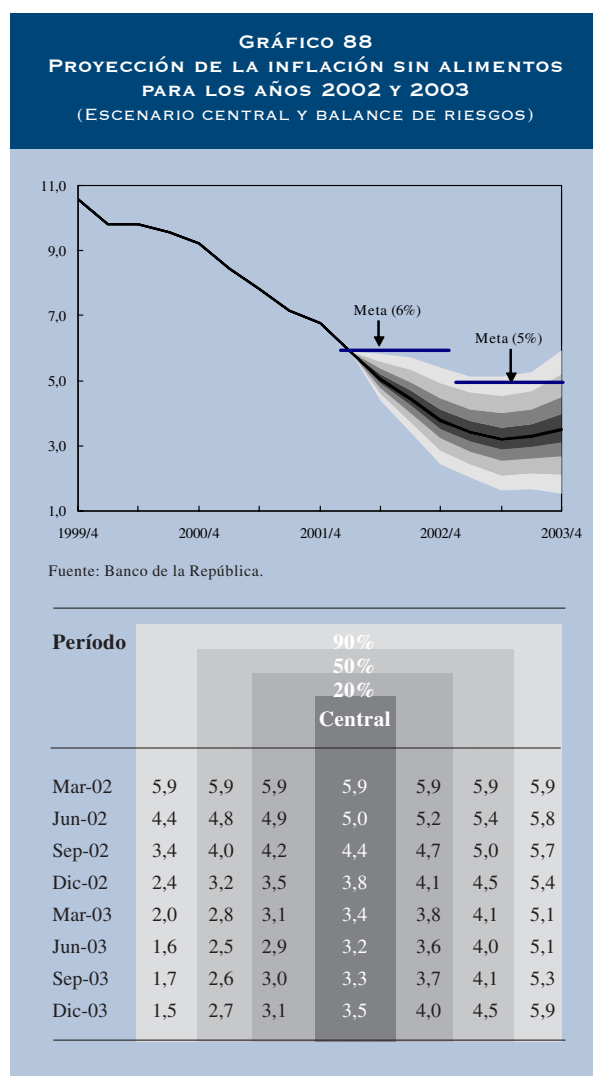
El pronóstico del Banco de la República sugiere que la inflación básica puede seguir cayendo de manera importante en cada uno de los trimestres restantes de este año, y que podría estabilizarse en niveles cercanos al 3,5% a lo largo de todo 2003.

La ampliación de la brecha del PIB, como consecuencia del mayor crecimiento del PIB potencial y el menor de la demanda explican la caída de la inflación básica esperada para 2002. A ello contribuye la muy baja o nula devaluación observada desde mediados de 2001.

En cuanto a la inflación total, el pronóstico de la senda central indica que esta variable podría situarse en

5,0% para el promedio del cuarto trimestre de 2002, 0,8 puntos porcentuales por debajo de la proyección efectuada para el Informe sobre Inflación anterior (Gráfico 89). Al igual que sucedió con la inflación básica, la inflación total para marzo también fue sobrestimada (en 1,4 puntos porcentuales).

Una vez más, el balance de riesgos que acompaña la senda central de la inflación total se encuentra sesgado hacia arriba, intentando reflejar los importantes riesgos que pesan sobre la inflación de alimentos y la inflación total en los próximos meses como consecuencia de la posible presencia de un fenómeno de "El Niño".



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 2002 y 2003. Debe tenerse en cuenta que a la fecha de recibir las proyecciones de los analistas locales, estos ya conocían la cifra de inflación oficial para el primer trimestre de 2002.

PROYECCIONES PARA 2002

En el Cuadro 1, se detallan las proyecciones realizadas para el año 2002. El cambio más importante en el pronóstico de los analistas locales en el último trimestre corresponde a la inflación esperada. Hace tres meses, en promedio, los analistas locales esperaban que la inflación fuera de 6,9% para este año. Ahora, después de conocer las cifras oficiales para el primer trimestre, la cifra esperada es de 6,6%. Vale la pena destacar que dos de los cinco analistas están pronosticando cifras de inflación compatibles con la meta de 6% para este año, lo cual refleja que la meta establecida por el Banco de la República ha ganado credibilidad. De hecho, es la primera vez desde que se publica el Informe sobre Inflación, que analistas locales pronostican una inflación similar o inferior a la meta establecida para el año respectivo.

Consecuentes con las menores expectativas de inflación, en promedio los analistas locales esperan menores tasas de interés para lo que resta del año. El pronóstico presentó una reducción de 100 pb, al pasar la DTF nominal esperada hace tres meses de 12,2% a 11,2%. Esta menor predicción no sólo está ligada al comportamiento de la inflación, también lo está a las expectativas que tienen los analistas locales sobre una política monetaria más laxa para lo que resta del año.

La tasa de cambio nominal fue la otra variable macroeconómica cuyos pronósticos modificaron

CUADRO 1
PROYECCIÓN DE LAS PRINCIPALES VARIABLES MACROECONÓMICAS PARA 2002

	Fecha de la proyección	Crecimiento del PIB real %	Inflación IPC %	Tasa de cambio nominal (fin de)	DTF nominal %	Déficit Fiscal 1/ Cta.Cte. (% del PIB)		Tasa de desempleo %	
Analistas locales									
	Revista Dinero	19-Abr-02	1,8	6,0	2.474	11,5	-3,5	-2,8	6,7
	Suvalor-Corfinura	25-Abr-02	2,1	5,7	2.456	10,3	-3,0	-3,2	n.d.
	Corfivalle	15-Ene-02	2,2	7,2	2.516	11,7	-3,6	-3,0	17,0
	ANIF	01-Abr-02	2,0	7,0	2.474	12,0	-3,0	-3,2	17,5
	Fedesarrollo	15-Abr-02	1,7	7,0	2.497	10,7	-3,0	-3,2	n.d.
	Promedio		2,0	6,6	2.483	11,2	-3,2	-3,1	17,1
Analistas externos 2/									
	Goldman Sachs	05-Abr-02	1,0	7,0	2.450		-3,9	-2,3	
	IDEA global	25-Mar-02	2,6	6,0	2.415		-2,9	-2,3	
	J. P. Morgan	04-Abr-02	2,0	7,0	n.d.		-2,8	-3,7	
	ABN Amro Bank	03-Abr-02	2,0	8,0	2.414		-2,6	-2,6	
	Salomón Smith Barney	20-Mar-02	2,7	7,2	2.427		-2,9	-3,1	
	Deutsche Bank	04-Abr-02	1,8	6,5	2.371		-4,8	-2,6	
	Merrill Lynch	15-Abr-02	2,2	6,5	2.525		-3,0	-3,0	
	Promedio		2,0	6,9	2.434		-3,0	-2,8	

n. d. No disponible.

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

2/ Informe, ¿Cómo nos ven afuera?, SMR, 11 de marzo de 2002.

sensiblemente los analistas locales respecto al último Informe sobre Inflación. Las menores expectativas de devaluación obedecen al comportamiento observado del mercado cambiario durante los tres primeros meses del año.

Finalmente, los analistas locales mantienen sus pronósticos para el resto de variables macroeconómicas. Una razón por la cual pueden no haber cambiado las expectativas respecto al crecimiento para este año es que a la fecha, el DANE no ha dado a conocer cifras sobre el desempeño de la industria y las ventas del comercio al por menor.

Los pronósticos de los analistas extranjeros, con excepción de la inflación, variaron significativamente respecto a los presentados en el cuarto trimestre de 2001. Al parecer los acontecimientos de orden público han tenido un fuerte impacto sobre sus expectativas de crecimiento para 2002, pues ahora se espera, en promedio un crecimiento de 2,0%, inferior en 0,6 puntos porcentuales al presentado hace tres meses. De cualquier modo, dos de los siete analistas aún consideran que es factible que este año se cumpla la meta de crecimiento oficial (2,5% a 3,0%).

Como uno de los efectos de la ruptura de los diálogos de paz, los analistas extranjeros pronostican un importante deterioro de las cuentas fiscales para este año, incrementando en 0,4 puntos porcentuales el déficit del sector público no financiero esperado (-3,0%) respecto al de hace tres meses (-2,6%).

En cuanto a la devaluación esperada, los analistas extranjeros creen que esta ya no será 10,2% sino 5,8%, lo que traerá consigo un mayor deterioro del saldo en la cuenta corriente (hace tres meses pronosticaban un déficit de 2,3%, ahora es de 2,8%).

PROYECCIONES PARA 2003

En el Cuadro 2, se detallan las proyecciones para 2003. El pronóstico promedio de inflación tanto de analistas locales como extranjeros es de 6,0%, que se encuentra dentro del rango establecido por el Banco de la República para la meta de 2003. Vale la pena recordar que en noviembre de 2001 se estableció como meta de inflación para 2003 un rango entre 4% y 6%, señalándose que en el transcurso de 2002 se fijaría una meta puntual dentro de dicho intervalo. El hecho que tanto analistas locales como extranjeros estén pronosticando la inflación dentro del rango de la meta fijada por el Banco de la República indica que se está consolidando el proceso de desinflación en Colombia, y señala que hay un quiebre en la formación de expectativas de los agentes gracias a la credibilidad que ha ganado la política del Banco de la República durante dicho proceso.

En el tema de crecimiento económico, tanto los analistas locales (3,0%) como los extranjeros (3,3%) esperan que el año entrante sea mejor que el presente. Sin embargo, estos pronósticos son menores que la cifra contemplada (3,5%) en el proyecto de presupuesto para 2003 presentado en días recientes al Congreso de la República.

Llama la atención la diferencia que hay en las expectativas de devaluación entre los analistas locales y los extranjeros. Tomando como punto de partida el pronóstico promedio respectivo para la tasa de cambio a finales de 2002, los analistas locales esperan una devaluación nominal de 7,7% para 2003, sensiblemente superior a la expectativa de los analistas extranjeros (5,3%).

CUADRO 2
PROYECCIÓN DE LAS PRINCIPALES VARIABLES MACROECONÓMICAS PARA 2003

	Fecha de la proyección	Crecimiento del PIB real %	Inflación IPC %	Tasa de cambio nominal (fin de)	DTF nominal %	Déficit Fiscal 1/ Cta.Cte. (% del PIB)		Tasa de desempleo %
Analistas locales								
Revista Dinero	19-Abr-02	2,5	6,0	2.720	13,0	-3,0	-3,0	16,0
Suvalor-Corfinsura 2/	25-Abr-02	3,0	4,0	2.694	9,9	-2,1	-3,5	n.d
Corfivalle	15-Ene-02	3,3	7,0	2.624	12,4	-3,3	-3,0	16,0
ANIF	01-Abr-02	3,0	6,0	2.648	11,0	-2,5	-3,3	17,6
Fedesarrollo	15-Abr-02	3,4	7,0	2.682	10,0	-3,5	-3,9	n.d.
Promedio		3,0	6,0	2.674	11,3	-2,9	-3,3	16,5
Analistas externos 3/								
Goldman Sachs	05-Abr-02	3,0	5,0	2.534		-4,2	-2,4	
IDEA global	25-Mar-02	3,5	5,0	2.560		-2,1	-2,9	
J. P. Morgan	04-Abr-02	3,1	6,0	n.d		-2,5	-3,6	
ABN Amro Bank	03-Abr-02	3,5	8,0	2.558		-2,6	-2,6	
Salomón Smith Barney	20-Mar-02	3,2	7,0	2.568		-2,4	-3,3	
Deutsche Bank	04-Abr-02	3,2	5,0	2.514		-4,1	-4,1	
Merrill Lynch	15-Abr-02	3,5	6,0	2.650		-2,8	-3,2	
Promedio		3,3	6,0	2.564		-2,8	-3,2	

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/ La proyección de déficit fiscal de Su Valor para 2003 supone una nueva reforma tributaria en el nuevo Gobierno.

3/ Informe, ¿Cómo nos ven afuera?, SMR, 11 de marzo de 2002.

Este Informe fue preparado
por la Subgerencia de Estudios Económicos
del Banco de la República.
Editado y diagramado por la Sección de Publicaciones
Económicas del Departamento de Comunicación Institucional
e impreso por Lito Camargo Ltda.
en mayo de 2002.