



INFORME SOBRE INFLACIÓN
DICIEMBRE DE 2001

BANCO DE LA REPÚBLICA

PRESENTACIÓN, RESUMEN Y CONCLUSIONES

EVALUACIÓN DE LA SITUACIÓN INFLACIONARIA A DICIEMBRE DE 2001

- ⊕ En diciembre de 2001, la inflación anual al consumidor fue de 7,6%. Esta cifra es inferior en 0,4 puntos porcentuales a la meta de inflación definida por la Junta Directiva del Banco de la República para el año 2001, y en 1,1 puntos porcentuales al valor observado en diciembre del año anterior. En los últimos 32 meses la inflación anual al consumidor ha sido igual o inferior a 10,0%.
- ⊕ La inflación de diciembre de 2001 coincide con el pronóstico que efectuó la Subgerencia de Estudios Económicos (SGEE) del Banco de la República a finales de 2000 y que fue presentado al público en el Informe sobre Inflación de diciembre de 2000.
- ⊕ La inflación en el último trimestre de 2001 (0,6%) fue inferior en 0,3 puntos porcentuales a la observada en el último trimestre del año 2000 (0,9%). Esta menor inflación del último trimestre del año es el resultado de un menor crecimiento trimestral de los precios en los grupos de diversión, cultura y esparcimiento, transporte y comunicaciones y gastos varios, principalmente, y se dio a pesar de un no muy buen desempeño en los precios de algunos alimentos.
- ⊕ En el cuarto trimestre de 2001, los factores que impulsaron al alza los precios siguieron concentrados en el grupo de alimentos y de servicios. En los alimentos, sobresalen los incrementos de la papa a finales de año por su peso en la canasta de alimentos. En los tres últimos meses no se presentaron incrementos en el precio de la carne, a diferencia de lo que sucedió en los trimestres anteriores. Sin embargo, este producto terminó siendo el que más contribuyó a acentuar la inflación durante todo el año. En cuanto a los servicios públicos, el acueducto, el alcantarillado, el arriendo imputado, y el aseo fueron los de mayor aumento en los precios.
- ⊕ En los últimos meses no se presentaron presiones inflacionarias originadas en la demanda como lo sugiere la reducción de la inflación anual de grupos como el de cultura y esparcimiento, gastos varios y vestuario.
- ⊕ Durante el cuarto trimestre se mantuvo la desaceleración de la inflación anual de los bienes transables, fenómeno que se observó prácticamente sin interrupción desde mediados de 2000 y que está asociado al menor ritmo de devaluación. Por su parte, la variación anual del precio de los no transables se redujo levemente quebrando la tendencia alcista que traía desde marzo de 2001.
- ⊕ Al igual que la inflación total al consumidor, la inflación básica en el año 2001 mostró un desempeño favorable. El promedio de los indicadores de inflación básica se situó en diciembre de 2001, en 6,7%, inferior al de septiembre de 2001 (7,0%) y al de diciembre del año 2000 (8,4%). Además, ningún indicador de inflación básica en diciembre se situó por encima de la inflación total o la meta de inflación de 2001.

¶ La inflación del productor también registró un buen comportamiento, al situarse en diciembre de 2001 en 6,9%, 4,1 puntos porcentuales por debajo de la observada un año atrás y 1,1 puntos porcentuales inferior a la registrada en septiembre pasado. Esta menor variación anual del IPP registrada en diciembre con respecto a septiembre, se explica por la caída en la variación anual de los precios de los bienes producidos y consumidos y de los importados. De acuerdo con la Clasificación CIIU, la minería y la industria fueron los únicos grupos que registraron una disminución de la inflación anual en diciembre de 2001 respecto a la observada en septiembre del mismo año.

¶ Para el año 2002 no se esperan mayores presiones inflacionarias. La evolución en los precios al consumidor se verá favorecida por una devaluación moderada y por una demanda mundial poco dinámica, todo lo cual se reflejará en menor inflación de los principales productos básicos que se transan internacionalmente, incluidos los precios de los combustibles. Además, a pesar de presentarse una demanda interna en recuperación, no se esperan importantes presiones de demanda gracias a la amplia disponibilidad de capacidad instalada.

¶ Pese a lo anterior, a la fecha no se puede descartar plenamente que surjan presiones en los precios originadas en el grupo de alimentos. En particular, se espera que en 2002 continúe la fase de retención ganadera, que trae consigo una oferta reducida de la carne y un incremento en sus precios. Adicionalmente, es probable que los incrementos en los precios de la papa registrados en diciembre se mantengan durante parte de 2002, debido a la menor oferta, tras los bajos precios que se dieron en el segundo y tercer trimestres de 2001. Así mismo, no se descartan incrementos en los precios del conjunto de alimentos primarios, por la eventual presencia de un nuevo fenómeno de “El Niño” a finales de año. Finalmente, es de esperar presiones inflacionarias en el grupo de los servicios públicos, pues durante 2002 debe mantenerse el desmonte gradual de subsidios, especialmente en los servicios de acueducto y alcantarillado.

¶ De acuerdo con la senda central del modelo de mecanismos de transmisión, la inflación anual promedio para el cuarto trimestre de 2001 será de 5,8%. Por su parte, la combinación de los pronósticos de inflación arroja una inflación en diciembre de 2002 de 6,4%, igual a la proyección de hace tres meses.

¶ En este informe también se presenta, por primera vez, el pronóstico para el cuarto trimestre de 2003. Para este año, la senda central del modelo en cuestión prevé una continuación de la tendencia decreciente en la inflación, anticipando una inflación promedio para el cuarto trimestre de 3,9%.

¶ La reducción de la inflación durante 2002 y 2003 obedecería, en buena parte, a que no se prevén presiones inflacionarias de demanda importantes, toda vez que el crecimiento esperado deberá acomodarse fácilmente a la capacidad instalada disponible.

¶ Para 2002, el balance de riesgos que acompaña el pronóstico central se encuentra sesgado hacia arriba, indicando que todavía podrían presentarse presiones inflacionarias mayores que las previstas, debido a la incertidumbre en el comportamiento de los precios de los alimentos y en la tasa de cambio.

¶ Se espera que la inflación básica mantenga su tendencia decreciente durante 2002. Los modelos uniecuacionales indican que la inflación básica, medida por el promedio de los tres

indicadores actualmente estimados por la SGEE, se situará en 5,6% en diciembre de 2002. Este nivel es similar al que proyecta el modelo de mecanismos de transmisión para el caso del IPC sin alimentos (5,3%). Al igual que en el caso del pronóstico de la inflación total, el balance de riesgos también se encuentra sesgado hacia arriba por razones similares.

⊕ Durante el tercer trimestre de 2001, el crecimiento anual del PIB fue de 1%, inferior al observado en los dos trimestres anteriores. El menor crecimiento fue el resultado de una desaceleración de todos los tipos de demanda, y en especial de la demanda externa y de la inversión. El desempeño de la demanda de consumo se vio favorecido por el repunte del consumo del gobierno y el mayor crecimiento en el consumo de bienes durables y semidurables de los hogares.

⊕ A juzgar por el desempeño de varios indicadores de actividad real, durante el cuarto trimestre podría haberse logrado una ligera recuperación en el ritmo de crecimiento económico, especialmente gracias al mejor desempeño de la demanda interna. Factores como la recuperación de los préstamos para la compra y construcción de vivienda y el buen comportamiento de las licencias de construcción en noviembre, sugieren que la construcción privada creció a un ritmo mayor en los últimos meses del año. Dado que este sector es altamente intensivo en mano de obra, su recuperación en forma permanente tendría un impacto importante en la creación de empleo y, por esta vía, en el mayor crecimiento del consumo privado. Adicionalmente, los datos sobre ventas de automóviles reportados a noviembre muestran un importante repunte frente a los niveles observados en los últimos 24 meses. Comportamientos aceptables también se observaron en los indicadores de ventas al por menor y en el consumo de energía eléctrica.

⊕ Para comienzos de 2002, existen circunstancias que favorecen el crecimiento y que podrían compensar el menor dinamismo esperado de las exportaciones. Estas circunstancias, dentro de las que sobresalen las bajas tasas de interés, la estabilidad del tipo de cambio, las menores salidas netas de capitales, la reducción reciente de la tasa de desempleo y los estímulos tributarios a la inversión en vivienda podrían sostener las expectativas de consumidores e inversionistas, permitiendo un mayor crecimiento de la demanda interna.

⊕ En el cuarto trimestre de 2001, la Junta Directiva continuó efectuando una política monetaria holgada, gracias a los buenos resultados de la inflación y a la existencia de proyecciones coherentes con las metas establecidas. Durante estos tres meses, el Banco redujo en tres oportunidades las tasas de interés. En el caso de las tasas de subasta de expansión y de contracción, estas reducciones ascendieron en total a 75 puntos básicos; en el caso de la tasa lombarda de expansión la reducción fue de 100 puntos básicos y en el de la lombarda de contracción de 50 puntos básicos. Para finales de año, el nivel de estas tasas era de 8,5% y 7,5% para las de subasta de expansión y contracción, respectivamente, y de 12,25% y 6,25% para las lombardas de expansión y contracción, en su orden.

⊕ Además de las reducciones en las tasas de intervención y teniendo en cuenta los mayores requerimientos de liquidez de finales de año, la Junta Directiva otorgó liquidez permanente mediante la compra de reservas internacionales y la compra definitiva de títulos de deuda pública por un monto total de \$993 miles de millones.

⊕ Respecto a la tasa de cambio, al finalizar 2001 fue de \$2.291 por dólar, lo cual representa una devaluación promedio de 5,4% y fin de año de 2,8%. Esta cifra, inferior al diferencial de

inflación interna y externa, se explica en gran medida por la financiación externa del déficit fiscal y las menores salidas netas de capitales privados.

¶ Durante el cuarto trimestre, la base monetaria se acercó a la línea de referencia de la base. A finales de año, el promedio de orden 20 de la base se situó en su línea de referencia, en tanto que el promedio de orden 45 se ubicó ligeramente por debajo de ésta. Adicionalmente, en estos meses la medida de liquidez más amplia, el M3, continuó aumentando, y en diciembre su crecimiento anual fue de 10,5%, mayor en 1,6 puntos porcentuales que la de septiembre. Esta recuperación ha sido el resultado de un incremento de las cuentas corrientes y de las de ahorro, pero sobre todo del fuerte crecimiento de las operaciones Repo realizadas con la Tesorería General de la Nación, las cuales tienen la ventaja de no estar sujetas a encaje.

¶ La mayor disponibilidad de ahorro financiero, se tradujo en un crecimiento del portafolio de los intermediarios financieros en TES, permitiendo un crecimiento notable de la deuda pública sin quebrar la tendencia de recuperación que trae, desde hace varios trimestres, la cartera del sistema financiero. Aún así, a finales de año, el crecimiento de esta seguía siendo muy bajo (2% anual para la cartera bruta nominal). Por tipo de crédito, en el cuarto trimestre sobresale la recuperación de la cartera de consumo, la cual exhibió un crecimiento anual de 10,4%, significativamente mayor que el de septiembre (5,8%).

¶ La disminución de la inflación por debajo del 8% en los últimos meses es un factor positivo para el proceso de formación de expectativas, que puede ayudar a disminuir la magnitud y el número de ajustes en precios a comienzos de 2002. Lo anterior se confirma con la sustancial reducción de los pronósticos de inflación realizados por los analistas locales y extranjeros para 2002, incluso antes de conocer el dato de inflación de diciembre.

¶ Los pronósticos disponibles indican que nos encontramos en una trayectoria compatible con la meta de inflación del 6% a finales de 2002. Igualmente, los pronósticos para el mediano plazo son coherentes con el logro de niveles de inflación en el año 2003 dentro del rango anunciado de 4%-6%. El análisis de la actividad económica real muestra una mejoría reciente en algunos indicadores de la demanda interna. Se espera que la recuperación económica continúe a lo largo del año 2002, sin comprometer el logro de las metas de inflación, dado el grado de capacidad instalada excedente aún presente en la economía, y las menores expectativas de inflación originadas en un aumento en la credibilidad de la política monetaria. Por otra parte, el promedio móvil de la base monetaria se ha situado recientemente cerca de su línea de referencia y no se prevén cambios en la situación externa que pongan en peligro el cumplimiento de las metas de inflación.

¶ Con base en las anteriores consideraciones, la Junta Directiva del Banco de la República decidió reducir las tasas de interés mínima y máxima de corte de las subastas de expansión y contracción en 0,5 puntos porcentuales. También disminuyó la tasa de interés (“lombarda”) de la ventanilla de expansión en 0,5 puntos porcentuales y la tasa de interés (“lombarda”) de la ventanilla de contracción en 0,25 puntos porcentuales. Estas modificaciones son compatibles con los resultados de los pronósticos de inflación señalados anteriormente.

⊕ Con estos cambios, las tasas de interés de intervención del Banco de la República quedan de la siguiente manera: lombarda de expansión, en 11,75%; lombarda de contracción en 6,0%; subasta de expansión en 8,0%, y subasta de contracción en 7,0%.

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
DICIEMBRE DE 2001

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	18
II.	DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN	20
	A. AGREGADOS MONETARIOS, TASAS DE INTERÉS Y TIPO DE CAMBIO	20
	B. OFERTA Y DEMANDA	33
	C. SALARIOS Y EMPLEO	41
	D. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA	44
	E. POLÍTICA FISCAL	45
III.	CONTEXTO INTERNACIONAL	48
	A. ASPECTOS GENERALES	48
	B. PRECIOS DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS	55
IV.	PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN	58
	A. LOS SUPUESTOS DE LOS PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN	58
	B. LAS PROYECCIONES DE INFLACIÓN	60

ÍNDICES DE PRECIOS

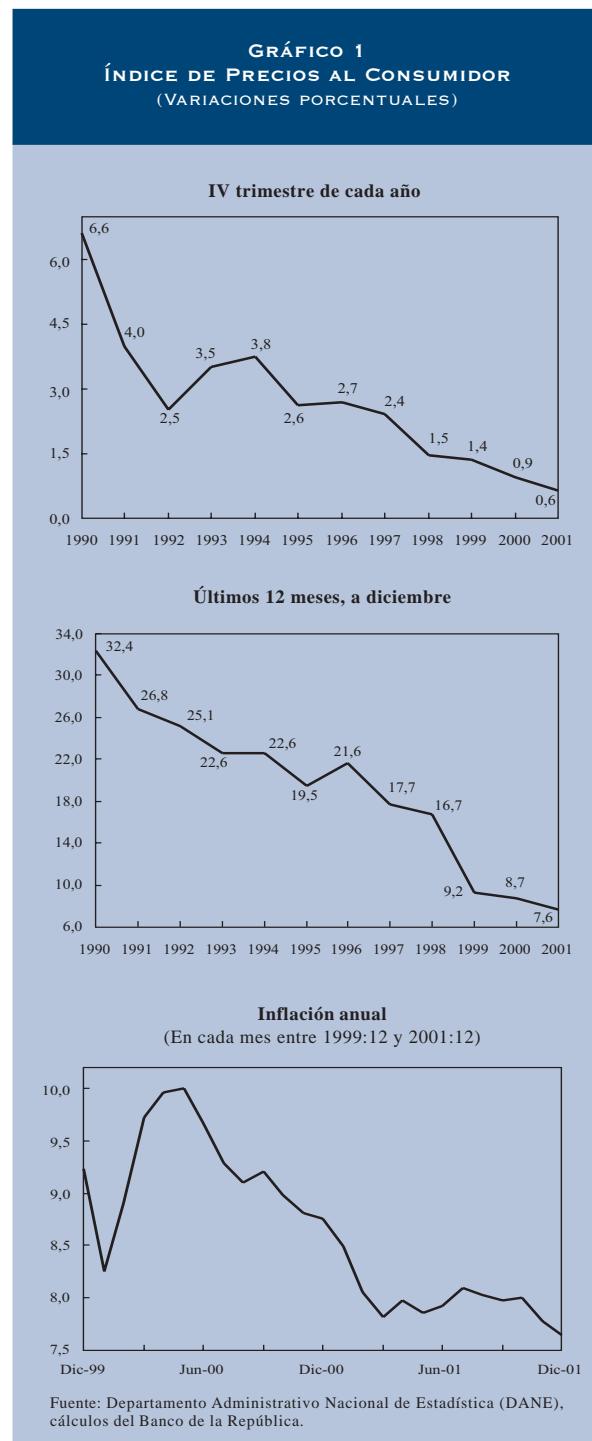
A. ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR

1. Comportamiento general

La inflación anual de precios al consumidor, al cierre del cuarto trimestre de 2001, fue 7,6%, inferior en 0,4 puntos porcentuales a la del trimestre anterior y en 1,1 puntos porcentuales al registro observado en diciembre de 2000 (Gráfico 1 y Cuadro 1). Este nivel de inflación anual alcanzado en diciembre de 2001 es el más bajo para cualquier mes desde diciembre de 1970 cuando se situó en 6,8%. El buen desempeño de los precios al consumidor permitió situar la inflación anual en 0,4 puntos porcentuales por debajo de la meta de inflación establecida por la Junta Directiva del Banco de la República para el año 2001.

Aunque la inflación del último trimestre de cada año suele ser baja, de acuerdo con el comportamiento estacional de la inflación al consumidor en Colombia, el resultado inflacionario del último trimestre de 2001 (0,6%) fue mejor que el esperado porque se tenía la expectativa de terminar el año con un comportamiento similar al observado en el último trimestre del año pasado (0,9%). Esta menor inflación del último trimestre de 2001 es consecuencia, sobre todo, del menor crecimiento de los precios en el grupo de diversión, cultura y esparcimiento, el cual creció 0,1% en el último trimestre del año 2001 frente al 3,9% del cuarto trimestre de 2000. Pero también obedeció al buen desempeño de los precios de otros rubros como vestuario, otros gastos y transporte.

Al igual que la inflación total al consumidor, la inflación básica en el año 2001 mostró un favorable



CUADRO 1
INDICADORES DE INFLACIÓN
(VARIACIONES PORCENTUALES A DICIEMBRE)

	Anuales		
	Dic. 00	Sep. 01	Dic. 01
I. IPC			
Alimentos	8,7	8,0	7,6
Vivienda	7,4	10,6	10,5
Vestuario	4,9	3,8	4,3
Salud	3,6	3,3	2,6
Educación	10,3	10,8	10,9
Diversión, cultura y esparcimiento	9,4	10,4	10,2
Transporte	11,7	11,2	7,1
Gastos varios	16,2	9,8	8,9
	15,2	8,9	7,6
II. Inflación básica 1/			
IPC sin alimentos	8,4	7,0	6,7
Núcleo 2/	9,3	6,9	6,5
IPC sin alimentos primarios, combustibles y servicios públicos	8,5	7,8	7,4
	7,5	6,3	6,1
III. IPP			
Según uso o destino económico			
Consumo intermedio	11,0	8,0	6,9
Consumo final	10,9	8,6	5,8
Bienes de capital	10,8	7,9	8,5
Materiales de construcción	10,8	5,0	5,7
	12,9	9,6	7,4
Según procedencia			
Producidos y consumidos	10,6	9,1	7,7
Importados	12,5	4,8	4,6
Exportados 3/	6,4	(8,0)	(7,9)
Según origen industrial (CIIU)			
Agricultura, silvicultura y pesca	6,0	6,8	7,6
Minería	27,3	3,4	(1,3)
Industria manufacturera	11,9	8,5	7,0

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

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

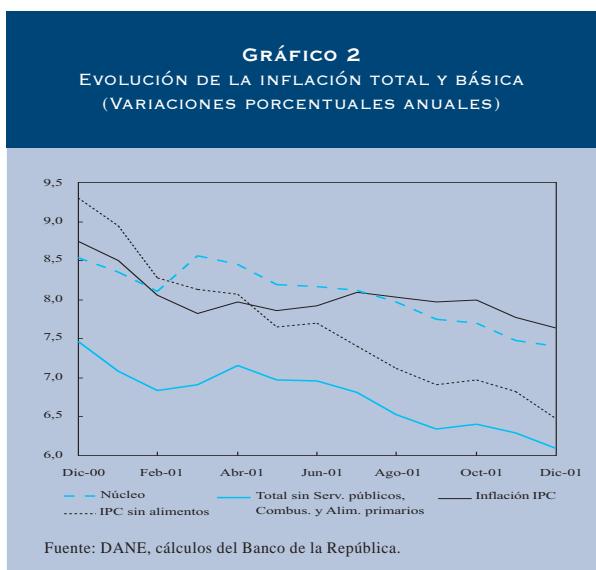
3/ El IPP total no incluye los bienes exportados, su cómputo se realiza con la suma ponderada de bienes producidos y consumidos e importados.

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

desempeño. Las tres medidas consideradas más confiables por el Banco de la República (el Índice de Precios al Consumidor (IPC) sin alimentos 6,5%, la inflación núcleo 7,4% y el IPC sin alimentos primarios, combustibles y servicios públicos 6,1%), se situaron en diciembre cómodamente por debajo de la meta de inflación del año 2001 (8,0%) y redujeron su crecimiento anual frente a los niveles del año 2000. Así mismo, con respecto al dato del tercer trimestre, los tres indicadores de inflación básica también mostraron caídas. En particular, el promedio de los tres indicadores se redujo de 7,0% en septiembre a 6,7% en diciembre. Finalmente, los tres indicadores de

inflación básica se situaron por debajo de la inflación al consumidor en el cuarto trimestre del año (Cuadro 1 y Gráfico 2). Estos resultados de la inflación básica permiten ser optimistas, respecto al cumplimiento de la meta de inflación en el año 2002 (6,0%).

La ciudad que acumuló en 2001 un mayor crecimiento anual de precios al consumidor fue Cúcuta (10,5%), seguida de Montería (10,1%) y Neiva (9,5%). Por el contrario, las ciudades con una menor inflación anual a diciembre fueron Pereira (7,0%), Bogotá (7,1%) y Medellín (7,1%) (Cuadro 2). Con respecto a la inflación de septiembre, Pasto fue la única ciudad que re-



gistró un repunte importante en el crecimiento anual de precios al pasar de 7,4% en septiembre a 8,1% en diciembre.

Las ciudades de la Costa Atlántica (Barranquilla, Cartagena y Montería) en el año 2001 exhibieron inflaciones anuales por encima del promedio. Los grupos que explican este comportamiento son los alimentos, salud y transporte, cuyos precios se

incrementaron por encima del ajuste promedio experimentado por el resto de ciudades.

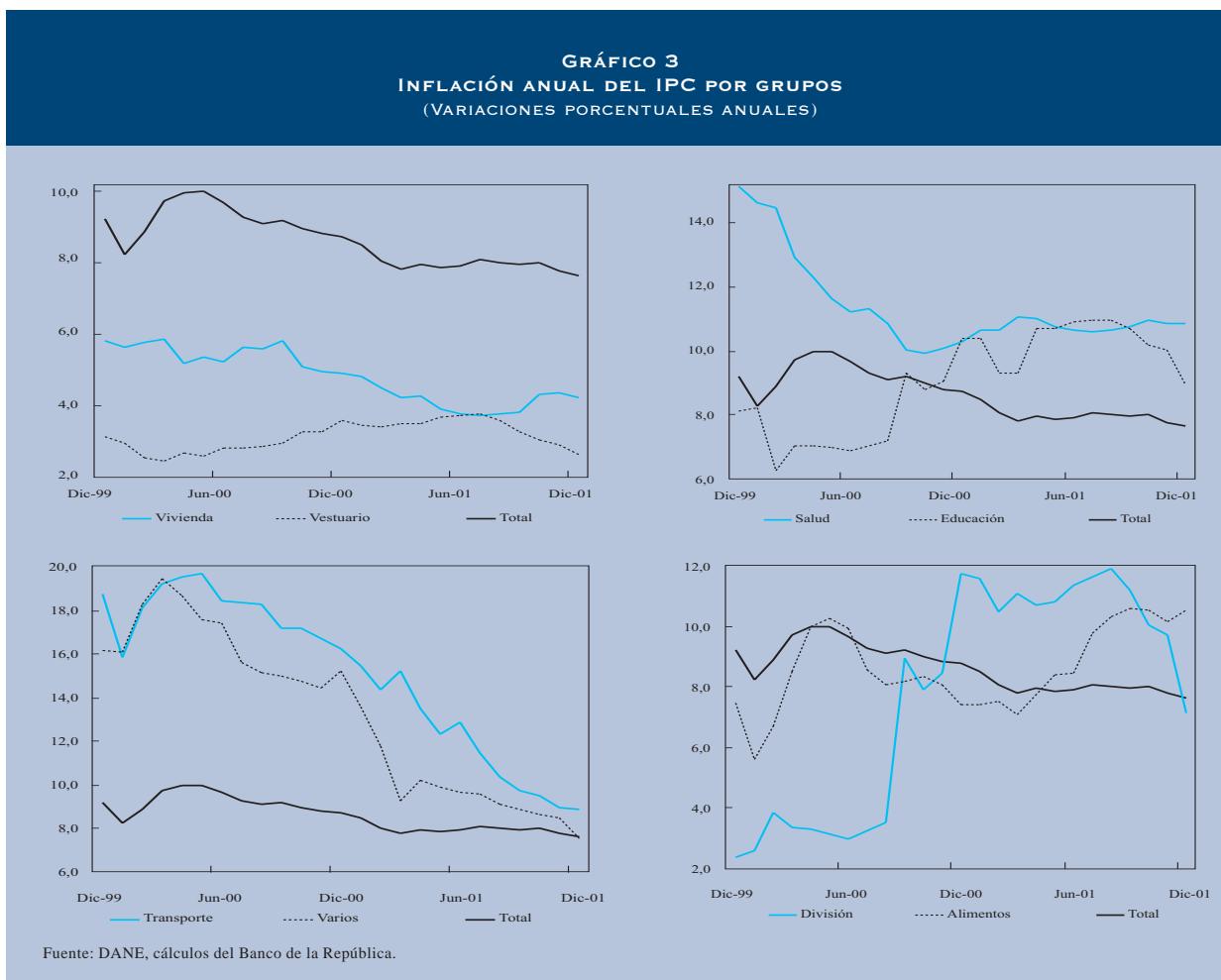
2. Comportamiento de los principales componentes del IPC

Durante el cuarto trimestre de 2001 no se registraron cambios importantes en las tendencias de los precios por grupos de la canasta del IPC frente al trimestre anterior. En los tres últimos meses se mantuvo el rápido descenso en el ritmo de ajuste anual en los precios del grupo diversión, cultura y esparcimiento. Este grupo de bienes, cuya participación dentro de la canasta del IPC no es despreciable (3,6%), había registrado un quiebre en el ritmo de ajuste de sus precios a partir de agosto de este año, luego de más de un año de una aceleración sostenida. Los otros rubros que habían registrado una reducción en sus tasas de inflación anual en los trimestres anteriores -transporte, gastos varios y vestuario- lo continuaron haciendo en el cuarto trimestre (Gráfico 3). De otra parte, los grupos de alimentos y vivienda que exhibieron repuntes en su inflación anual en gran parte del año, mantuvieron, a diciembre, el ritmo de ajuste de sus precios observado a finales del tercer trimestre.

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

	Mensual			Anual		
	1999	2000	2001	1999	2000	2001
Total	0,5	0,5	0,3	9,2	8,7	7,6
Bogotá	0,4	0,5	0,3	9,2	8,9	7,1
Medellín	0,9	0,5	0,4	10,0	8,7	7,1
Cali	0,3	0,3	0,2	7,5	8,1	8,3
Barranquilla	0,7	0,4	0,7	9,7	8,1	9,2
Bucaramanga	0,5	0,4	0,7	10,1	9,6	8,4
Manizales	0,8	0,3	0,2	10,3	8,3	7,2
Pasto	0,1	0,5	0,5	10,9	10,5	8,1
Pereira	0,5	0,5	0,1	10,4	8,9	7,0
Cúcuta	0,9	0,3	0,6	10,0	10,5	10,5
Montería	0,6	(0,0)	0,3	8,6	9,8	10,1
Neiva	0,4	0,5	0,5	8,9	8,5	9,5
Cartagena	0,8	0,4	0,6	7,9	8,6	9,2
Villavicencio	0,5	0,1	0,7	8,0	7,8	8,1

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



En términos generales, puede afirmarse que durante el cuarto trimestre las presiones desinflacionarias siguieron concentrándose en la reducción de los precios de los combustibles y en la amplia disponibilidad de capacidad instalada sin utilizar por parte del sector productivo. Así, el crecimiento de la demanda no se ha traducido en reajustes importantes en los precios de rubros como diversión, cultura y esparcimiento, vestuario, otros gastos, arriendos y algunos alimentos procesados, entre otros.

Así mismo, en el cuarto trimestre, los factores que jalonaron los precios siguieron concentrándose en las tarifas de los servicios públicos, a raíz del desmonte de los subsidios al consumo y en los precios de algunos alimentos no procesados. En el caso de alimentos no procesados, el reajuste en el precio de la carne, que había sido importante en trimestres anteriores, cedió durante los últimos meses del año, como se anticipó en informes ya publicados. Esto permitió

un excelente desempeño en el precio del grupo de alimentos durante octubre y noviembre. En diciembre, sin embargo, un incremento importante y anticipado en el precio de la papa y de otros vegetales, compensó la estabilidad en el precio de la carne y condujo a un reajuste importante en el IPC de alimentos.

Por bienes de la canasta del IPC, el que más contribuyó al crecimiento de precios en el cuarto trimestre fue la arveja. El comportamiento en el precio de este grano es reflejo de la reducción estacional de la oferta de dicho producto en el cuarto trimestre en comparación con el trimestre anterior. Además de la arveja, los servicios públicos como el acueducto, alcantarillado y aseo, una vez más explicaron el repunte del IPC en este último trimestre. Finalmente, en estos últimos meses sobresale un importante reajuste en el precio de las gaseosas y maltas, el cual probablemente se ha facilitado por la mayor concentración de la producción en pocas firmas que se presentó en dicho subsector durante este año (Cuadro 3).

En el año completo, la carne de res fue el rubro que más contribuyó al incremento de los precios al consumidor, al explicar en 11,0% la inflación anual acumulada a diciembre de 2001. Por su parte, el acueducto, alcantarillado y aseo, bus, leche y teléfono residencial, en conjunto, contribuyeron en 15,6% a la inflación acumulada en 2001.

Para 2002 se espera que se mantenga el mismo tipo de presiones deflacionarias que se observaron en 2001. En particular, no se anticipan repuntes importantes en los precios de grupos como diversión, cultura y esparcimiento, vestuario y otros gastos, toda vez que el aparato productivo seguirá presentando una subutilización de capacidad instalada que le permitirá atender cómodamente el incremento de la demanda. De esta forma, tales precios podrían seguir contribuyendo a reducir la inflación al consumidor al igual que lo hicieron durante 2001. Tampoco se espera un reajuste en el precio de los arrendamientos superior a los de la meta de inflación, hecho asociado al posible repunte en la oferta de vivienda, especialmente en la de interés social, que permitirá absorber fácilmente la demanda adicional que surja. Además, el precio relativo de los arriendos, que se encuentra en un nivel históricamente bajo, podría mantenerse así por un tiempo más a juzgar por la larga duración que tiene su ciclo (Gráfico 4). Finalmente, la inflación de la educación debe reducirse el próximo año frente al nivel alcanzado en el año 2001, ya que no se espera una demanda interna muy dinámica y la menor inflación en diciembre de 2001, frente al mismo mes del año anterior, reduce la magnitud de los reajustes autorizados por la ley.

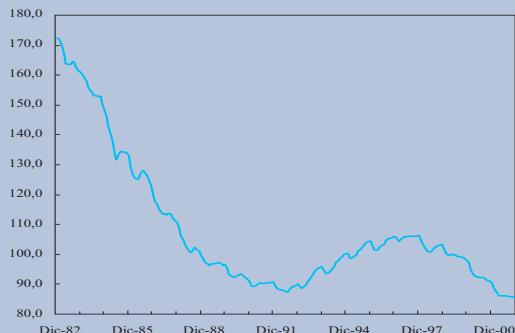
El principal riesgo inflacionario en 2002 proviene de los precios de los alimentos y de las tarifas de servicios públicos. En el caso de alimentos, se prevé una reanudación de los reajustes en el precio de la carne, especialmente durante el primer semestre del año, ya que la fase de retención ganadera muy posiblemente se extenderá a todo 2002. De igual manera, es posible que se presenten incrementos importantes en el precio de la papa a comienzos de año en respuesta a las adversas condiciones climáticas en las zonas productoras y a la reducción en el área cul-

CUADRO 3
RUBROS CON MAYOR CONTRIBUCIÓN A LA INFLACIÓN
(IV TRIMESTRE DE 2001)

Descripción	Variación de precios en el trimestre	Contribución a la inflación	
		Puntos	Porcentaje
Total	0,6	0,6	100,0
Arveja	29,9	0,1	8,5
Acueducto, alcantarillado y aseo	2,9	0,1	8,2
Arrendamiento imputado	0,4	0,1	8,0
Gaseosas y maltas	4,7	0,0	7,5
Medicinas	2,3	0,0	7,3
Otros	0,5	0,4	60,6

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

GRÁFICO 4
IPC RELATIVO ARRIENDOS
(VARIACIONES PORCENTUALES ANUALES)

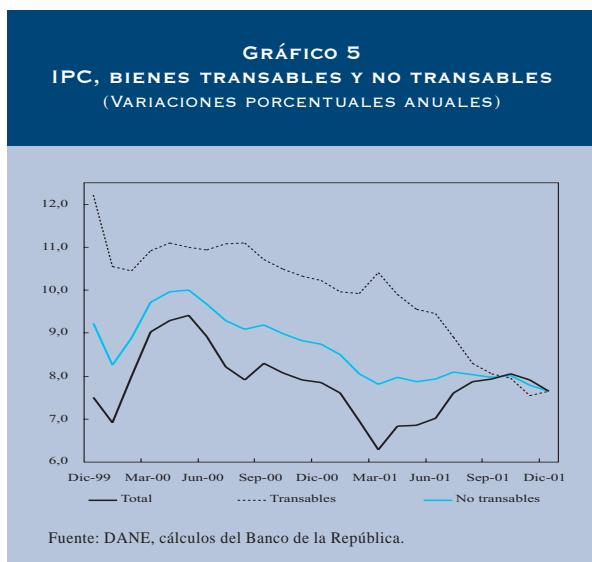


Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

tivada en el segundo semestre de 2001, como consecuencia de los precios bajos que se registraron en gran parte de este último año. De nuevo, el desmonte de subsidios en el servicio de acueducto será una presión inflacionaria en 2002.

3. Clasificación alterna: bienes transables y no transables

En el Gráfico 5 y el Cuadro 4 se recoge la evolución anual de precios al consumidor, de acuerdo con una



CUADRO 4
IPC, BIENES TRANSABLES Y NO TRANSABLES

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

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

clasificación alterna, que divide la canasta del IPC en bienes transables¹ y no transables (indexados², flexibles³ y cíclicos⁴). Como se observa en el Gráfico 5, el hecho más destacado durante el cuarto trimestre siguió siendo la desaceleración de la inflación anual de los

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

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

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

⁴ Cíclicos: carnes y sus derivados.

bienes transables, fenómeno que se ha observado prácticamente sin interrupción desde mediados de 2000 y que está asociado al menor ritmo de devaluación. En estos últimos tres meses la inflación de no transables se redujo levemente quebrando tendencias que traía desde marzo de 2001.

Durante el primer semestre del año la variación anual de precios de los bienes transables permaneció por encima de la inflación total, mientras que la de no transables se situó por debajo. Sin embargo, a partir del tercer trimestre ambas variaciones anuales convergieron, y al finalizar el año las inflaciones anuales de transables y no transables coincidieron con la inflación total.

La caída en la inflación de 1,1 puntos porcentuales, con respecto a diciembre de 2000, se explica en su mayoría por la menor variación anual de los precios de los bienes transables, los cuales pasaron de crecer 10,2% en diciembre de 2000 a 7,7% en igual mes de 2001. Los no transables también experimentaron un crecimiento anual menor de precios, al pasar de 7,8% a 7,6% en iguales períodos (Cuadro 4). Dentro de los no transables se destaca el repunte en la variación anual de los cíclicos (carnes y sus derivados) al pasar de 8,7% en diciembre de 2000 a 15,6% en igual mes de 2001. Este repunte en la inflación anual de las carnes fue compensada por el menor ritmo de crecimiento anual en los precios de los bienes indexados y flexibles.

B. ÍNDICE DE PRECIOS DEL PRODUCTOR

La inflación anual del productor, medida por el Índice de Precios del Productor (IPP), a diciembre se situó en 6,9%, 0,7 puntos por debajo del registro de la inflación al consumidor. Este nivel de inflación al productor fue 1,1 puntos porcentuales inferior a la registrada en septiembre y 4,1 puntos porcentuales menor que la registrada en diciembre de 2000. La inflación anual del IPP viene descendiendo sin interrupción desde mayo pasado cuando alcanzó un nivel de 11,1%, siendo el registro de diciembre el menor observado en ese mes

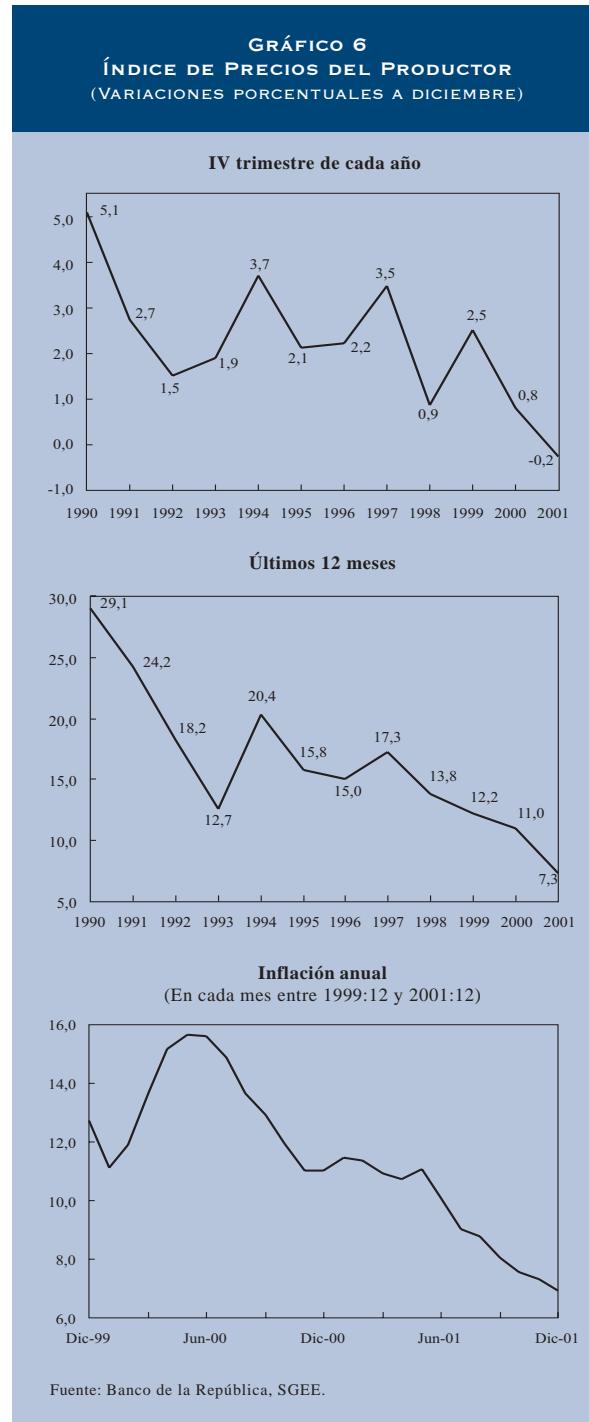
desde 1970, año en el cual comenzó la estimación de un indicador similar al IPP (Gráfico 6 y Cuadro 1).

Los precios del productor en el cuarto trimestre cayeron en 0,2%, como consecuencia del comportamiento de los bienes agrícolas y mineros, cuyos precios bajaron en el cuarto trimestre en 0,5% y 6,3%, respectivamente. Este comportamiento obedece a la devaluación negativa acumulada en el trimestre (-1,8%) y a la caída de precios de los principales bienes básicos que se comercian internacionalmente. Los precios de la industria permanecieron estables en el último trimestre del año.

De acuerdo con la clasificación por procedencia de los bienes, el descenso de la inflación anual al productor durante el cuarto trimestre se explica por la menor variación anual de los precios, tanto de los bienes producidos y consumidos como de los importados. El primer grupo pasó de crecer 9,1% en septiembre a 7,7% en diciembre, mientras que los importados lo hicieron de 4,8% en septiembre a 4,6% en diciembre.

En la Clasificación CIIU, la minería, con una variación año completo de (-1,3%) fue el grupo con mejor desempeño, al reducir en 4,7 puntos porcentuales su crecimiento anual de precios con respecto al nivel de septiembre pasado (3,4%). Este desplome se atribuye a la caída de la variación anual de los precios de extracción de petróleo y de la industria. Por el contrario, los precios del grupo de la agricultura, silvicultura y pesca mostraron un ajuste en su crecimiento anual.

Para 2002 no se espera presiones importantes sobre la inflación del productor. En esencia porque el IPP de importados se verá favorecido por bajas presiones provenientes de los precios de los principales bienes básicos que se transan internacionalmente, por la estabilidad en los precios de los combustibles y por una devaluación que se espera sea moderada. La presión inflacionaria en el IPP puede concentrarse



en el grupo de alimentos, toda vez que se continuará con la fase de retención ganadera, caracterizada con precios al alza del ganado y de la carne, y por la eventual presencia del fenómeno de "El Niño" en el segundo semestre del año 2002.

DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN

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

1. Lineamientos de política monetaria

Durante el último trimestre del año, la Junta Directiva modificó las tasas de interés de intervención del Banco de la República en tres ocasiones: el 12 de octubre las redujo en 25 puntos básicos (pb); el nueve de noviembre, en 50 pb; el 14 de diciembre disminuyó las tasas de subasta de expansión y de contracción en 25 pb, y la tasa lombarda de expansión en 50 pb. La tasa lombarda de contracción se mantuvo inalterada en esa ocasión (Cuadro 5). Con estas medidas, la Junta Directiva del Banco de la República completó una disminución de las tasas de intervención de 350 pb durante todo el año.

Teniendo en cuenta los requerimientos de liquidez para fin de año, la Junta Directiva del Banco de la

República decidió otorgar liquidez permanente mediante la compra de reservas internacionales y la compra definitiva de títulos de deuda pública. Entre septiembre y diciembre se colocaron \$993 miles de millones (mm), \$833 mm a través del ejercicio de opciones para la acumulación de reservas internacionales y los \$160 mm restantes a través de la compra de títulos de deuda pública (TES) (Cuadro 6).

Por su parte, la liquidez transitoria otorgada por el Banco de la República en el último trimestre se realizó a través de los Repo de expansión a uno, 35 y 91 días. Los Repo de expansión ofrecidos a un día fueron subutilizados, demandándose tan sólo el 66% del cupo definido, en promedio, en el último trimestre. En contraste, los Repo de expansión de 91 días fueron demandados en su totalidad, mientras que del cupo de Repo de expansión de 35 días (\$800 mm) solo fueron colocados \$251 mm (cuadros 7 y 8).

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

El crecimiento promedio de la base monetaria bajó de 11,4% en septiembre a 11,1% en el mes de diciembre. Esta leve disminución se explica por el menor dinamismo de la reserva, compensado en parte por la pequeña aceleración del crecimiento del efectivo (Gráfico 7). En el año completo, el crecimiento promedio de la base monetaria fue de 15,5%, reflejando un crecimiento promedio del efectivo y la re-

CUADRO 5
TASAS DE INTERVENCIÓN
DEL BANCO DE LA REPÚBLICA
(PORCENTAJE)

Tasa	12 de Oct.	9 de Nov.	14 de Dic.
Lombarda de expansión	13,25	12,75	12,25
Subasta de expansión	9,25	8,75	8,50
Subasta de contracción	8,25	7,75	7,50
Lombarda de contracción	6,75	6,25	6,25

Fuente: Banco de la República.

CUADRO 6
LIQUIDEZ PERMANENTE (*)

	Compras RIN		Compras TES (\$)	Liquidez permanente total (\$)
	(US\$)	(\$)		
Septiembre	0	0	20	20
Octubre	100	233	100	333
Noviembre	140	323	40	363
Diciembre	120	277	0	397
Total	360	833	160	993

(*) Las cifras denominadas en dólares son millones y las cifras denominadas en pesos son miles de millones.
Fuente: Banco de la República.

CUADRO 7
USO DE LOS CUPOS DE REPO DE EXPANSIÓN Y CONTRACCIÓN A UN DÍA (*)
(MILES DE MILLONES DE PESOS)

	Expansión			Contracción		
	Cupo	Uso	Uso %	Cupo	Uso	Uso %
Octubre	1.439	846	59,0	200	499	250,0
Noviembre	1.252	665	53,0	200	741	370,0
Diciembre	1.316	1.114	85,0	200	467	233,0
Trimestre	1.336	875	66,0	200	569	284,0

(*) Promedio.
Fuente: Banco de la República.

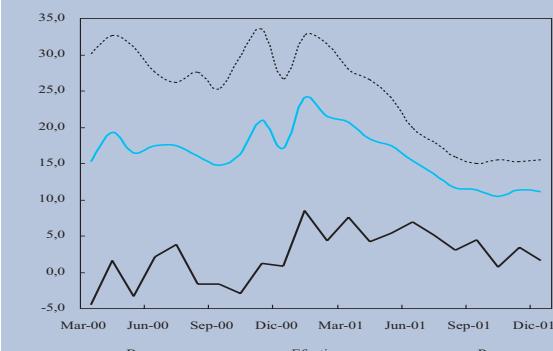
CUADRO 8
**USO DE LOS REPO DE EXPANSIÓN
A 35 Y 91 DÍAS (LIQUIDEZ SEMIPERMANENTE)**
(MILES DE MILLONES DE PESOS)

	Repo a:	Oferta 1/ C colocación
Noviembre 29	91 días	300 300
Noviembre 29	35 días	300 197
Diciembre 6	35 días	403 51
Diciembre 13	35 días	552 3
Total		1.100 2/ 551

1/ El remanente de los cupos no demandados en su totalidad se acumuló para la siguiente semana, así el 6 y 13 de diciembre los cupos fijados inicialmente fueron \$300 mm y \$200 mm, respectivamente.
2/ Suma de los cupos fijados inicialmente.

Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 7
BASE MONETARIA Y SUS USOS
(VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL DEL PROMEDIO MENSUAL)



Fuente: Banco de la República, SGEE.

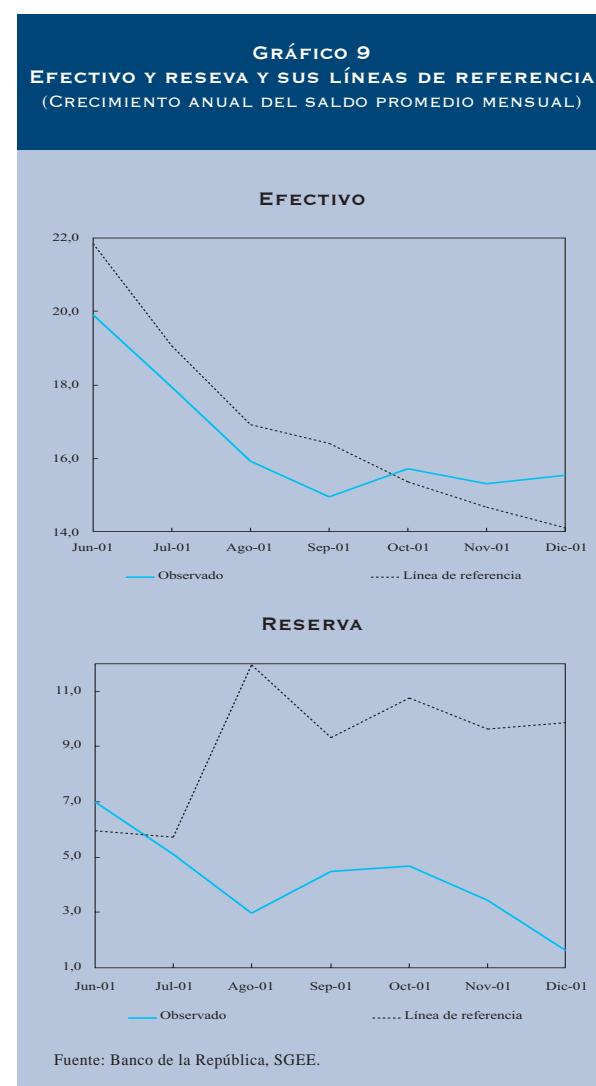
serva de 21,1% y 4,6%, respectivamente. La base monetaria registró un crecimiento anual de 8,8%, con variaciones del efectivo y la reserva de 14,8% y -4,0%, respectivamente.

La línea de referencia de la base monetaria fue modificada en los meses de marzo y junio. Estos cambios se realizaron como consecuencia del efecto que tuvieron las reformas del impuesto a las transacciones financieras sobre la demanda de base y de la revisión de las series de los agregados monetarios y crediticios.

Como se describió en el anterior Informe sobre Inflación, en el tercer trimestre la base monetaria se ubicó en niveles inferiores a los definidos en la línea de referencia (Gráfico 8). Sin embargo, en el último trimestre, y en especial en las últimas semanas del año se observó una reversión de esta tendencia por

el mayor dinamismo del efectivo, lo cual compensó la menor demanda de reserva (Gráfico 9). Esto último se explica por un nivel observado de pasivos sujetos a encaje (PSE) inferior al implícito en la línea y una recomposición de esos pasivos hacia aquellos con menores porcentajes de encaje. En especial, los Repo con la Tesorería General de la Nación⁵, los cuales no tienen encaje, presentaron un incremento importante de su participación dentro de los PSE desde mediados de 2000. En diciembre, la participación de estos Repo dentro de los PSE fue de 4,0%, mientras que en el mismo mes del año 2000 dicha participación era de solo 2,6% (Gráfico 10).

⁵ Crédito de muy corto plazo de la Tesorería General de la Nación al sistema financiero respaldado por títulos de deuda pública.



Medios de pago M1

Durante 2001, la tasa de crecimiento de M1 mantuvo la tendencia descendente observada desde noviembre del año anterior. Su crecimiento a fin de año fue de 12,1%, explicado por un crecimiento del efectivo del 14,8% y de las cuentas corrientes 10,0%. Estos crecimientos son significativamente menores que los registrados en el año 2000 (30,5%, 20,5% y 39,4%, respectivamente).

La disminución en el ritmo de crecimiento de la demanda de M1 se explica, en gran parte, por la exención del pago del impuesto a las transacciones financieras (tres por mil) de los retiros de algunas cuentas de ahorro, implementada desde marzo de 2001. Esta medida indujo cambios en el portafolio del público al hacer más atractivos pasivos como las cuentas de ahorro sobre el efectivo y las cuentas corrientes.

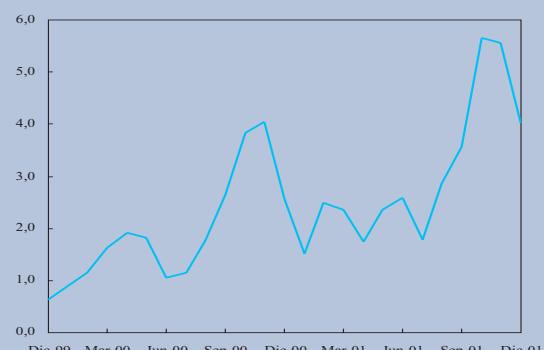
En el cuarto trimestre del año, M1 aumentó levemente su tasa de crecimiento. En este período, dicho comportamiento fue consecuencia tanto de la mayor tasa de crecimiento del efectivo, ya comentada, como del incremento en el ritmo de crecimiento de las cuentas corrientes. (Gráfico 11).

M3

Contrario a lo sucedido con M1, la tasa de crecimiento anual del agregado monetario más amplio de liquidez, M3, registró durante todo el año 2001 una apreciable recuperación, al pasar de crecer 2,8% al finalizar el año 2000 a 9,7% en la misma fecha del año anterior (Gráfico 12). Esta recuperación no necesariamente refleja un incremento en las intenciones de gasto del sector privado, al ser el resultado, principalmente, del mayor ritmo de crecimiento de los Repo con la Tesorería, ya comentado (Gráfico 13).

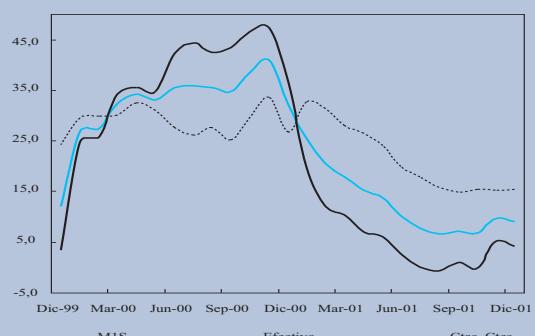
El cuarto trimestre no trajo cambios en estas tendencias. Durante los tres últimos meses del año, el crecimiento de M3 siguió acelerándose. Esto último siguió siendo posible por la recuperación de las cuentas de ahorro, pero sobre todo por el importante salto de los Repo con la Tesorería. En diciembre, el saldo promedio de los Repo con la Tesorería era superior en 71,8% al registrado en igual mes del año anterior,

GRÁFICO 10
PARTICIPACIÓN DE REPO CON LA TESORERÍA EN LOS PSE
(PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República, SGEE.

GRÁFICO 11
M1 Y SUS COMPONENTES
(VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL DEL PROMEDIO MENSUAL)

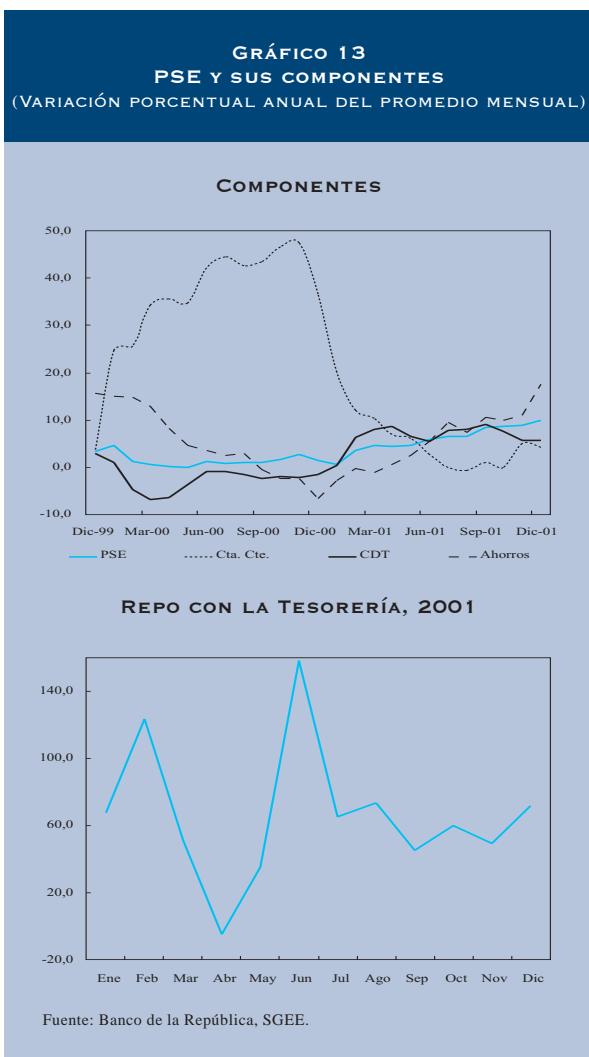


Fuente: Banco de la República, SGEE.

GRÁFICO 12
M3 Y PSE
(VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL DEL PROMEDIO MENSUAL)



Fuente: Banco de la República, SGEE.

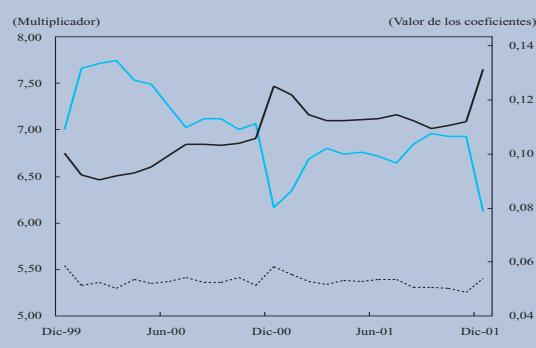


mientras en septiembre, dicho saldo superaba al de septiembre de 2000 en 45,6%.

El multiplicador monetario promedio de M3 disminuyó en el cuarto trimestre, pasando de 6,957 a 6,128. Este comportamiento se explica por el aumento de los coeficientes de efectivo y reserva, los cuales pasaron de 0,109 y 0,051 en septiembre a 0,132 y 0,054 en diciembre (Gráfico 14).

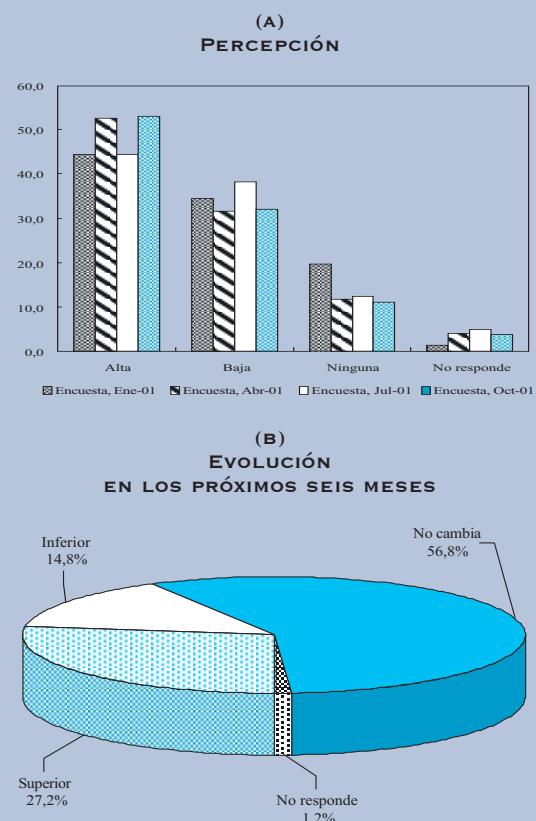
Por último, la encuesta de expectativas del Banco de la República realizada en octubre indica que la percepción de liquidez de la economía aumentó en relación con la que se tenía tres meses atrás. En esta oportunidad, el 53,1% de los agentes percibió como altas las condiciones de liquidez, 8,7 puntos porcentuales mayor que la cifra obtenida en la encuesta de julio de 2001. En cuanto a las expectativas sobre las condiciones de liquidez en los siguientes seis meses a

GRÁFICO 14
MULTIPLICADOR DE M3



Fuente: Banco de la República, SGEE.

GRÁFICO 15
LIQUIDEZ EN LA ECONOMÍA, ENCUESTA DE OCTUBRE



Fuente: Banco de la República, Encuesta de expectativas, Oct./2001.

partir de octubre, el 56,8% de los encuestados no esperaba cambios sustanciales (Gráfico 15).

Cartera y crédito

A lo largo de 2001, se registró una recuperación lenta pero continua de la cartera del sistema financiero. Para finales del año, la cartera bruta nominal en moneda nacional sin FEN crecía a tasas positivas, por primera vez desde diciembre de 1999. En diciembre, el saldo promedio de esta cartera creció a una tasa anual de 2,0%, significativamente superior a la tasa de crecimiento observada en el mismo mes del año 2000 (-7,6%). En el último trimestre, la recuperación de la cartera fue posible, gracias al menor ritmo de contracción observado en la cartera hipotecaria, lo cual compensó la desaceleración en la tasa de crecimiento de la cartera del resto del sistema (Gráfico 16).

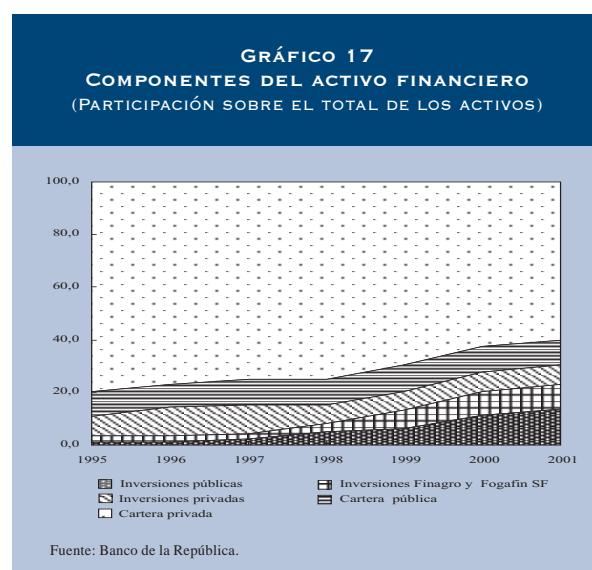
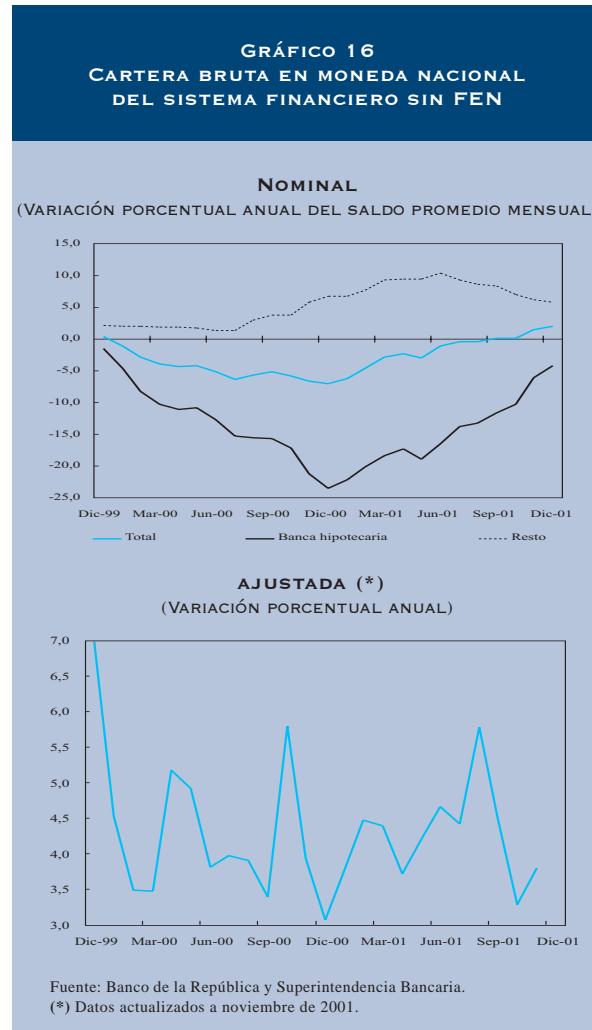
El comportamiento de la cartera descrito se explica, en parte, por el efecto estadístico asociado con los retiros de cartera de los balances de los intermediarios financieros⁶. En noviembre, la cartera bruta nominal corregida⁷ por estos retiros creció a una tasa anual de 3,8% (Gráfico 16).

El lento crecimiento de la cartera no es consecuencia de un pobre desempeño en el ahorro financiero, ya que, como se mencionó anteriormente, M3 aceleró su ritmo de crecimiento a lo largo del año. Los mayores recursos a disposición del sistema financiero se han canalizado, en gran parte, a la compra de TES como lo muestra la alta participación que estos han ganado dentro de los activos financieros del sector (Gráfico 17).

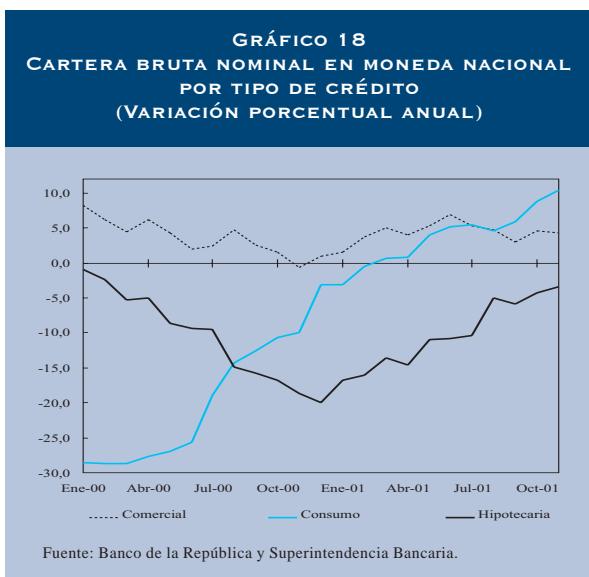
El Gráfico 18 presenta el comportamiento de la cartera total por tipo de crédito (comercial, consumo e hipotecario) hasta noviembre de 2001. La cartera comercial, que venía acelerando su ritmo de crecimiento desde diciembre del año anterior, registró una desaceleración entre junio y septiembre, mientras que la cartera de consumo ha incrementado sistemáticamente su ritmo

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



de crecimiento desde marzo. Por su parte, la cartera hipotecaria ha registrado tasas de contracción cada vez menores desde diciembre del año anterior. En-



tre septiembre y noviembre, la cartera comercial y la de consumo presentaron un repunte importante, pasando de crecer 3,0% y 5,8%, en septiembre, a 4,4% y 10,4%, en noviembre.

En cuanto a las expectativas de los agentes sobre la disponibilidad de crédito en la economía, la encuesta del Banco de la República realizada el pasado mes de octubre indica que el 46,9% de los encuestados la percibe como baja. Para los próximos seis meses el 67,9% de los entrevistados esperaba que esta disponibilidad se mantuviera o se redujera aún más (Gráfico 19).

3. Tasas de interés

Durante el cuarto trimestre de 2001, la tasa interbancaria nominal siguió contrayéndose en forma continua gracias a la política de reducción en las tasas de intervención del Banco de la República. En diciembre, la tasa interbancaria promedio se situó en 8,4%, el menor valor observado desde enero de 2000 y 0,9 puntos porcentuales por debajo de la cifra exhibida al finalizar septiembre (Gráfico 20). La tasa promedio de interés real equivalente, en diciembre fue 0,7%, mientras que la tasa promedio del cuarto trimestre fue 1,0%, el menor nivel reportado desde junio de 2000 (Gráfico 21).

A lo largo de 2001 las tasas de interés del sistema financiero también se redujeron. La tasa de captación

GRÁFICO 19
DISPONIBILIDAD DE CRÉDITO, ENCUESTA OCTUBRE

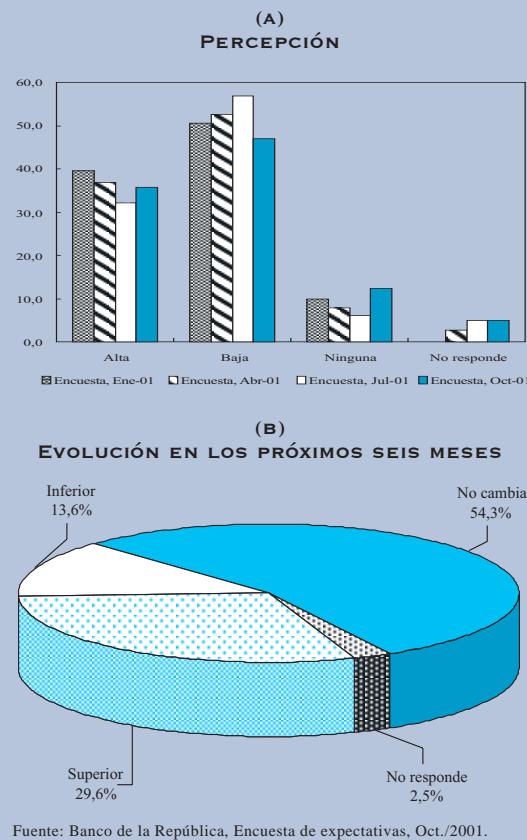
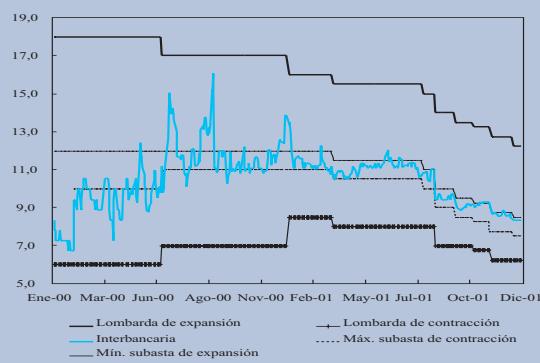
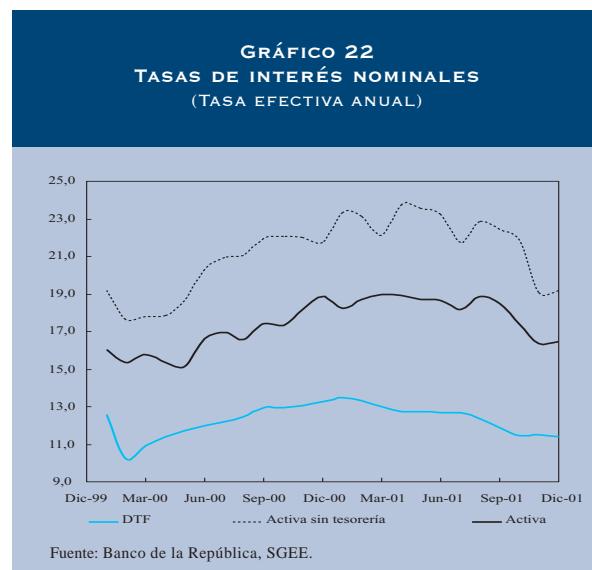
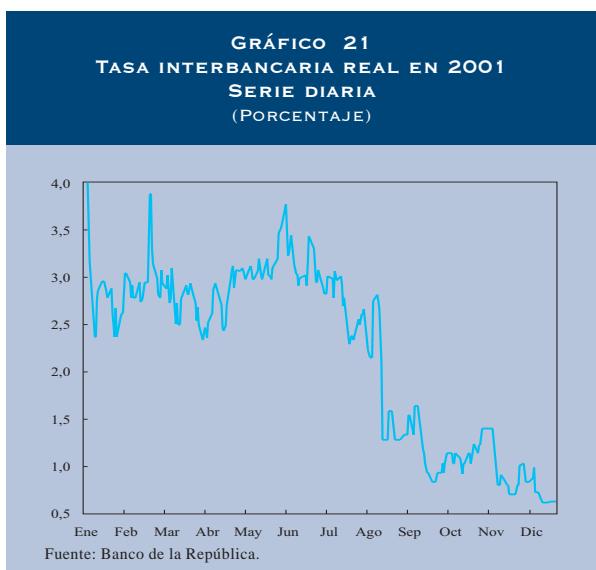


GRÁFICO 20
TASAS INTERBANCARIA Y DE INTERVENCIÓN
DEL BANCO DE LA REPÚBLICA
(PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República.

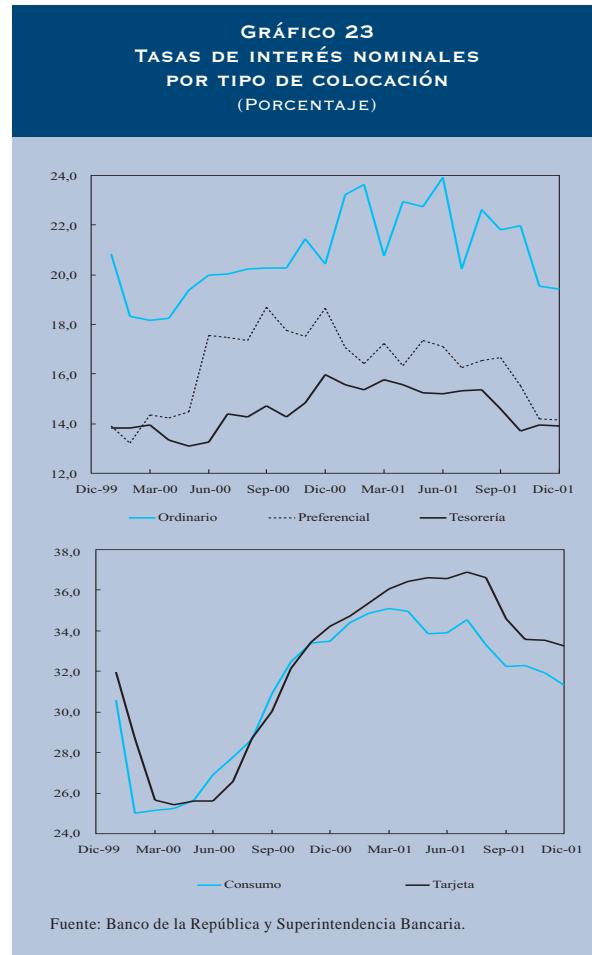
ción promedio medida por la DTF, finalizó diciembre en 11,4%, 0,5 puntos porcentuales por debajo del valor registrado a finales de septiembre. Por su par-



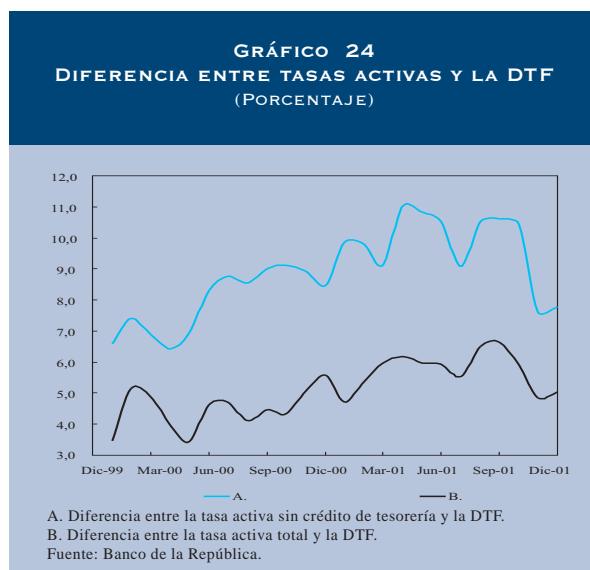
te, la tasa de colocación medida por la tasa activa del Banco de la República cerró en diciembre en 16,5%, mientras que la tasa activa excluyendo los créditos de tesorería se ubicó en 19,2, 2,0 y 3,3 puntos porcentuales por debajo del nivel registrado en septiembre, respectivamente (Gráfico 22). Detrás de esta disminución se encuentran factores diversos, entre ellos, una política monetaria más holgada conducida por el Banco, las menores tasas de interés externas, las menores expectativas de devaluación y de inflación y el escaso dinamismo del crédito como resultado del lento crecimiento económico.

Las tasas de interés por tipo de colocación, también mostraron importantes reducciones, durante el cuarto trimestre, siguiendo la tendencia descendente de las tasas pasivas. Las mayores disminuciones se dieron en las tasas de colocación de crédito preferencial, ordinario y de tarjetas de crédito. A diciembre, los niveles de estas tasas fueron, en su orden 14,1%, 19,4% y 33,3%, lo que implica una disminución de 2,5, 2,4 y 1,3 puntos porcentuales, en su orden, con respecto a los valores exhibidos a finales del tercer trimestre (Gráfico 23).

A diferencia de lo que sucedió en la mayor parte del año, en los últimos meses la reducción en las tasas de colocación fue significativamente mayor que la presentada por la DTF. Esto condujo a una disminución importante del diferencial de tasas. Así, la dife-



rencia entre la tasa activa del Banco de la República y la DTF se ubicó en 5,1%, 1,6 puntos porcentuales por debajo de la diferencia registrada a finales de septiembre, mientras que la diferencia entre la tasa activa excluyendo los créditos de tesorería y la



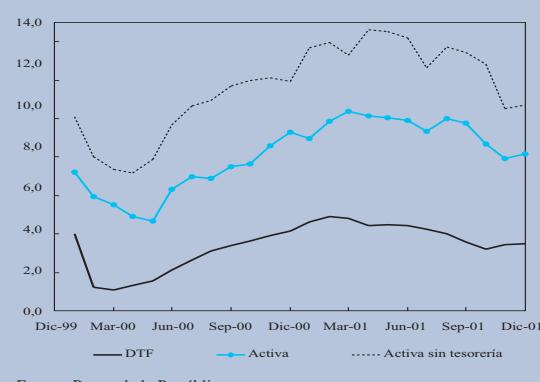
tasa pasiva disminuyó en igual período en una cuantía igual a los 2,8 puntos porcentuales, y finalizó el año en 7,8% (Gráfico 24). Finalmente, la diferencia entre las tasas activas por tipo de colocación y la DTF también se redujo (Gráfico 25).

La reducción de las tasas nominales en los últimos meses siguió haciendo posible la caída de las tasas reales, a pesar de la menor inflación. Como se observa en los gráficos 26 y 27, la reducción se ha dado tanto en las tasas activas como en las pasivas y además, se ha visto en todos los tipos de créditos. La tasa real de captación pasó de 3,6% durante septiembre, a 3,5% al cierre de diciembre. Por su parte, la tasa real de colocación medida a través de la tasa activa del Banco de la República se ubicó en 8,2%, 1,6 puntos porcentuales por debajo del nivel que había alcanzado en el mes de septiembre, mientras que la tasa activa real excluyendo los créditos de tesorería disminuyó 2,7 puntos porcentuales, en igual período, tras finalizar diciembre en 10,7%.

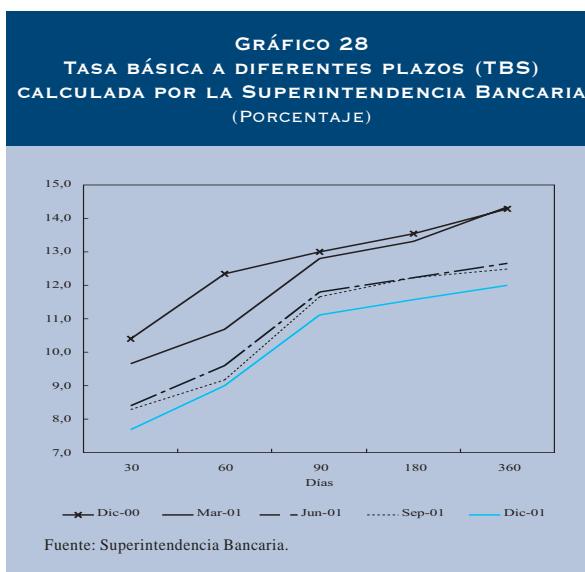
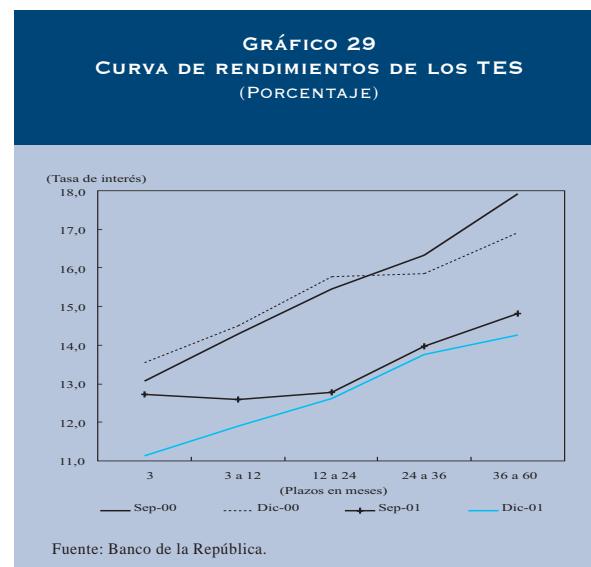
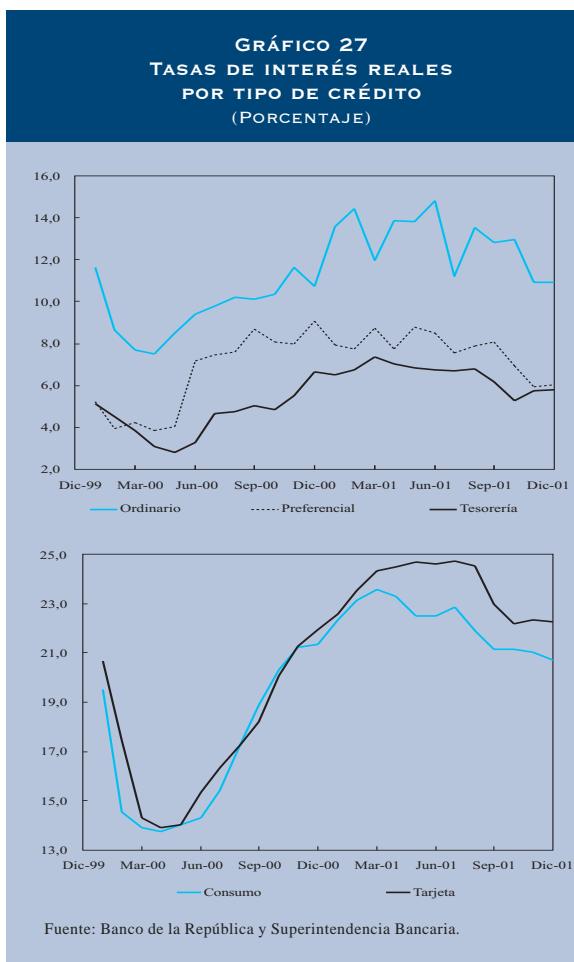
En el cuarto trimestre, se observó una reducción de las tasas nominales en los depósitos a todos los plazos. El Gráfico 28 muestra cómo ha evolucionado la curva de rendimientos de la tasa básica de la Superintendencia Bancaria. En diciembre, el nivel de dichas tasas continuó bajando hasta ubicarse en niveles que oscilan entre 7,7% para los plazos cortos y 12,0% en los largos. Estas reduc-



GRÁFICO 26
TASAS DE INTERÉS REALES
(PORCENTAJE)



ciones son mayores que las registradas en el tercer trimestre. Por su parte, la pendiente de la curva de rendimientos de diciembre no presentó cambios significativos con respecto a las exhibidas en los cuatro trimestres anteriores, lo que sugiere que el



mercado no espera mayores repuntes de la tasa de interés en los próximos meses.

El Gráfico 29 presenta la evolución de la curva de rendimientos de las tasas de interés de los títulos TES

en el mercado secundario. Durante 2001, si bien las tasas de interés a todos los plazos de dichos títulos registraron un comportamiento favorable, las menores reducciones en las tasas de interés de los papeles de largo plazo mantuvieron la pendiente relativamente empinada de la curva de rendimientos. Para los plazos cortos, en diciembre, la mayor reducción se observó en la tasa de interés promedio de los títulos a tres meses, los cuales, con respecto a septiembre, mostraron una disminución de 1,6 puntos porcentuales y una de 2,4 puntos porcentuales si se compara con los niveles reportados en diciembre de 2000. Por su parte, las tasas de interés de los títulos a cinco años registraron, en su orden, descensos de 0,6 y 2,6 puntos porcentuales con respecto a septiembre y diciembre pasados, respectivamente. La reducción de la inflación en los últimos meses del año, las menores expectativas que se tienen para 2002 y la relativa estabilidad cambiaria del segundo semestre han establecido las condiciones para una reducción de las tasas de los papeles a largo plazo en los próximos meses. De tal forma que, para comienzos de 2002, se prevé un aplanamiento de la curva de rendimientos.

Las expectativas del mercado favorecen las anteriores predicciones. La última encuesta trimestral del Banco de la República realizada en octubre sigue indicando que los mercados esperan una relativa estabilidad en las tasas de interés para los próximos trimestres. Resultados similares se han obtenido en

las dos encuestas anteriores (abril y julio). Cabe señalar, sin embargo, que los resultados de las últimas tres encuestas no lograron anticipar la reducción observada en las tasas de interés en 2001. En particular, en la encuesta de octubre, los mercados esperaban una tasa a diciembre de 11,8%, 0,4 puntos porcentuales mayor que la efectivamente observada (Gráfico 30).

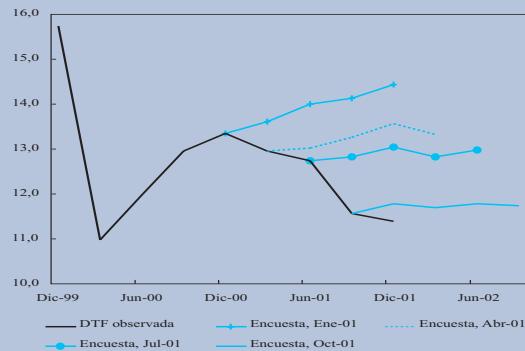
Finalmente, en el Gráfico 31 se puede apreciar cómo, desde comienzos de año, la diferencia entre la tasa interbancaria promedio mensual y la DTF se ha incrementado de manera casi ininterrumpida a pesar de las reducciones en las tasas de intervención del Banco de la República. En diciembre, esta diferencia fue de 3,0%, en promedio. Si se tiene en cuenta que la diferencia histórica entre estas dos tasas está alrededor de 200 pb, existe espacio para reducciones adicionales en las tasas a principios del año 2002.

4. Diferencial de rentabilidad

En esta sección se presenta el diferencial entre las rentabilidades externa e 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 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.

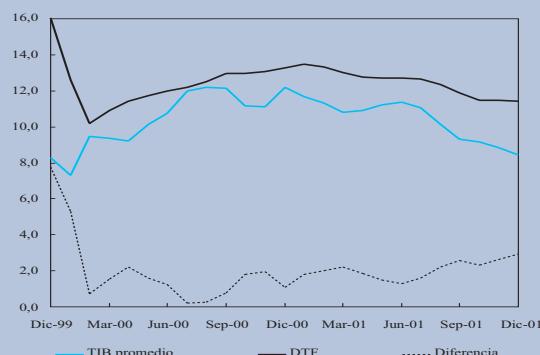
En el Gráfico 32 se comparan la rentabilidad externa esperada y la rentabilidad de las inversiones internas (medidas por la DTF). Durante todo el año, tanto la rentabilidad interna como la externa han fluctuado en niveles muy similares. Sin embargo, al finalizar diciembre, la rentabilidad externa esperada se situó en 12,5%, 1,1 puntos porcentuales superior a la rentabilidad interna. Adicionalmente, este nivel es superior en 1,4 puntos porcentuales al exhibido al finalizar septiembre. Dicho incremento obedece, en

GRÁFICO 30
EVOLUCIÓN DE LAS EXPECTATIVAS
SOBRE TASA DE INTERÉS
(TASA EFECTIVA ANUAL)



Fuente: Banco de la República, Encuesta de expectativas, Oct. 2001.

GRÁFICO 31
DIFERENCIA ENTRE LA TASA DTF A 90 DÍAS Y LA TIB
(PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 32
RENTABILIDAD INTERNA OBSERVADA
Y EXTERNA ESPERADA
(PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República.

gran parte, a las mayores expectativas de devaluación reportadas por los agentes, las cuales, en diciembre se ubicaron en 10,8%, 2,6 puntos porcentuales mayores que las reportadas en septiembre.

5. Tipo de cambio nominal

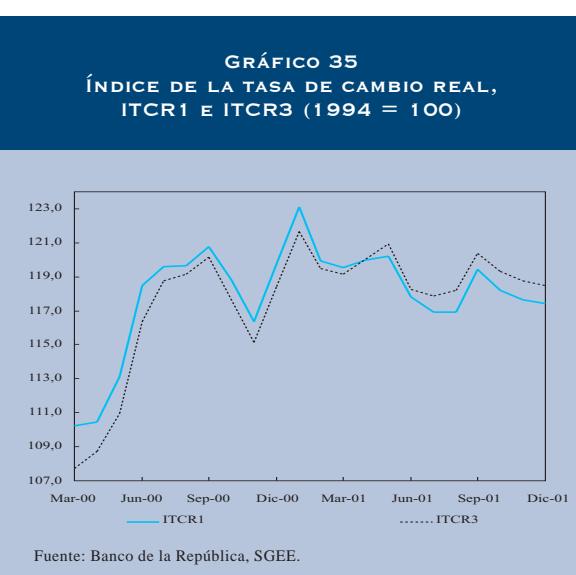
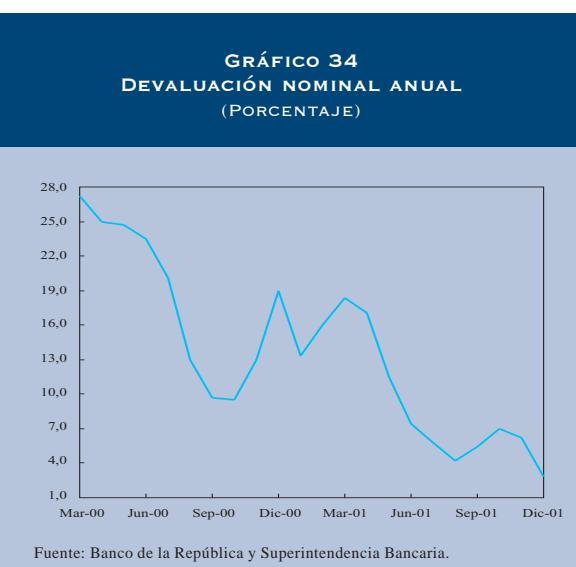
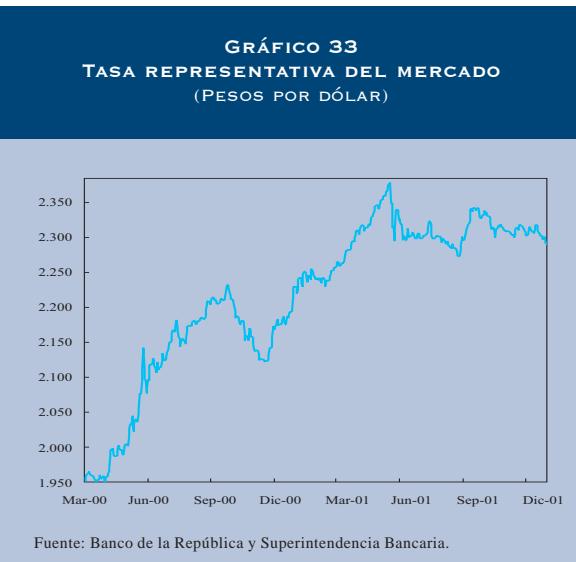
Durante el segundo semestre del año, la suerte del dólar estuvo determinada en buena parte por la conducta de la Tesorería General de la Nación. Los desembolsos importantes de recursos a raíz de la estrategia de prefinanciación del gasto adoptada por el gobierno, otorgaron suficiente liquidez a la Tesorería, tanto en moneda nacional como en dólares, como para determinar el tipo de cambio y permitir su estabilidad. Así, en diciembre la tasa de cambio cerró en \$2.291, lo que corresponde a una devaluación anual a fin de año de 2,8%, por debajo de las expectativas iniciales del mercado (gráficos 33 y 34).

Por otra parte, la encuesta de expectativas del Banco de la República revela que los agentes, en octubre pasado, esperaban que para los tres primeros trimestres del año 2002, la tasa de cambio se situará en \$2.424, \$2.465 y \$2.518 por dólar, respectivamente. Consecuentemente, los agentes esperan una devaluación anual de 4,9% en marzo, 7,2% en junio y 8,0% en septiembre.

6. Tipo de cambio real

En promedio, la tasa de cambio real medida por el ITCR1 (1994 = 100), la cual emplea el índice de precios al productor del país y de sus 20 socios comerciales, se ubicó durante diciembre en 117,4, dos puntos menor que la de septiembre (119,4). Así, este indicador exhibió una revaluación trimestral de 1,7%, mientras que la revaluación anual real alcanzó el 2,0%. Por su parte, si se emplea el ITCR3 (1994 = 100), que utiliza el índice de precios al consumidor, se obtiene una revaluación real de 1,6% en el cuarto trimestre y una devaluación anual nula (gráficos 35 y 36).

La tasa de cambio real puede desagregarse en 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 se-



gundo se determina por la relación entre la devaluación y la inflación colombianas. Al finalizar el año, la inflación externa fue ligeramente inferior a la devaluación externa, presionando así a la devaluación real del peso. Sin embargo, en razón de que la inflación interna fue mayor que la devaluación promedio del peso, el componente interno contrarrestó completamente la tendencia devaluacionista impresa por el componente externo y, en consecuencia, el tipo de cambio real sufrió una revaluación.

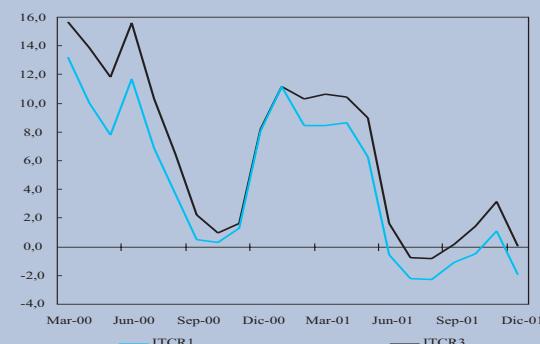
7. Precios de activos

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 cuarto trimestre de 2001, el IGBC ha venido exhibiendo una importante recuperación después del desplome que sufrió tras los atentados terroristas en los Estados Unidos. En los últimos tres meses, la valorización anualizada del IGBC ha sido 22,2%, mayor que la ofrecida por otros activos financieros. Sin embargo, a pesar de la importante recuperación de dicho indicador, los niveles en los que actualmente se encuentra son menores que aquellos registrados en el período comprendido entre julio y principios de septiembre. Tras este comportamiento se encuentran factores tales como: la estabilidad presentada por el mercado de renta fija, los bajos volúmenes transados, la gran volatilidad en los precios de las acciones y la escisión de Bavaria y Valores Bavaria (Gráfico 37).

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 para Bogotá y Medellín desde 1994 con periodicidad mensual. En el Gráfico 38 se presenta la inflación de los precios de vivienda en Bogotá y Medellín. Al finalizar noviembre, último mes para el cual se dispone de información,

GRÁFICO 36
DEVALUACIÓN REAL ANUAL,
ITCR1 E ITCR3, (1994 = 100)
(PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República, SGEE.

GRÁFICO 37
ÍNDICE GENERAL DE LA BOLSA
DE VALORES DE COLOMBIA



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

los precios de la vivienda en Bogotá han registrado aumentos nominales mayores que los observados en Medellín. En noviembre, el crecimiento anual de los precios de la vivienda en Bogotá fue de 0,3%, inferior en 7,5 puntos porcentuales al crecimiento anual de los precios al consumidor en igual mes, mientras que en Medellín, los precios de la vivienda mostraron nuevamente un crecimiento anual negativo de 1,9%, inferior en 9,7 puntos porcentuales a la inflación del consumidor.

8. Indicador de condiciones monetarias

El indicador de condiciones monetarias (ICM) sugiere que durante todo el año 2001, la política mo-

netaria fue holgada. En particular, el resultado del último trimestre fue posible gracias a la reducción de las tasas de interés al tiempo que se registró estabilidad del tipo de cambio nominal (Gráfico 39).

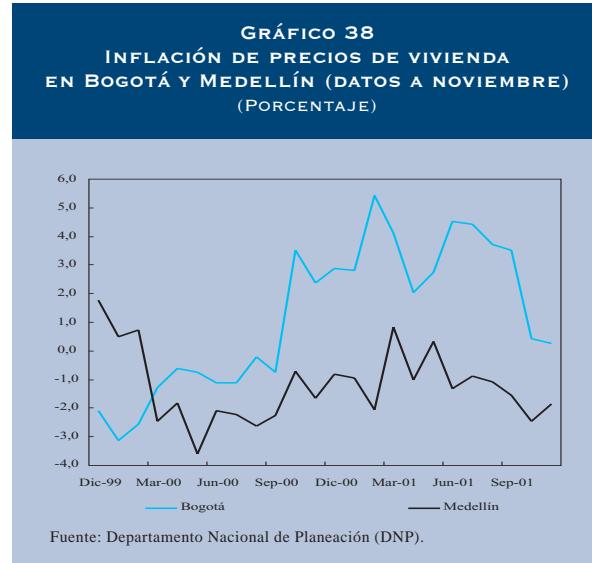
B. OFERTA Y DEMANDA

1. Consideraciones generales

El crecimiento anual del PIB para el tercer trimestre (0,98%) fue menor que el anticipado por el Informe sobre Inflación anterior, y que el previsto por la mayoría de analistas económicos. Con este dato, que evidencia la pérdida de dinamismo de la economía durante el segundo semestre, se hace muy difícil alcanzar la meta de crecimiento de 2,4% definida por el gobierno. A la fecha todo parece indicar que el crecimiento para el año completo se situará entre 1,4% y 1,8%.

A pesar de las pobres cifras de crecimiento anual, al observar la variación trimestral de la serie desestacionalizada se observa una aceleración respecto a los dos primeros trimestres del año. Esto, junto con la evolución de algunos indicadores líderes (a los cuales se hará mención más adelante), hacen suponer un mejor comportamiento de la economía para el cuarto trimestre de 2001.

Para el primer trimestre de 2002, las perspectivas son menos claras. Por una parte, existen indicios de una leve recuperación de la demanda interna. Así mismo, de acuerdo con los datos del DANE a octubre, las exportaciones no tradicionales parecen haber recuperado el terreno perdido a raíz de los acontecimientos de septiembre en los Estados Unidos. Adicionalmente, el cumplimiento de la meta de inflación hace esperar estabilidad en el mercado cambiario y en las tasas de interés. Sin embargo, la amenaza de una maxi-devaluación en Venezuela y sus implicaciones para la economía colombiana, el momento y la velocidad de recuperación de la economía estadounidense (que oficialmente está en recesión), y los bajos precios internacionales del petróleo y el café, pueden ser obstáculo para un mejor desempeño de la economía durante 2002. En cuanto a la crisis de la economía



argentina, no se espera que tenga efectos sobre la economía colombiana en el primer semestre de 2002.

2. El tercer trimestre de 2001

El bajo crecimiento anual del PIB durante el tercer trimestre se explica exclusivamente por la contracción de las producciones industrial y agropecuaria frente a los resultados exhibidos un año atrás. Las demás ramas de producción, no sólo registraron crecimientos positivos, sino que además aceleraron su crecimiento anual, con excepción del comercio (Cuadro 9).

El PIB de servicios sociales, comunales y personales, impulsado por los servicios del gobierno, fue el sector que más aportó al crecimiento en este período. Esto se

explica en parte por la reducción del rezago presupuestal y por una aceleración en la ejecución del gasto. La explotación de minas y canteras fue el segundo sector que más contribuyó, gracias al gran incremento en la producción de carbón (33,1%) y la recuperación de la producción de petróleo en el campo de Caño Limón. Finalmente, la construcción, impulsada principalmente por las edificaciones, fue también un jalónador importante del crecimiento.

Sobre la disminución de la actividad manufacturera, vale la pena señalar que 14 de las 19 agrupaciones registraron tasas de crecimiento negativas. Las razones para este desempeño industrial parecen ser la caída de la demanda externa, la disminución de los pedidos (en especial de las empresas exportadoras), las expectativas negativas sobre la evolución de la economía de los principales socios comerciales (Venezuela) y una posible política de desacumulación de inventarios.

Ramas de actividad	CUADRO 9 PIB TRIMESTRAL POR RAMAS DE ACTIVIDAD - SERIES DESESTACIONALIZADAS (VARIACIONES PORCENTUALES ANUALES)							
	2000 (p)					2001 (p)		
	I	II	III	IV	Anual	I	II	III
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	1,17	7,28	4,21	8,23	5,18	3,17	(0,37)	(0,27)
Café sin tostar no descafeinado	(16,84)	29,61	(8,72)	35,40	6,92	20,14	(11,81)	6,07
Animales vivos y productos animales	4,43	0,61	4,17	1,31	2,61	(1,95)	(2,19)	(4,06)
Productos de silvicultura y extracción de madera	1,96	4,85	1,05	0,56	2,09	0,60	(5,02)	(1,31)
Explotación de minas y canteras	(0,99)	(7,54)	(7,51)	(5,75)	(5,45)	(7,58)	(3,72)	3,52
Electricidad, gas y agua	4,59	1,98	0,92	1,79	2,30	1,07	3,00	2,83
Industria manufacturera	8,54	11,03	12,88	7,19	9,88	2,75	1,26	(3,31)
Carne y pescado	8,00	0,89	7,83	2,04	4,61	(2,16)	(5,49)	(9,23)
Productos de tabaco	7,59	5,32	32,09	25,09	17,30	15,97	10,09	(9,82)
Prendas de vestir	31,18	22,08	11,15	(0,96)	14,73	1,30	(3,15)	(13,69)
Papel y cartón	18,91	24,63	27,96	19,57	22,75	12,96	2,80	(11,28)
Productos químicos	7,78	14,69	15,89	9,77	11,98	0,46	(5,45)	(12,68)
Productos metálicos excepto maquinaria	28,47	13,72	17,11	7,01	16,09	1,80	(2,13)	(12,81)
Construcción	(7,58)	(0,98)	(0,57)	5,60	(1,06)	(4,27)	(1,42)	3,90
Trabajos de construcción y construcciones y edificaciones	(15,55)	(6,70)	4,98	7,16	(3,04)	7,14	9,66	7,85
Trabajos y obras de ingeniería civil	(0,68)	3,77	(4,98)	4,35	0,58	(12,66)	(9,69)	0,43
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	2,33	5,85	6,66	5,40	5,06	4,20	1,83	0,45
Transporte, almacenamiento y comunicación	3,44	3,76	3,97	3,27	3,61	2,05	2,54	2,46
Establecimientos financieros, seguros e inmuebles	(1,56)	(0,01)	1,11	(0,58)	(0,26)	1,22	0,10	1,19
Servicios sociales, comunales y personales	0,53	(1,91)	(1,08)	(1,70)	(1,05)	(0,24)	0,79	1,66
Servicios sociales y de salud de mercado	1,47	1,80	1,95	1,96	1,80	1,96	1,75	2,33
Servicios de asociaciones y espaciamiento y otros servicios de mercado	(10,06)	(8,48)	(1,83)	(4,34)	(6,27)	(0,10)	3,06	2,34
Servicios del gobierno	1,40	(2,08)	(1,63)	(2,21)	(1,15)	(0,70)	0,39	1,58
Producto interno bruto	1,82	3,10	3,39	2,95	2,81	1,72	1,64	0,98

(p) Provisional.

Fuente: DANE.

Por el lado de la demanda (Cuadro 10), las exportaciones, con un crecimiento anual del 6,8%, continuaron impulsando el crecimiento, tal y como ha venido sucediendo desde hace más de un año. Sin embargo, en esta oportunidad el crecimiento de este agregado fue significativamente menor que el del trimestre anterior, lo cual obedece, en parte, a la desaceleración de la demanda proveniente de los Estados Unidos, accentuada por los acontecimientos de septiembre.

Por su parte, el crecimiento de la demanda interna siguió siendo bajo (2,1%), como consecuencia del escaso ritmo de crecimiento del consumo final (1,0%). Por el contrario, la formación bruta de capi-

tal exhibió un crecimiento sustancialmente mayor, como sucedió en trimestres anteriores (8,4%).

En el tercer trimestre, la variación del gasto en inversión fue menor que la observada en el segundo trimestre. Esto se debió principalmente a los menores ritmos de crecimiento del gasto en maquinaria y equipo, y en edificaciones, lo cual predominó sobre la aceleración del gasto en obras civiles y en equipo de transporte. La desaceleración del crecimiento de la inversión no es sorpresiva si se tiene en cuenta el gran crecimiento que registró este rubro el año anterior.

El consumo final también se desaceleró en el tercer trimestre, en especial el de los hogares. Por el con-

CUADRO 10
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
Producto interno bruto	1,82	3,10	3,39	2,95	2,81	1,72	1,64	0,98
Importaciones totales	3,65	6,60	8,80	3,89	5,70	10,91	21,02	13,47
Total oferta final	2,09	3,60	4,17	3,09	3,20	3,10	4,49	2,86
Consumo final	1,81	1,19	1,04	0,13	1,00	1,31	1,30	1,00
Hogares	1,95	2,38	2,72	1,69	2,60	2,02	1,62	0,55
No durables	2,35	1,34	2,28	(0,28)	1,40	0,29	(0,63)	(3,92)
Semidurables	4,17	7,66	8,51	10,53	7,50	6,53	6,37	6,01
Servicios	0,51	1,49	2,22	1,53	1,40	2,51	2,66	2,99
Durables	11,95	14,41	6,82	7,51	10,00	7,41	4,39	5,85
Gobierno	1,40	(2,08)	(3,55)	(4,12)	(2,00)	(0,70)	0,39	2,31
Formación bruta de capital	1,18	21,80	24,21	15,04	14,90	8,80	15,76	8,42
Formación bruta de capital fijo	(11,00)	(1,11)	3,74	9,17	(0,20)	4,19	11,04	10,81
Maquinaria y equipo	(15,16)	(4,79)	13,69	18,41	1,90	17,42	36,20	19,22
Equipo de transporte	(5,75)	10,14	3,79	0,15	1,90	30,73	33,07	43,27
Edificaciones	(21,03)	(7,42)	7,86	11,17	(3,50)	7,29	10,18	7,95
Obras civiles	(0,56)	3,79	(4,98)	4,21	0,60	(12,70)	(9,69)	0,49
Subtotal: demanda final interna	1,72	3,67	3,89	2,03	2,80	2,37	3,34	2,09
Exportaciones totales	4,13	3,23	5,65	8,71	5,50	6,96	10,56	6,84
Total demanda final	2,09	3,60	4,17	3,09	3,20	3,10	4,49	2,86

(p) Provisional.
Fuente: DANE.

trario, el consumo público aumentó su ritmo de crecimiento, fenómeno probablemente asociado con la parcial reducción del rezago presupuestario y el reajuste retroactivo de salarios.

El menor crecimiento anual en el consumo de los hogares fue, exclusivamente, resultado de la contracción del consumo de bienes no durables, concretamente del consumo de alimentos y bebidas. Como ha venido sucediendo en trimestres anteriores y ha sido oportunamente señalado en los informes de inflación, la marcada desaceleración del consumo de bienes no durables es un fenómeno que se viene observando desde finales del año pasado y que contrasta con el buen ritmo que han registrado los otros componentes del consumo, en especial el de durables y semidurables, y con las importaciones de bienes de consumo no duradero (las cifras a octubre reportan un crecimiento anual de 13,6%) (gráficos 40 y 41).

A pesar de que la demanda interna se desaceleró, el balance comercial desapareció en el segundo y tercer trimestres. Esto obedeció a que el PIB creció a una tasa inferior a la del gasto interno, haciendo que surgiera una brecha entre el primero y el segundo que requirió un incremento de la oferta de bienes importados para cerrarla. Así, en los últimos meses se registró un cambio importante frente a lo observado en los dos años anteriores, cuando la producción doméstica fue suficiente para atender las demandas interna y externa, permitiendo un superávit comercial (Gráfico 42).

3. El cuarto trimestre de 2001 y el primer trimestre de 2002

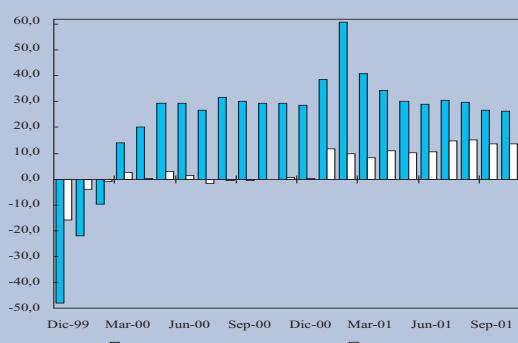
Los datos más recientes sugieren que la economía puede crecer a un ritmo mayor durante el cuarto trimestre que el observado en el tercero. En la actualidad se puede esperar que sectores como la construcción, el comercio, la agricultura, minas y cárteras y servicios comunales y personales, crezcan a un ritmo mayor que el observado en el trimestre anterior. Así mismo, si bien no se anticipa un crecimiento positivo para la industria, sí es factible esperar que durante los dos últimos meses del año se presente un quiebre en las tendencias del sector, a

GRÁFICO 40
CRECIMIENTO ANUAL DE LAS IMPORTACIONES
DE BIENES DE CONSUMO
ACUMULADAS A 12 MESES (A OCTUBRE)
(PORCENTAJE)



Fuente: DANE.

GRÁFICO 41
CRECIMIENTO DE LAS IMPORTACIONES
DE BIENES DE CONSUMO, POR TIPO DE BIEN
ACUMULADAS A 12 MESES (A OCTUBRE)
(PORCENTAJE)



Fuente: DANE.

GRÁFICO 42
PIB Y DEMANDA INTERNA
SERIES DESESTACIONALIZADAS
(BILLONES DE PESOS DE 1994)



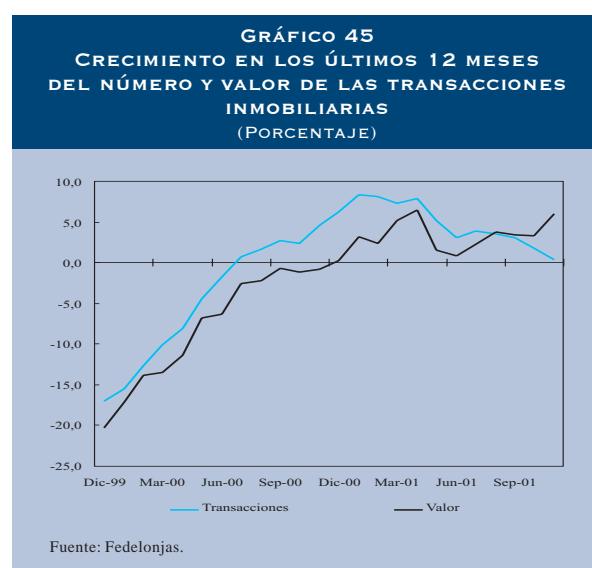
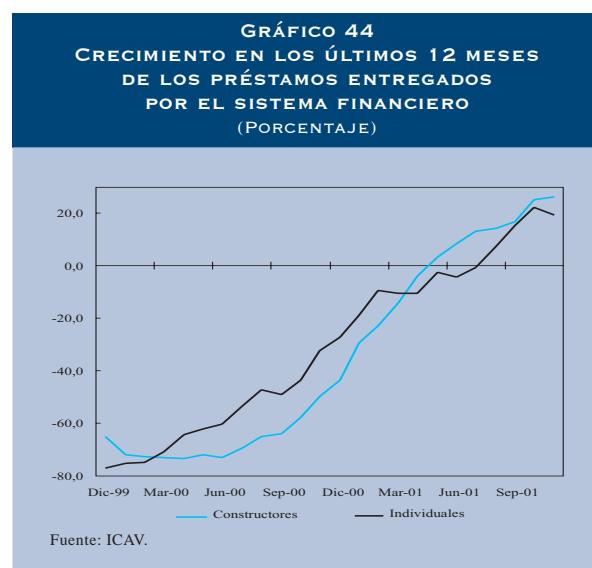
Fuente: DANE.

juzgar por los últimos resultados de la encuesta de opinión empresarial (EOE) de Fedesarrollo.

Dentro de los sectores que se espera tengan un comportamiento más favorable en el cuarto trimestre de 2001 se encuentra el sector de la construcción, en especial los trabajos de construcción y edificaciones. De acuerdo con los indicadores sectoriales más recientes, el sector ha retomado un importante dinamismo en los últimos meses, con los efectos positivos que esto implica para la generación de empleo, en especial para el de mano de obra no calificada. Específicamente, para el mes de noviembre se observó un repunte significativo en el nivel de licencias de construcción (Gráfico 43). Así mismo, los préstamos entregados a los constructores y a los compradores de vivienda crecieron a un buen ritmo (Gráfico 44). Finalmente, la evolución de las transacciones inmobiliarias reportada por Fedelonjas a noviembre muestra que si bien el número total de transacciones en nueve ciudades se ha venido desacelerando en los últimos 12 meses (0,42%) su valor se ha incrementado (Gráfico 45).

En cuanto al comercio al por menor, la muestra mensual del DANE registró un crecimiento aceptable para el mes de octubre para las ventas reales sin combustibles (4,6%), algo mayor que el crecimiento promedio del tercer trimestre. Por grupos de mercancías, en lo corrido del año, 14 de los 16 mostraron un incremento en sus ventas reales, destacándose las de equipos para oficina (33,0%).

Por otra parte, las ventas de vehículos nuevos en el territorio nacional en el mes de noviembre fueron de 6.251 unidades, lo que implica un aumento anual de 27,1% y confirma la aceleración que se está dando en este grupo de mercancías (Gráfico 46). Este último indicador es bastante interesante por dos razones. En primer lugar, sugiere que se está iniciando un nuevo ciclo de reposición de bienes de consumo duradero que puede ser un jalónador de la demanda en los próximos meses. En segundo lugar, implica que los consumidores han vuelto a recurrir al sistema financiero mostrando una mejora en sus expectativas de ingreso futuro.



El consumo de energía eléctrica, también permite esperar una recuperación de la actividad económica urbana, o por lo menos no anticipa un deterioro adicional de ella. En el cuarto trimestre esta variable creció a una tasa promedio de 2,5%, ligeramente inferior a la del tercer trimestre, pero mayor que la de la primera mitad del año (Gráfico 47).

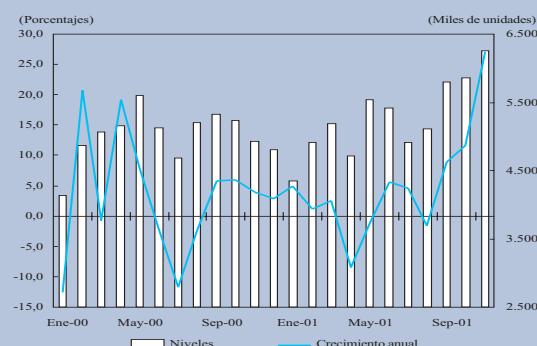
Respecto al comportamiento de la industria manufacturera, si bien el dato, a octubre, dado a conocer por el DANE señaló la contracción de la producción mensual sectorial por tercer mes consecutivo (-1,1%), los resultados a noviembre de la EOE de Fedesarrollo sugieren una posible reversión de esta tendencia. Tanto para las empresas exportadoras como las no exportadoras, el indicador de existencias registró una clara disminución en este último mes (Gráfico 48), mientras que el indicador de pedidos (Gráfico 49) continuó repuntando para las empresas exportadoras y se mantuvo en un nivel aceptable para las no exportadoras.

Conviene señalar cómo las cifras de la ANDI a octubre no muestran una desaceleración en el crecimiento industrial tan acentuada como las cifras del DANE. A este mes, de acuerdo con la ANDI, la producción industrial creció a una tasa de 3,4% año corrido, muy similar a la promedio observada en el segundo y tercer trimestres (3,5 % y 3,3%, respectivamente). Por el contrario, la muestra mensual manufacturera para octubre señaló un crecimiento de 1,5% año corrido, inferior al que esta misma muestra midió en promedio para el segundo y tercer trimestres (4,0% y 2,3%, respectivamente) (Gráfico 50). Ambas encuestas coinciden en el crecimiento positivo e importante que registran los sectores de equipo de transporte, objetos de barro, metales no ferrosos y derivados del petróleo.

El mayor crecimiento previsto para el cuarto trimestre podría obedecer tanto a un satisfactorio comportamiento de la demanda externa como a un mayor ritmo de crecimiento de la demanda interna.

En efecto, las cifras del DANE a octubre muestran una recuperación de las exportaciones totales que au-

GRÁFICO 46
VENTAS MENSUALES DE VEHÍCULOS
EN EL MERCADO NACIONAL
(SIN EXPORTACIONES)



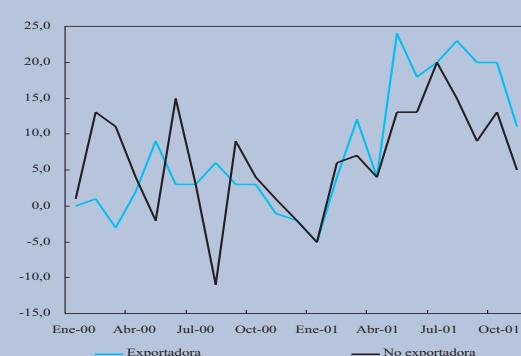
Fuente: SGEE con base en cifras de Colmotores.

GRÁFICO 47
CREENCIOS ANUALES DEL CONSUMO MENSUAL
DE ENERGÍA Y DE ENERGÍA + GAS (INDUSTRIAL Y
RESIDENCIAL) EN MUTB / DÍA
(PORCENTAJE)



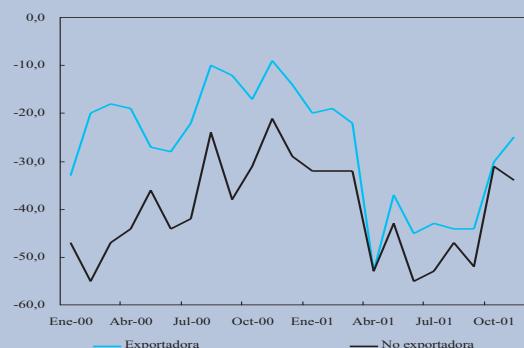
Fuente: ISA y Ecopetrol.

GRÁFICO 48
NIVEL ACTUAL DE EXISTENCIAS DE LAS EMPRESAS
(BALANCES - CIFRAS A NOVIEMBRE DE 2001)



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

GRÁFICO 49
VOLUMEN ACTUAL DE PEDIDOS DE LAS EMPRESAS
(BALANCES - CIFRAS A NOVIEMBRE DE 2001)



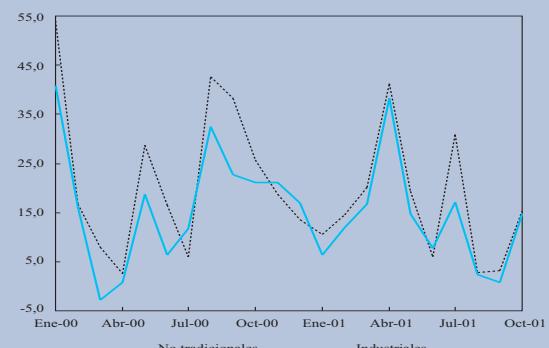
Fuente: Fedesarrollo.

GRÁFICO 50
ÍNDICE DE PRODUCCIÓN REAL INDUSTRIAL
(CRECIMIENTO ANUAL AÑO CORRIDO)



Fuente: DANE y ANDI.

GRÁFICO 51
CRECIMIENTO ANUAL DE LAS EXPORTACIONES
MENSUALES NO TRADICIONALES
ACUMULADAS ÚLTIMOS 12 MESES
(PORCENTAJE)



Fuente: DANE.

mentaron 1,9% frente al mismo mes del año anterior. Esta situación fue motivada, en gran parte, por el aumento de las exportaciones no tradicionales (14,7% anual), las cuales retomaron la dinámica de crecimiento exhibida a lo largo del año (Gráfico 51). El efecto de los acontecimientos de septiembre fue transitorio. Las exportaciones no tradicionales a los Estados Unidos (Gráfico 52), que se vieron seriamente afectadas durante ese mes por la parálisis del transporte aéreo de mercancías, aumentaron nuevamente en octubre (1,9%) respecto al mismo mes del año anterior. En cuanto a las exportaciones no tradicionales dirigidas a los otros dos socios comerciales más importantes del país, Ecuador y Venezuela (gráficos 53 y 54), éstas mantuvieron su dinámica de crecimiento.

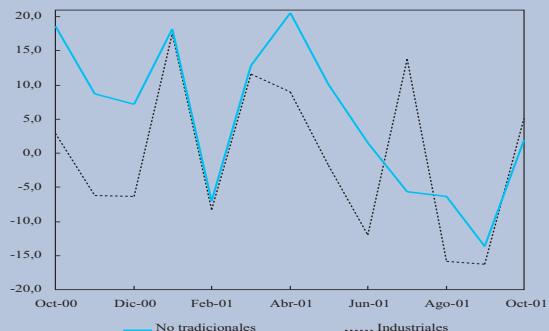
Para el cuarto trimestre de 2001 se espera que las exportaciones no tradicionales mantengan el dinamismo observado en el resto del año. Además de las cifras de octubre, los buenos resultados arrojados por la EOE para noviembre, en el caso de las empresas exportadoras, respaldan esta apreciación.

Por su parte, la demanda interna tanto de consumo como de inversión pudieron haber acelerado su crecimiento a finales de año. El buen comportamiento a octubre de las ventas e importaciones de bienes de consumo (durable y no durable), el hecho que en el cuarto trimestre el efectivo haya crecido por encima de la línea de referencia fijada por el Banco de la República y la evolución del crédito de consumo⁸, así lo sugieren. Así mismo, algunos indicadores líderes del gasto en inversión, como la compra de muebles y equipos de oficina, las importaciones de bienes de capital, descontadas las de Plan Colombia y Transmilenio, y la producción de bienes de capital en la industria sugieren que al cierre del año, se mantenía el ritmo de inversión.

Finalmente, el consumo y la inversión públicos, para el cuarto trimestre de 2001 pudieron recibir un impul-

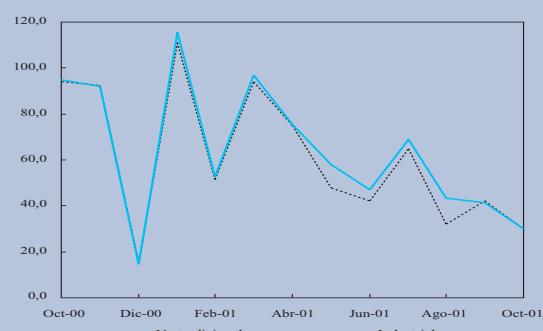
⁸ Sobre estos dos últimos indicadores, véase la Sección de agregados monetarios del presente informe.

GRÁFICO 52
CREENCIERTE ANUAL DE LAS EXPORTACIONES
MENSUALES NO TRADICIONALES A USA
(PORCENTAJE)



Fuente: DANE.

GRÁFICO 53
CREENCIERTE ANUAL DE LAS EXPORTACIONES
MENSUALES NO TRADICIONALES A ECUADOR
(PORCENTAJE)



Fuente: DANE.

GRÁFICO 54
CREENCIERTE ANUAL DE LAS EXPORTACIONES
MENSUALES NO TRADICIONALES A VENEZUELA
(PORCENTAJE)



Fuente: DANE.

so, como consecuencia del adelanto en el pago de las primas de los empleados públicos, el reajuste retroactivo de salarios ordenado por la Corte Constitucional y una mayor ejecución del gasto en general.

Para el año 2002 existen factores positivos que influirán en un mejor desempeño de la economía, como las bajas tasas de interés, el ciclo de largo plazo del consumo de bienes duraderos y la amplia liquidez. Así mismo, existen buenas expectativas sobre el desempeño del sector de la construcción y la disminución del desempleo. Algo similar puede decirse de la industria, según lo sugiere el importante incremento del indicador del clima de negocios en noviembre. Este indicador combina la opinión de los empresarios sobre la situación económica actual y sus perspectivas a seis meses (Gráfico 55).

Sin embargo, persisten factores que pueden amenazar el mejor desempeño de la economía en los frentes externo e interno. En el frente externo, se esperan bajos precios para varios de nuestros principales productos de exportación, en particular para el café y en alguna medida para el petróleo. Adicionalmente, se espera una reducción en el crecimiento económico de nuestros principales socios comerciales para el próximo año. En el caso de Venezuela se proyecta un crecimiento económico sustancialmente menor que el observado en el año 2001 a raíz de una mayor inestabilidad cambiaria, de bajos precios de petróleo y de la agitación política (Véase Contexto Internacional). En el caso

GRÁFICO 55
CLIMA DE NEGOCIOS
(CIFRAS A NOVIEMBRE DE 2001)



Fuente: Fedesarrollo.

de Ecuador, los bajos precios del petróleo afectan su desempeño económico. Finalmente, no existe certeza sobre la magnitud y el momento de la recuperación de la economía de los Estados Unidos.

En el frente interno, el plan financiero del gobierno contempla una reducción en términos reales del gasto en funcionamiento e inversión, lo que si bien favorece el crecimiento en el largo plazo al permitir la reducción del déficit fiscal, puede afectar el desempeño de la demanda interna en el corto plazo. Esta tendencia puede reforzarse por la incertidumbre que existe en la actualidad sobre el futuro del proceso de paz.

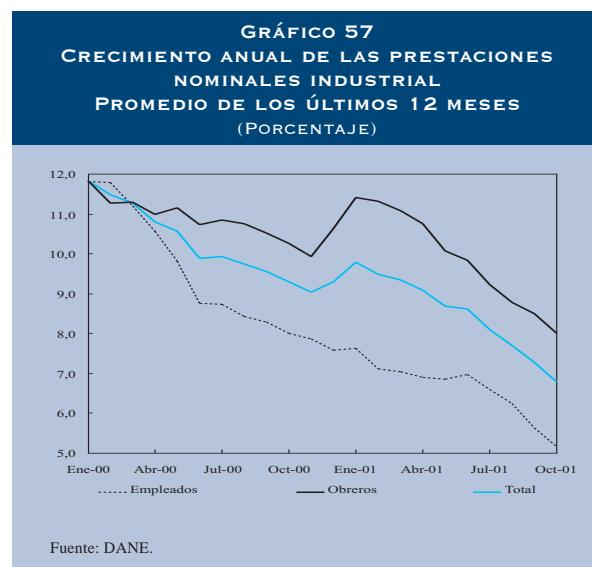
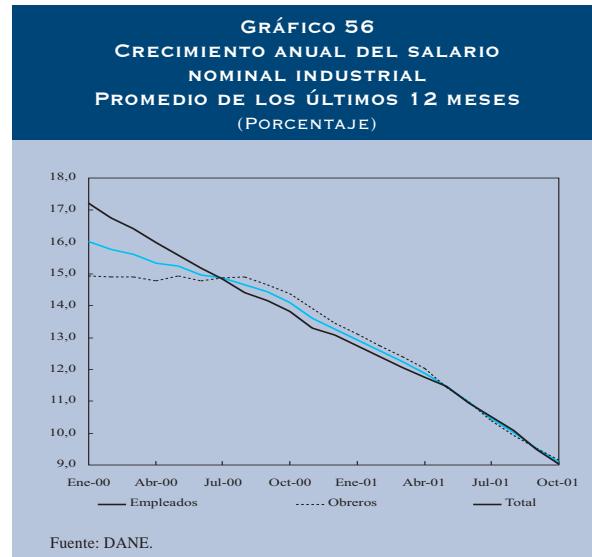
C. SALARIOS Y EMPLEO

1. Salarios industriales

A octubre de 2001, el ritmo de ajuste de los salarios nominales del sector industrial continuó disminuyendo. Para este mes, la variación anual promedio de los últimos 12 meses de los salarios nominales para el conjunto de los trabajadores del sector fue 9,1%, inferior a la observada en el mismo mes del año anterior 14,1% (Gráfico 56). Esta reducción de cinco puntos porcentuales es muy superior a la reducción de la inflación en el mismo período. Gracias a ello los reajustes en los salarios reales también se han desacelerado de manera importante.

Las prestaciones pagadas a los trabajadores del sector industrial también han ido reduciendo su ritmo de ajuste (Gráfico 57). Para el mes de octubre, la variación anual promedio de los últimos 12 meses fue de 6,8%, inferior a la presentada para el mismo mes el año anterior (9,3%). Una vez incorporado este componente, la remuneración total (salarios + prestaciones) se ha reajustado a tasas más acordes con el ritmo de inflación. A octubre, la variación anual de la remuneración promedio en los últimos 12 meses fue de 8,1%, inferior a la de tres meses atrás (9,5%) y a la de octubre de 2000 (12,0%).

Al igual que en meses anteriores, en octubre el ritmo de reajuste de las prestaciones siguió siendo menor



para empleados (5,2%) que para los obreros (8,0%). Una posible explicación al hecho que los obreros hayan podido sostener mayores ajustes en sus prestaciones con mayor efectividad que los empleados, es quizás el mayor grado de sindicalización del primer grupo de trabajadores frente al segundo. Otra explicación puede ser por el tipo de legislación de contratación al que son sometidos estos dos tipos de trabajadores, que no permite enganchar obreros con un contrato por prestación de servicios.

A lo largo de todo el año, la reducción en el ritmo de ajuste de los salarios industriales y un leve incremento en la productividad del sector, se ha traducido en una re-

ducción de los costos laborales por unidad de producto (costo laboral unitario (CLU)). En efecto, a octubre se observaba un nivel de CLU nominal menor en 6,4% que el observado en junio de 2001. Esta caída continua del CLU en los últimos meses, representa un quiebre en las tendencias de crecimiento que mostraba el indicador desde finales del año pasado, y aleja el peligro que se presenten presiones inflacionarias en los próximos meses por el lado de los costos laborales (Gráfico 58).

2. Empleo

Para el mes de noviembre la tasa de desempleo en las 13 principales áreas urbanas fue de 16,8%, 0,8 puntos porcentuales inferior a la registrada para el mismo mes en el año anterior (Gráfico 59). Para el total nacional, la tasa de desempleo fue de 13,6%, la menor observada a lo largo del año. Esta disminución en la tasa de desempleo se explica tanto por un incremento de la demanda de empleo (la tasa de ocupación para noviembre fue de 53,8, 0,3 puntos porcentuales mayor que la del mismo mes del año anterior) como por una disminución de la oferta laboral (la tasa global de participación fue de 64,6%, 0,2 puntos porcentuales menor que la de noviembre de 2000).

Por otra parte, el empleo para las 13 principales ciudades, tal y como lo mide la encuesta continua de hogares (ECH), aceleró su ritmo de crecimiento desde el mes de agosto, revirtiendo la tendencia que se había observado durante el segundo y tercer trimestres del año (Gráfico 60).

La caída de la tasa de desempleo a noviembre se ha dado, incluso a pesar de que el empleo industrial se ha vuelto a contraer, según lo registran las cifras de la muestra mensual manufacturera (Gráfico 61). Por lo tanto, la mejor situación del empleo a este mes, debe estar estrechamente relacionada con el aumento de la actividad productiva en sectores como la construcción, el comercio y los servicios en general.

Es posible que para el cierre del año se mantenga la recuperación de los indicadores de empleo, si se tiene en cuenta que se espera un crecimiento un poco mayor que en el trimestre anterior. Así mismo, para el año 2002

GRÁFICO 58
COSTO LABORAL UNITARIO NOMINAL
PARA OBREROS DEL SECTOR INDUSTRIAL



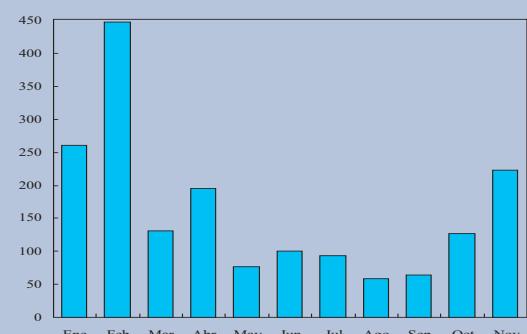
Fuente: DANE.

GRÁFICO 59
TASA DE DESEMPLEO 13 CIUDADES
NUEVA METODOLOGÍA
(PORCENTAJE)



Fuente: DANE.

GRÁFICO 60
CREENCIERTO ANUAL DEL NÚMERO DE OCUPADOS
EN LAS 13 PRINCIPALES CIUDADES, 2001
(MILES DE OCUPADOS)



Fuente: DANE.

podría mantenerse la tendencia de recuperación, si se tiene en cuenta que se prevé un buen desempeño en el sector de la construcción, una rama altamente intensiva en mano de obra.

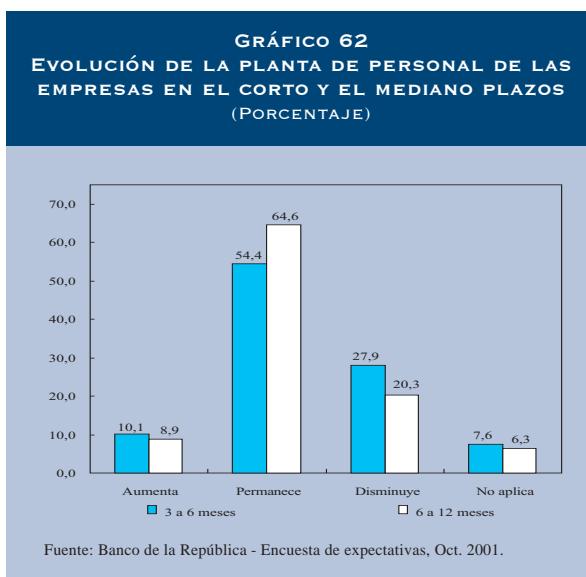
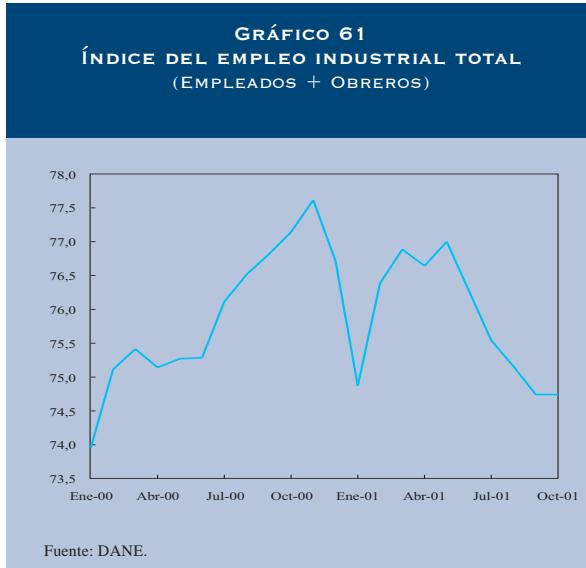
Sin embargo, los resultados de la encuesta de expectativas de octubre, efectuada por el Banco de la República, no son tan optimistas, lo que refleja el alto grado de incertidumbre que aún existe entre los agentes, sobre el futuro de la economía (Gráfico 62). De acuerdo con ella, el 27,9% de los encuestados piensa reducir su planta de personal entre los próximos tres a seis meses, un porcentaje mayor que el registrado en la encuesta de julio (18,5%). Un comportamiento similar se observa para los próximo seis a 12 meses, donde el porcentaje de los agentes que piensa disminuir su planta de personal (20,3%) y superior al de la encuesta de julio (16,3%).

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. Este reajuste es sustancialmente menor que el del año pasado (10,0%) por lo que puede reducir las presiones inflacionarias provenientes de los costos laborales.

El Cuadro 11 presenta las cifras del Ministerio de Trabajo y Seguridad Social sobre los incrementos salariales pactados a uno y dos años en las convenciones colectivas.

La primera parte del Cuadro 11 registra el porcentaje de trabajadores beneficiados, en empresas de los sectores público y privado, por las negociaciones de incremento salarial a un año realizadas entre enero y diciembre de 2001. Para finales del año, el 58,1% de los trabajadores reportó haber pactado incrementos salariales a un año en el rango comprendido entre el 8,8% y el 11,0%, proporción ligeramente inferior a la observada en septiembre pasado (60,9%). Una importante proporción de los trabajadores (25,4%) continuó pactando incrementos salariales iguales al 8,75%, mientras que la proporción de beneficiados por incrementos menores que el 8,75% y mayores



CUADRO 11
PORCENTAJE DE BENEFICIADOS POR NIVEL DE INCREMENTO SALARIAL PACTADO
(ENERO-DICIEMBRE DE 2001)

Negociaciones a un año				
<8,75	8,75	[8,8-11,0]	>11,0	
9,1	25,4	58,1	7,4	

Negociaciones a dos años					
<10,0	[10,0-15,0]	IPC	[IPC + 0,2-IPC + 2,5]	SML	Otros
14,0	4,1	32,6	42,5	2,0	4,9

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

que el 11,0% se incrementó con respecto a lo observado a finales del tercer trimestre del año.

En la segunda parte del Cuadro 11, se muestra el porcentaje de trabajadores beneficiados por rango de incremento salarial a dos años, de nuevo, pactados entre enero y diciembre del año 2001. Como puede apreciarse, el mayor porcentaje de beneficiarios (42,5%) se concentra dentro del rango comprendido entre $IPC + 0,2$ y el $IPC + 2,5$, este porcentaje es inferior al reportado a finales de septiembre (44,9%). El porcentaje de trabajadores que pactó incrementos salariales a dos años iguales al IPC fue de 32,6% en diciembre, menor que el registrado en el trimestre anterior (33,7%). Solo el 2,0% de los trabajadores negociaron incrementos salariales a dos años equivalentes al reajuste del salario mínimo legal.

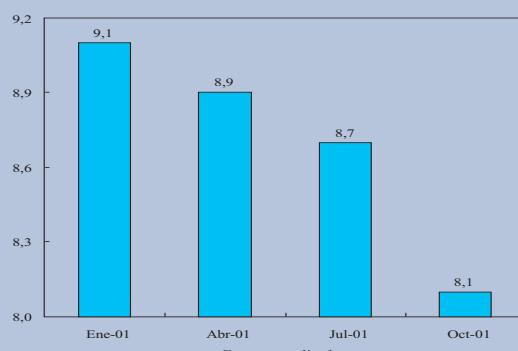
Cabe resaltar que la mayor concentración de trabajadores con negociaciones a uno y dos años en rangos muy superiores a la inflación observada podría estar anunciando un incremento en las presiones inflacionarias durante el próximo año a consecuencia de unos mayores costos laborales. Este resultado no deja de sorprender si se toma en cuenta la caída en la inflación y el alto desempleo que persiste en la actualidad.

En la última encuesta de expectativas del Banco de la República realizada en octubre, se observa una reducción en los reajustes salariales esperados (Gráfico 63). Mientras la encuesta de julio reportó que los encuestados tenían expectativas de incremento salarial de 8,7% para 2002, en octubre estas expectativas fueron de 8,1%. Vale la pena destacar la reducción sistemática que ha ocurrido a lo largo del año.

D. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA

Los dos indicadores de la utilización de capacidad instalada presentados en este informe coinciden en registrar menores niveles en los últimos tres meses

GRÁFICO 63
INCREMENTO SALARIAL PROMEDIO EN EL AÑO 2002
(PORCENTAJE)



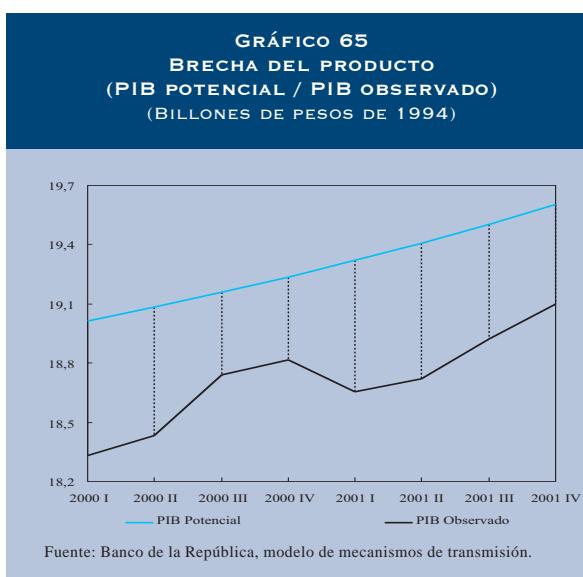
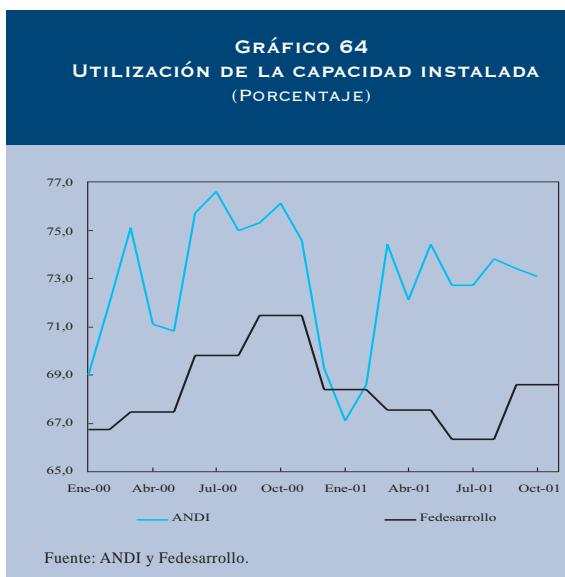
Fuente: Encuesta de expectativas - Banco de la República.

terminados en noviembre, que aquellos observados en el mismo período del año anterior. Específicamente para los meses de septiembre y octubre de 2001, la ANDI midió una utilización de la capacidad instalada del 73,3% en promedio, en tanto que Fedesarrollo, para septiembre y noviembre, registró 68,6%. La cifra de la ANDI implica una reducción de la utilización de la capacidad instalada de 2,1 puntos porcentuales frente al nivel observado el año pasado, en tanto que la de Fedesarrollo implica una contracción de 2,9 puntos porcentuales (Gráfico 64).

La disminución en la utilización de capacidad instalada en la industria, corresponde a la desaceleración de la producción sectorial en los últimos meses. Pero también puede obedecer a un incremento en la capacidad instalada, a juzgar por el importante ritmo de crecimiento que registra la inversión.

La brecha del producto que se obtiene a través del modelo de mecanismos de transmisión, confirma la existencia de una amplia capacidad instalada sin utilizar para la economía en su conjunto. Con un crecimiento para el cuarto trimestre ligeramente superior al tercero, la brecha del producto corresponde a 2,6% del PIB (Gráfico 65).

Todo lo anterior hace prever que para el próximo año no se presenten presiones inflacionarias por el lado de la demanda, por lo menos en lo que respecta a los bienes de origen industrial.



E. POLÍTICA FISCAL

1. Resultados preliminares de 2001

Al cierre de 2001, el sector público consolidado acumuló un déficit por \$6.124,0 mm, el cual representó un 3,3% del PIB anual. Frente al mismo período del año anterior se observó una situación fiscal similar, a pesar de la disminución del superávit del sector descentralizado y el aumento de los costos de reestructuración del sector financiero (Cuadro 12). Con respecto a lo programado a comienzos del año, sin embargo, el objetivo inicial del gobierno era la

consecución de un déficit consolidado de 2,9% del PIB. El no cumplimiento del objetivo inicial se atribuye a la desaceleración de la actividad económica, que repercutió sobre el nivel de los recaudos, y al aumento de algunos gastos, que condujeron a la revisión de la meta fiscal en la segunda parte del año.

El deterioro fiscal del sector descentralizado tiene origen en el menor superávit fiscal de Ecopetrol, el FAEP y el sector de la seguridad social. En el caso de Ecopetrol, el deterioro fiscal se asocia en buena parte al menor precio externo y a la caída en la producción de crudo. La reducción del superávit del FAEP es consecuencia de la Ley 633 de 2000 que permitió a las entidades territoriales utilizar los recursos ahorrados en este fondo para cancelar y prepagar deuda con el sector financiero. Finalmente, el sector de la seguridad social se ha visto afectado por el aumento significativo en el déficit de la unidad de salud, a consecuencia del proceso de desafiliación en algunas entidades del sector.

En el período enero a diciembre de 2001, las finanzas del Gobierno Nacional Central contabilizan un déficit de \$9.575 mm, el cual equivale a 5,1% del PIB, inferior en 0,8% del producto en relación con el registrado en 2000. Como se observa en el Cuadro 13, las rentas totales registran un crecimiento de 22,4% y los ingresos tributarios uno de 26,2%. Los impuestos más dinámicos durante el período fueron los de transacciones financieras, gasolina y renta con crecimientos de 35,5%, 33,6% y 30,6%, respectivamente. El dinamismo observado en el recaudo de estos impuestos, al igual que en el del IVA interno, está asociado a la reforma tributaria aprobada a finales del año anterior, la cual modificó algunas tarifas y bases gravables⁹. Debe tenerse en cuenta, sin embargo, que la desaceleración de actividad económica se expresará al final del año en recaudos inferiores a \$500 mm respecto a la meta inicial del gobierno.

⁹ En el caso de gasolina el crecimiento del recaudo se explica por la inclusión en la contabilidad de este rubro de algunas contribuciones especiales.

CUADRO 12
DÉFICIT Y SUPERÁVIT DE OPERACIONES EFECTIVAS 1/
SECTOR PÚBLICO CONSOLIDADO

Concepto	Miles de millones de pesos			Porcentaje del PIB		
	2000	2001 (pr)	2002 (proy)	2000	2001 (pr)	2002 (proy)
Eléctrico	238,0	273,0	386,0	0,1	0,2	0,2
Emcali	n.d.	126,0	80,0	n.d.	0,1	0,0
EPM	n.d.	333,0	460,0	n.d.	0,2	0,2
FAEP	1.622,0	517,0	(814,0)	1,0	0,3	(0,4)
Ecopetrol	1.272,0	534,0	984,0	0,7	0,3	0,5
Telecom	(41,0)	35,0	124,0	(0,0)	0,0	0,1
Resto de entidades 2/	568,0	34,0	763,0	0,3	0,0	0,4
Seguridad social	809,0	755,0	899,0	0,5	0,4	0,4
Regional y local	(171,0)	624,0	1.243,0	(0,1)	0,3	0,6
Fondo Nacional del Café	(275,0)	(103,0)	(64,0)	(0,2)	(0,1)	(0,0)
1. Subtotal sector descentralizado	4.022,0	3.128,0	4.061,0	2,4	1,7	2,0
2. Gobierno Nacional	(10.080,0)	(9.575,0)	(9.687,0)	(5,9)	(5,1)	(4,7)
A. Total sector público no financiero (SPNF) (1 + 2)	(6.058,0)	(6.447,0)	(5.626,0)	(3,6)	(3,4)	(2,7)
B. Pérdidas y ganancias de caja del Banco de la República	877,0	1.327,0	879,0	0,5	0,7	0,4
C. Pérdidas y ganancias de caja de Fogafin	30,0	299,0	256,0	0,0	0,2	0,1
D. Costo de la reestructuración financiera	(666,0)	(1.303,0)	(969,0)	(0,4)	(0,7)	(0,5)
E. Ajustes	(45,0)	0,0	0,0	(0,0)	0,0	0,0
F. Total sector público consolidado (A + B + C + D + E)	(5.862,0)	(6.124,0)	(5.461,0)	(3,5)	(3,3)	(2,6)

(pr) Preliminar.

(proy) Proyectado.

n.d. No disponible.

1/ Déficit (-) o Superávit (+).

2/ Incluye Carbocol en el año 2000.

Fuente: Consejo Superior de Política Fiscal (Confis).

Por el lado del gasto, se observó un importante dinamismo, al crecer los pagos totales 18,3%. Dentro de los rubros que lo componen, los intereses de la deuda crecieron 11,2%, el funcionamiento 18,0% y la inversión 27,9%. Dentro de los pagos de funcionamiento, los servicios personales crecieron 9,2%, los gastos generales 35,1% y las transferencias 19,0%. Como se comentó en el informe anterior, la expansión del rubro de gastos generales está asociada a la adquisición de equipo militar. Por su parte, el préstamo neto alcanzó \$1.257 mm.

El financiamiento del déficit del gobierno provino de recursos del crédito y del traslado de utilidades del Banco de la República. El crédito externo neto alcanzó \$8.972 mm producto de desembolsos por \$12.756 mm y amortizaciones por \$3.784 mm. El crédito interno neto, por su parte, se ubicó en \$6.300 mm con desembolsos por \$14.409 mm frente a amortizaciones por \$8.109 mm. Las colocaciones de TES efectuadas durante los primeros nueve meses del año alcanzaron \$13.527 mm.

CUADRO 13
OPERACIONES EFECTIVAS
GOBIERNO NACIONAL CENTRAL
(MILES DE MILLONES DE PESOS)

	2000	2001 (pr)	2002 (proy)	Crecimiento anual	
				2001/2000	2002/2001
I. Ingresos totales (A + B + C + D)	22.860,0	27.760,0	29.892,0	22,4	7,7
A. Tributarios	19.637,0	24.777,0	27.161,0	26,2	9,6
Renta	7.824,0	10.220,0	11.421,0	30,6	11,8
IVA interno	5.585,0	6.793,0	7.552,0	21,6	11,2
IVA externo	2.535,0	2.895,0	3.182,0	14,2	9,9
Gravamen	1.744,0	2.246,0	2.286,0	28,8	1,8
Gasolina	833,0	1.113,0	1.104,0	33,6	(0,8)
Transacciones financieras	1.037,0	1.405,0	1.519,0	35,5	8,1
Otros	79,0	105,0	97,0	32,9	(7,6)
B. No tributarios	489,0	340,0	293,0	(30,5)	(13,8)
C. Fondos especiales	431,0	334,0	331,0	(22,5)	(0,9)
D. Recursos de capital	2.123,0	2.309,0	2.107,0	8,8	(8,7)
Rendimientos financiero	837,0	892,0	902,0	6,6	1,1
Excedentes financieros	1.153,0	1.295,0	1.076,0	12,3	(16,9)
Otros	133,0	112,0	118,0	(15,8)	5,4
II. Gastos totales (A + B + C + D)	32.942,0	38.963,0	40.438,0	18,3	3,8
A. Intereses	6.630,0	7.375,0	8.870,0	11,2	20,3
Externos	2.256,0	3.083,0	3.838,0	36,7	24,5
Internos	4.374,0	4.292,0	5.032,0	(1,9)	17,2
B. Funcionamiento	22.802,0	26.906,0	29.074,0	18,0	8,1
Servicios personales	4.675,0	5.105,0	5.299,0	9,2	3,8
Gastos generales	1.375,0	1.858,0	1.804,0	35,1	(2,9)
Transferencias	16.752,0	19.943,0	21.971,0	19,0	10,2
C. Inversión	2.678,0	3.425,0	1.005,0	27,9	(70,7)
D. Préstamo neto	832,0	1.257,0	1.489,0	51,1	18,5
Déficit o superávit de caja	(10.262,0)	(11.203,0)	(10.546,0)	9,2	(5,9)
III. Ajustes por causación	182,0	1.628,0	859,0	794,5	(47,2)
IV. Déficit (-) o superávit (+) (I - II + III) 1/	(10.080,0)	(9.575,0)	(9.687,0)	(5,0)	1,2
Costo de reestructuración financiera	666,0	1.303,0	969,0	95,6	(25,6)
V. Financiamiento (A + B + C + D)	(10.746,0)	(10.878,0)	(10.656,0)	1,2	(2,0)
A. Crédito externo neto	3.675,0	8.972,0	877,0	144,1	(90,2)
Desembolsos	5.731,0	12.756,0	5.978,0	122,6	(53,1)
Amortizaciones	2.056,0	3.784,0	5.101,0	84,0	34,8
B. Crédito interno neto	6.638,0	6.300,0	3.253,0	(5,1)	(48,4)
Desembolsos	12.006,0	14.409,0	11.298,0	20,0	(21,6)
Amortizaciones	5.368,0	8.109,0	8.045,0	51,1	(0,8)
C. Utilidades del Banco de la República	516,0	1.453,0	1.022,0	181,6	(29,7)
D. Otros	(83,0)	(5.847,0)	(5.504,0)	6.944,6	(194,1)
VI. Déficit como porcentaje del PIB	(5,9)	(5,1)	(4,7)		

(pr) Preliminar.

(proy) Proyectado.

1/ No incluye el costo de la reestructuración financiera.

Fuente: Confis.

III

CONTEXTO INTERNACIONAL

A. ASPECTOS GENERALES

En el último trimestre de 2001, las perspectivas de crecimiento económico continuaron deteriorándose. En este período las economías de los Estados Unidos y Japón entraron oficialmente en recesión en tanto que la economía de la zona del euro cayó en un período de crecimiento muy lento. El débil crecimiento de la economía mundial deberá mantenerse durante la primera mitad del próximo año; sin embargo, para el segundo semestre se espera una reactivación. (Cuadro 14).

En materia de inflación, durante 2001 se observó un descenso en la mayoría de las economías, a raíz de los menores precios del petróleo y de la moderación

de las presiones inflacionarias de demanda. Gracias a estos alentadores resultados en materia de precios, los bancos centrales, en mayor o menor medida, pudieron ejecutar políticas monetarias más relajadas. Así, por ejemplo, en los últimos 12 meses, el Fed redujo en 475 pb su tasa de intervención. Con una política monetaria menos agresiva, por su parte, el Banco Central Europeo (BCE) también redujo en 150 pb su tasa de interés. Por último, el Banco Central de Japón (BCJ) continuó ofreciendo amplia liquidez a los mercados a tasas de interés nulas.

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, el crecimiento global ponderado

CUADRO 14
TASA DE CRECIMIENTO ANUAL Y PRONÓSTICOS PARA LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS
SOCIAS COMERCIALES DE COLOMBIA (*)

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

(*) Pronósticos realizados por el FMI, diciembre de 2001.

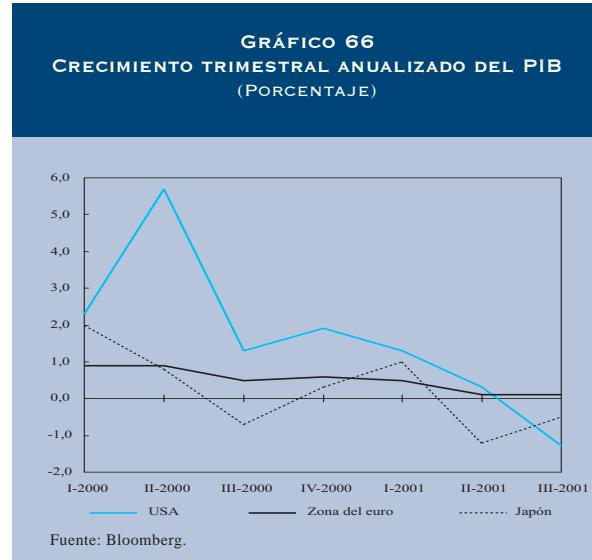
por volumen de comercio exterior colombiano en el año 2001 es de 1,4%. Este crecimiento es menor en 0,3 puntos porcentuales que el previsto en el Informe sobre Inflación anterior (1,7%). Finalmente, para 2002 se prevé un crecimiento ponderado de 1,4%.

1. Los Estados Unidos

A partir de marzo, la economía de los Estados Unidos empezó a contraerse. Durante el tercer trimestre, el PIB real reportó una tasa de crecimiento trimestral anualizada de -1,3%, la menor desde el tercer trimestre de 1991. La mayoría de los componentes de la demanda agregada reportó fuertes caídas, siendo especialmente importante la contracción de las exportaciones (-19,4%) y de la inversión privada (-10,5%). Por su parte, el consumo privado y público, así como la inversión residencial continuaron creciendo a tasas positivas, sin embargo, éstas fueron mucho menores que las exhibidas en trimestres anteriores (Gráfico 66).

En la actualidad persisten factores de riesgo que permiten esperar una contracción adicional de la economía durante el cuarto trimestre de 2001. En su informe del 28 de noviembre, el Fed¹⁰ reportó un debilitamiento adicional en la actividad manufacturera durante octubre y principios de noviembre, debido a la caída en la producción y los pedidos. De acuerdo con el Fed, la producción industrial decreció 0,9% y 0,3% en octubre y noviembre, respectivamente. A su vez, en noviembre la utilización de capacidad instalada se situó en 74,7%, 6,0 puntos porcentuales por debajo del nivel del mismo mes de 2000 y 7,4 puntos porcentuales por debajo del nivel promedio observado entre 1967 y 2000. Asimismo, la tasa de desempleo nacional siguió aumentando rápidamente, al pasar de 5,4% en octubre a 5,8% en diciembre, la mayor observada de los últimos seis años. Al mismo tiempo, en el cuarto trimestre se registró el mayor incremento en los reclamos por seguros de desempleo desde principios de los años 90.

Si bien durante el tercero y cuarto trimestres de 2001, gran parte de los indicadores económicos de los Es-

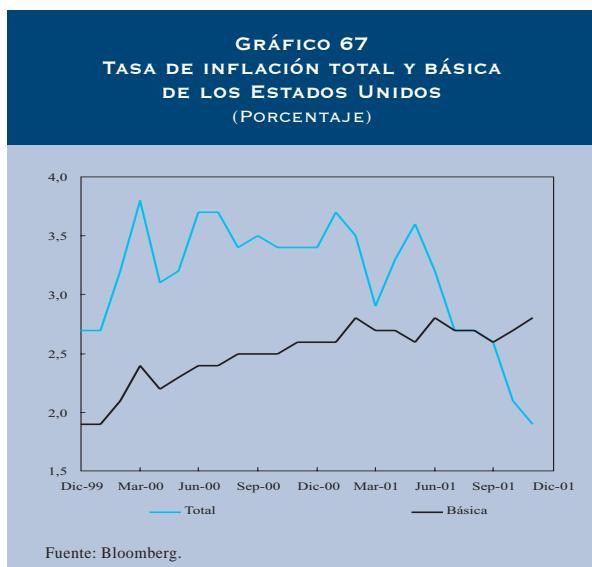


tados Unidos mostraron señales de debilitamiento, el consumo ha permanecido relativamente fuerte y se ha constituido en el motor del crecimiento económico. Detrás de este comportamiento positivo se encuentran factores tales como la rápida y relativamente exitosa campaña militar de los Estados Unidos en Asia Central, con su efecto positivo en el sentimiento de los consumidores, los menores precios del petróleo y las bajas tasas de interés que ostenta la economía norteamericana.

De acuerdo con diversos analistas internacionales, la relativa fortaleza exhibida por el consumo hace prever una fase de contracción económica de corta duración. A esta expectativa optimista también contribuyen otros factores favorables como la caída en los precios de los combustibles, el fin del ciclo de corrección de inventarios, la recuperación en los mercados accionarios, la recuperación observada de los indicadores de sentimiento de los consumidores, los estímulos fiscales y el relajamiento de la política monetaria conducida por el Fed.

En materia de inflación, se registraron nuevos descensos durante el cuarto trimestre. El IPC en el mes de noviembre reportó un incremento nulo, mientras que la inflación anual se situó en 1,9%, y la inflación básica anual en 2,8% (Gráfico 67). Con la inflación controlada, el Fed pudo continuar con su decidida política de disminución de tasas de interés en los

¹⁰ Información obtenida del *Beige Book* del Fed. Los datos de este informe se recopilaron antes del 19 de noviembre de 2001.



últimos meses del año. El recorte más reciente de 25 pb se produjo el 11 de diciembre, dejando la tasa de intervención en 1,75%.

La menor inflación en unión con las bajas expectativas de inflación, la menor utilización de la capacidad instalada y la recesión económica, sugieren una tasa de inflación controlada durante todo 2002. Lo anterior da campo para al menos una reducción adicional de las tasas a comienzos del año 2002, tal y como se advierte en las declaraciones recientes de los miembros del comité abierto de mercado del Fed (Gráfico 68).

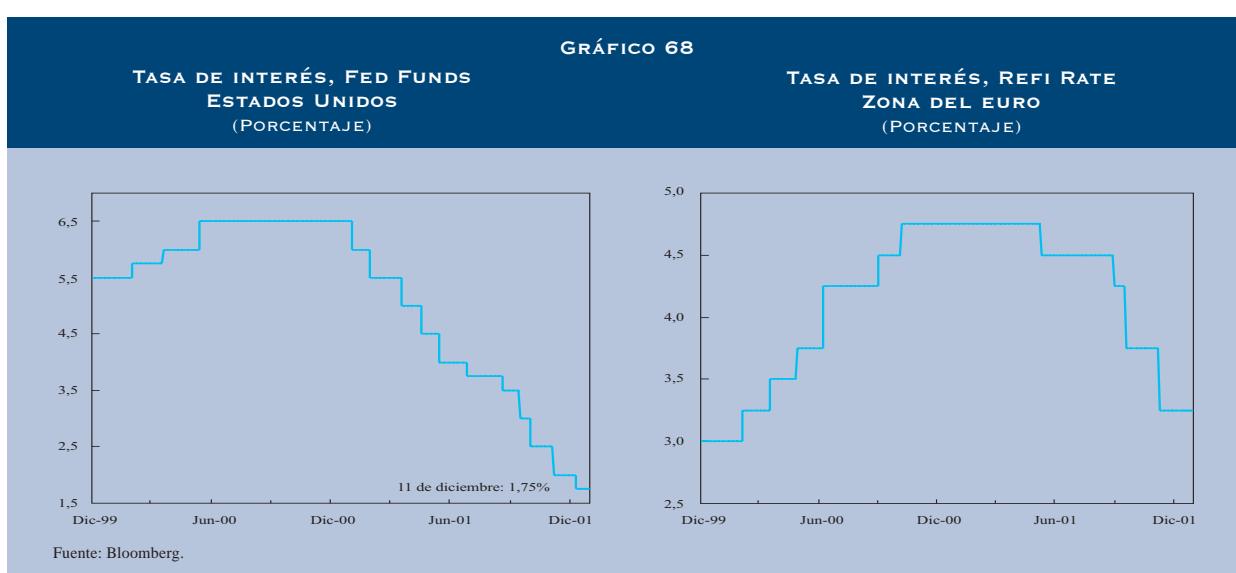
Teniendo en cuenta las bajas tasas de interés y el dinamismo que todavía se observa en el consumo,

se prevé que durante los seis primeros meses de 2002 la economía estadounidense empezará a mostrar signos de recuperación, los cuales deben consolidarse en la segunda mitad del año, dando así paso a un crecimiento positivo. En la actualidad, se espera que la economía norteamericana finalice 2001 con una tasa de crecimiento cercana al 1,0% y que para 2002 alcance una tasa de crecimiento de 0,7% (Cuadro 14).

2. La zona del euro

En los últimos tres meses, las perspectivas de crecimiento económico de la región sufrieron un deterioro mucho mayor que el previsto en el pasado Informe sobre Inflación. Durante el tercer trimestre de 2001, el crecimiento del PIB en los 12 países de la zona del euro alcanzó el 0,1%, cifra igual al incremento registrado a finales de junio.

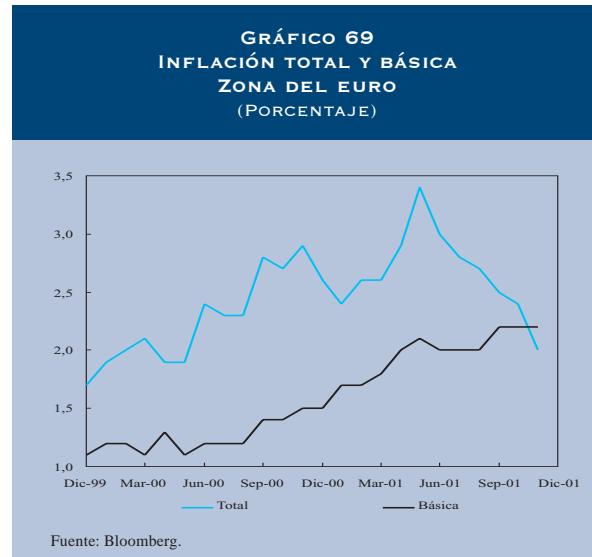
El motor de dicho crecimiento fue, en gran medida, el consumo privado y público. De igual forma, el crecimiento de la inversión resultó moderado mientras que el balance externo real mantuvo un crecimiento positivo, gracias a que la caída en las importaciones contrarrestó ampliamente el descenso de las exportaciones. La caída observada en las importaciones respondió principalmente a la debilidad de la demanda interna, mientras que las menores exportaciones son el resultado del empeoramiento de las condiciones económicas mundiales (Gráfico 66).



Con respecto al cuarto trimestre y al igual que los Estados Unidos, la zona del euro manifestó signos de contracción: el índice de producción industrial cayó a una tasa anual de 2,7% en octubre, mientras que en noviembre, el índice de ventas PMI¹¹ volvió a bajar, completando así 18 meses consecutivos por debajo de los 50 puntos y alejando las posibilidades de una mejoría de la producción industrial. De otro lado, los indicadores de confianza de los consumidores siguieron deteriorándose, entre otras cosas, debido al menoscabo en las condiciones del mercado laboral. Finalmente, durante septiembre y octubre la tasa de desempleo alcanzó el 8,4%, cifra superior al 8,3% registrado en agosto.

En la actualidad, los países de la zona del euro enfrentan importantes obstáculos que podrían frenar el crecimiento durante 2002. En primer lugar, la desaceleración económica mundial ha contrarrestado el posible efecto expansivo de la continua devaluación del euro en lo corrido del año y ha debilitado significativamente las exportaciones de la región. En segundo lugar, la debilidad en los balances corporativos ha provocado que las empresas traten de disminuir sus costos, afectando negativamente el mercado laboral de la zona del euro, menguando el ingreso disponible de los hogares y por lo tanto, reduciendo el gasto en consumo. Finalmente, la rigidez autoimpuesta en el gasto público, la cual obedece a que los 12 países de la región están suscritos al “Plan de estabilización”, la que los imposibilita a estimular la economía con mayor gasto público. A lo anterior se suma el hecho de que el BCE ha mostrado una fuerte resistencia a reducir las tasas de interés, lo que ha agregado incertidumbre al futuro cercano de la región.

Si bien las noticias en materia de crecimiento económico para los países de la zona del euro no son del todo alentadoras, los resultados exhibidos en materia de precios sí lo son. En septiembre, octubre y noviembre, la región alcanzó una inflación anual de 2,5%, 2,4% y 2,1%, respectivamente, las menores observadas desde junio de 2000 (Gráfico 69). Este favorable



resultado es consecuencia de la relajación de las presiones inflacionarias por el lado de la demanda y del descenso en los precios de los energéticos y de los alimentos, principalmente. En razón de lo anterior, diversos analistas internacionales prevén que en diciembre la región alcanzará la meta del 2% fijada por el BCE, eliminando así el dilema entre crecimiento económico y estabilidad en los precios, que ha impedido ejercer una política monetaria más holgada y dando vía libre a una reducción de las tasas de interés de al menos 50 pb antes de junio de 2002 por parte de la autoridad monetaria.

En este orden de ideas se espera que la tasa de crecimiento anual durante el cuarto trimestre de 2001 continúe siendo débil. Sin embargo, se confía en una recuperación gradual durante 2002 a la par con la recuperación de la economía estadounidense. De acuerdo con el FMI, el crecimiento anual de los 12 países de la zona del euro debe situarse alrededor del 1,5% para 2001, y cercano al 2,0% para 2002.

3. Japón

En los últimos seis meses, la situación económica japonesa empeoró. En la actualidad, este país enfrenta la cuarta recesión de los últimos 10 años, y no se vislumbra una recuperación económica en 2002. Durante el tercer trimestre, la economía nuevamente se contrajo, esta vez a una tasa de crecimiento trimestral de -0,5%. Las proyecciones de crecimiento

¹¹ Índice de directores de ventas de la industria manufacturera. Este índice mide el nivel de actividad del sector manufacturero.

para esta economía están alrededor de -1,0% para 2001, y para 2002 se espera una tasa de crecimiento negativa (Gráfico 66).

A juzgar por diferentes variables de información e indicadores económicos, durante el cuarto trimestre de 2001, la actividad económica continuó deteriorándose. Las órdenes de maquinaria registraron un crecimiento mensual de -23,0% durante octubre, los balances corporativos siguieron reportando pérdidas, los precios de las acciones se desplomaron y la demanda de crédito privado continuó disminuyendo rápidamente, sugiriendo así un colapso en la inversión privada. Por su parte, la producción industrial siguió su decrecimiento, reflejando tanto la contracción en la demanda agregada como la excesiva acumulación de inventarios.

El debilitamiento de la demanda se ha originado tanto en el frente interno como en el externo. En cuanto al primero, las ventas al por menor durante octubre se desplomaron, y la situación parece no haber cambiado en los meses siguientes, según lo señalan las últimas estimaciones sobre las ventas de automóviles que prevén un colapso de éstas cercano al 20,0% durante el cuarto trimestre del año con respecto a igual período del año anterior. Así mismo, los indicadores de sentimiento de los consumidores continuaron empeorando, debido al incremento en el desempleo. La situación del mercado laboral no ha ayudado en nada a evitar el debilitamiento de la demanda interna. En noviembre, la tasa de desempleo aumentó a 5,5%, la mayor registrada desde 1960. Finalmente, en cuanto al frente externo, la desaceleración mundial y el ciclo de ajuste de inventarios de los bienes relacionados con la tecnología han añadido incertidumbre al panorama económico por lo que no se prevé una recuperación de las exportaciones japonesas, por lo menos en el corto plazo.

En materia de inflación, los precios internos continuaron decreciendo rápidamente a consecuencia de la caída en los precios del petróleo y de los bienes importados. Durante octubre, noviembre y diciembre, la tasa de inflación se situó en -1,1%, -1,4% y -1,2%, respectivamente, mientras que la inflación bá-

sica (la inflación total excluyendo los alimentos frescos) permaneció estancada en -1,0% (Gráfico 70). En la medida en que la economía continúe deteriorándose, no es de esperar que esta tendencia decreciente de la inflación se revierta. De hecho el Banco de Japón ya ha dejado entrever su preocupación acerca de la posible caída de la economía en un espiral deflacionario.

A raíz de lo anterior, durante los últimos meses el BCJ continuó con su política de brindar amplia liquidez a la economía, manteniendo la meta monetaria en más de seis trillones de yenes, por lo que su tasa de intervención continuó fluctuando alrededor del 0,0%. Actualmente se especula que el BCJ podría incrementar dicha meta monetaria. Sin embargo, los analistas internacionales consideran que esta medida no tendría un impacto directo sobre la actividad económica y que tan solo podría tener un efecto positivo pero marginal sobre los precios de las acciones.

El consenso de los analistas considera que la recuperación económica de Japón depende exclusivamente de la implementación de las reformas estructurales en el sistema financiero. Sin embargo, como ya se explicó en el anterior Informe sobre Inflación, la implementación de estas reformas podría debilitar aún más la economía nipona, ya que éstas podrían implicar una contracción aproximada de 5,0% en el PIB. Analistas internacionales estiman que equipar dichas

GRÁFICO 70
INFLACIÓN TOTAL Y BÁSICA DEL JAPÓN
(PORCENTAJE)



Fuente: Bloomberg.

medidas conduciría a la pérdida de más de un millón de puestos de trabajo, una caída cercana al 20,0% en el índice accionario Nikkei y una depreciación importante del yen. Por lo tanto, en la actualidad, sigue siendo muy incierta la puesta en marcha de estas reformas.

4. América Latina

Si bien las perspectivas de crecimiento económico de la región sufrieron un deterioro adicional durante el cuarto trimestre del año, el principal suceso por destacar, en este período, es la diferenciación que los mercados internacionales han hecho de la situación argentina y de la del resto de países latinoamericanos. A diferencia de lo que aconteció en la crisis de México (1994) y Brasil (1999), en esta oportunidad la crisis argentina no se tradujo inmediatamente en mayor inestabilidad para los países de la región. A pesar de ello, la delicada situación que enfrenta Argentina constituye el riesgo más importante para los demás países de la región, en especial por la influencia negativa que puede llegar a tener sobre las entradas de capitales y las tasas de cambio.

Sin embargo, la situación argentina no es el único choque negativo que la región enfrenta actualmente. La caída en los precios de los productos básicos de exportación incluyendo el petróleo, la débil demanda externa que ha afectado las exportaciones regionales y los problemas de orden público y político también constituyen factores de riesgo que han frenado la recuperación en las tasas de crecimiento económico de estos países.

Con respecto a lo previsto en el anterior Informe sobre Inflación, la situación económica y política en Argentina empeoró. En el frente fiscal, durante los tres últimos meses del año, la puesta en marcha de la “Ley de déficit cero”¹² en unión con el débil nivel de actividad económica, deprimió considerablemente el recaudo de impuestos y obligó a un drástico recorte del ya menguado gasto público, factor que además de generar gran malestar social, contribuyó a deprimir aún más la economía argentina. Por su parte, la

¹² Ley aprobada por el Congreso argentino, mediante la cual el gobierno se comprometió a no gastar más de lo que recaude.

insostenible situación de la deuda externa argentina obligó a que el gobierno anunciara, a principios de diciembre, que utilizaría los dineros de los fondos de pensiones para cubrir sus obligaciones externas y a decretar una serie de restricciones financieras -las cuales incluían el trámite de permisos del Banco Central para transferencias al exterior por más de US\$1.000, el total control de las tasas de interés y un límite máximo de US\$250 semanales en los retiros bancarios- para tratar de impedir la salida de capitales de la Argentina. Dichas decisiones en materia de política económica generaron un fuerte malestar social que obligó a la renuncia del presidente De la Rúa y de todo su equipo económico.

Tras la salida del gobierno constitucional, quedó claro que la estrategia que seguirá el país incluía la declaración de la moratoria de la deuda soberana y la finalización del esquema de convertibilidad¹³. Actualmente, se espera que Argentina devalúe su moneda dentro del rango de 30,0% a 40,0% y que al cabo de unos meses deje flotando libremente la tasa de cambio. Así mismo, se espera un paquete de nuevas medidas, que incluyen un fuerte recorte del gasto público, para ayudar a reactivar el nivel de actividad. Sin embargo, la delicada situación económica del país y la incertidumbre política existente hacen prever que esta economía aún no ha tocado fondo. Consecuentemente, analistas internacionales esperan que para 2001 la economía exhiba una tasa de crecimiento anual de -2,7%¹⁴, y para 2002 se prevé una tasa de crecimiento aún en terreno negativo. De esta manera, Argentina completaría cinco años con tasas de crecimiento negativas.

Hasta el momento, la turbulencia financiera argentina ha tenido efectos limitados sobre la economía de Brasil. Si bien a mediados del cuarto trimestre del año, las tasas de interés, los *spreads* de la deuda soberana y la tasa de cambio se deterioraron, la implementación

¹³ En los momentos en que este informe pasaba a la imprenta, el nuevo gobierno argentino encabezado por el señor Duhalde anunciaría una devaluación del 40,0% y se hacía oficial la moratoria de la deuda pública.

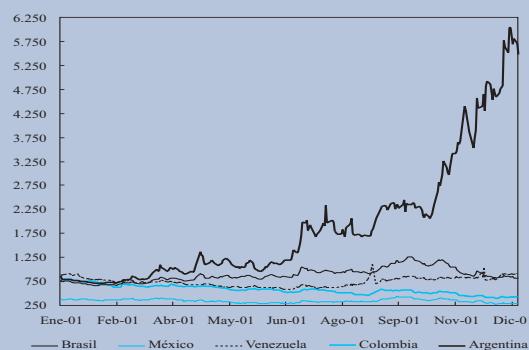
¹⁴ Sin embargo, diversos analistas internacionales consideran muy optimistas las proyecciones de crecimiento realizadas por el FMI. Por ejemplo, bancos de inversión como JP. Morgan esperan un crecimiento para 2001 de -3,8% y para 2002 de -7,0%.

de una política monetaria estricta y la reducción del déficit en cuenta corriente contuvo la depreciación del real y tranquilizó a los mercados. En la actualidad, a pesar de que choques internos como la crisis energética, y los choques externos han deteriorado las previsiones de crecimiento de esta economía para 2001, el sano comportamiento de sus exportaciones, el fuerte compromiso del Banco Central con la meta de inflación para 2002 y el incremento de la inversión extranjera directa son factores que hacen prever una mejoría en la actividad económica de este país durante el próximo año. Tanto es así que se espera que esta economía muestre, en 2002 una tasa de crecimiento que fluctúe alrededor de 2,0%, mayor que la esperada en 2001 (Gráficos 71 y 72).

Respecto a los países andinos, sus previsiones de crecimiento también se vieron debilitadas a consecuencia de la caída en los precios del petróleo, la incertidumbre política y los requerimientos de financiación externa. Si bien las menores tasas de interés de los Estados Unidos sin duda han tenido un efecto positivo sobre estas economías, tal y como se refleja en la estabilidad de los márgenes de la deuda soberana a 10 y 30 años, el empeoramiento de la actividad económica mundial ha repercutido negativamente sobre los niveles de exportación, generando así fuertes presiones sobre las tasas de cambio y/o los tipos de interés.

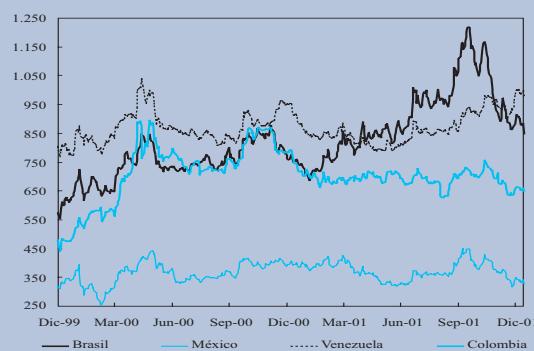
En la actualidad, Venezuela enfrenta dos importantes choques que han añadido incertidumbre a la economía, y han afectado negativamente sus previsiones de crecimiento para 2002. En primer lugar, los problemas de orden político constituyen el mayor obstáculo para el crecimiento. La aprobación de un paquete de leyes, que incluyen reformas a la propiedad privada, las inversiones y los derechos de los trabajadores, han incrementado las protestas de empresarios y grupos sindicales. Según analistas internacionales, este hecho podría frenar la entrada de capitales extranjeros al país, generando inestabilidad en el frente cambiario. En segundo lugar, los menores precios del petróleo han menguado los ingresos fiscales, dificultando los procesos de ajuste externo y fiscal (aumento de impuestos y recorte del gasto público) necesarios en Venezuela.

GRÁFICO 71
SPREADS DE LA DEUDA SOBERANA
PAÍSES LATINOAMERICANOS
(DATOS HASTA EL 31 DE DICIEMBRE)



Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO 72
SPREADS DE LA DEUDA SOBERANA PAÍSES LATINOAMERICANOS, EXCLUYENDO ARGENTINA
(DATOS HASTA EL 31 DE DICIEMBRE)



Fuente: Bloomberg.

En la actualidad, el presupuesto y las previsiones de crecimiento económico del gobierno venezolano para 2002 no se sustentan exclusivamente en la actividad petrolera. El gobierno calcula que este sector crecerá 2,0%, mientras que el sector no-petrolero registrará un crecimiento que fluctuará alrededor del 5,0%. Para diversos analistas internacionales, sin embargo, este presupuesto resulta inviable puesto que podría generar fuertes incrementos en la tasa de inflación y presiones importantes sobre la tasa de cambio.

Finalmente, diversos indicadores económicos señalan que aunque la economía continuó creciendo a tasas positivas, ya se han empezado a manifestar signos de debilitamiento en ciertos sectores. En razón de lo an-

terior, se espera que la economía venezolana se desacelere durante 2002, y que crezca a una tasa que fluctúe alrededor del 1,8%, por debajo de la observada en 2001 (2,7%) y de la esperada hace unos meses.

En Ecuador, por su parte, las perspectivas de crecimiento económico son mejores. Seguramente los menores precios del petróleo afectarán los ingresos fiscales del país y presionarán el recorte en el gasto público. Sin embargo, otros factores positivos como, la construcción de un nuevo oleoducto, el exitoso proceso de dolarización, los buenos resultados en materia de inflación y la recuperación de la demanda interna deberán permitir que el país continúe con su proceso de recuperación económica.

Las mejores relaciones que sostiene el país con organismos multilaterales también favorecen las perspectivas de la economía ecuatoriana para 2002. A principios de diciembre, el país completó la primera revisión exitosa de las metas fijadas con el FMI garantizando así el acceso a un desembolso de aproximadamente US\$95 millones. Adicionalmente, el gobierno ecuatoriano ha manifestado su voluntad de firmar un nuevo tratado con dicho organismo por US\$300 millones. Analistas internacionales consideran que la implementación de dicho acuerdo es posible, lo que implicará la puesta en marcha de reformas fiscales importantes para asegurar la estabilidad económica en los próximos años. En vista de lo anterior, se estima que Ecuador podría alcanzar una tasa de crecimiento durante 2002 cercana a 3,8%, que si bien es menor que la del año pasado, resulta ser una de las proyecciones más altas de la región.

Finalmente, con excepción de Argentina, México es el país de la región que más se desaceleró durante 2001. En la actualidad, este país enfrenta importantes choques, entre ellos, el efecto negativo de la recesión de los Estados Unidos sobre las exportaciones (las cuales se estiman como cerca del 89,0%), los menores precios del petróleo y la incertidumbre política en torno a la reforma fiscal mexicana. Todos estos factores han frenado las perspectivas de crecimiento económico del país al punto que en la actualidad, diversos analistas internacionales esperan que esta economía alcance una tasa de crecimiento negativa (-0,4%) en

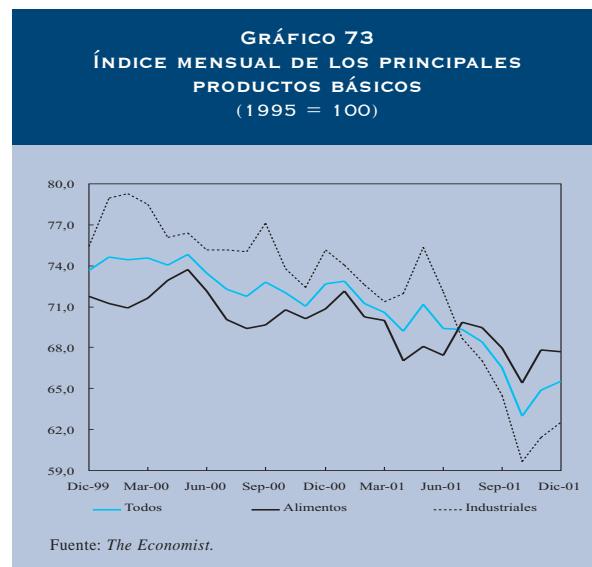
2001, al tiempo que prevén una incipiente recuperación de la actividad económica durante el próximo año (se espera que la economía crezca 1,2% en 2002).

B. PRECIOS DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS

Durante 2001, los precios de los principales productos básicos cayeron de manera sostenida, especialmente durante el segundo semestre del año. El índice de precios promedio para el conjunto de productos básicos de la revista *The Economist* disminuyó en 6,4% en el año 2001 con respecto al índice promedio de 2000 (Gráfico 73).

La caída en los precios de los productos básicos se registró principalmente en el grupo de bienes industriales, los cuales sufrieron las reducciones más extremas a partir de julio. El índice de precios promedio para el conjunto de productos industriales de la revista *The Economist* disminuyó 10,1% en el año 2001 (Gráfico 73), básicamente, como consecuencia de la fuerte caída que se produjo en el índice de metales (12,3%) a raíz de la desaceleración de la economía mundial. Por su parte, el índice de precios de los alimentos descendió 3,5% este último año.

Para el año 2002, muchos analistas esperan que los precios de los productos básicos mantengan la ten-



dencia descendente, hasta que la demanda se recupere. En su opinión, esto último sucederá a partir del segundo trimestre.

1. El petróleo

Gracias a las políticas adoptadas por la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) tendientes a estabilizar el precio del crudo¹⁵, durante gran parte del año el precio del petróleo fluctuó dentro de niveles definidos por la organización en el mecanismo de bandas¹⁶. Sin embargo, luego de los ataques terroristas registrados el 11 de septiembre, y después de un muy breve repunte, el precio descendió fuertemente, ubicándose por debajo del límite inferior de la banda de precios de la OPEP. Así, la cotización promedio en octubre, noviembre y diciembre fue de US\$22.2, US\$19.6 y US\$19.3 dólares por barril, respectivamente, siendo el precio promedio en diciembre 32,3% menor que el registrado en el mismo mes del año anterior (Gráfico 74).

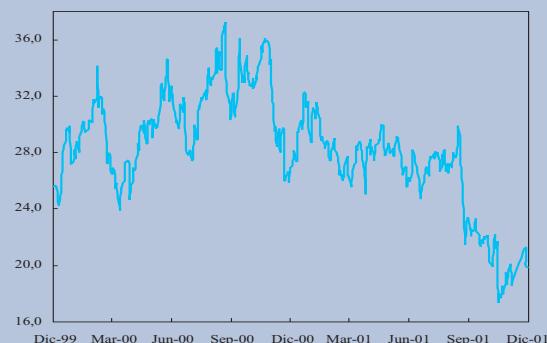
La caída en el precio del crudo registrada en los últimos tres meses del año, se debió, principalmente, a factores de demanda. La desaceleración de la economía mundial debilitó la demanda de crudo. Esto fue particularmente cierto a partir del 11 de septiembre con la disminución del tráfico aéreo que condujo a una fuerte reducción en el consumo de combustible para aviones comerciales.

Pese al fuerte descenso de los precios del petróleo desde septiembre, la OPEP no tomó ninguna decisión con respecto a un recorte en las cuotas de producción durante buena parte de los meses siguientes, en espera de que los países productores de petróleo que no pertenecen a la OPEP colaboraran con reducciones en la producción. Esto solo se logró a finales del año, con lo que los recortes solo se harán efectivos a partir del 1 de enero de 2002. En esta ocasión, la OPEP decidió

¹⁵ Durante el año 2001 la OPEP recortó tres veces las cuotas de producción. En total, la producción de los países miembros de la OPEP fue disminuida en 3,5 millones de barriles por día.

¹⁶ Según el mecanismo de bandas establecido por la OPEP, el precio del crudo debe permanecer entre US\$22 y US\$28 por barril para la canasta de crudos de la OPEP. Estos precios, en el indicador estadounidense West Texas Intermediate (WTI), son equivalentes aproximadamente a US\$25 y US\$30 por barril.

GRÁFICO 74
PRECIO DEL PETRÓLEO WTI
BOLSA DE NUEVA YORK
(DÓLARES / BARRIL)



Fuente: Bloomberg.

disminuir su producción en 1,5 millones de barriles por día (mbd), mientras los países productores que no hacen parte de la OPEP, específicamente Rusia, Noruega, Omán, México y Angola, fijaron una reducción de 462.500 barriles por día. Así mismo, la banda de precios de la OPEP fijada desde marzo de 2000, fue suspendida en esta última reunión.

El comportamiento del precio del crudo durante el año 2002 es incierto y depende, básicamente, de dos factores. En primer lugar, de la efectividad que tengan los recortes de producción para generar reducciones reales importantes en la oferta de crudo. En segundo lugar, de la rapidez con que se recupere la economía mundial. Aunque algunos analistas esperan que la oferta de petróleo por parte de los países no miembros de la OPEP no presente una disminución sustancial (aproximadamente 100.000 bd), sí se prevé que los recortes de las cuotas de producción de la OPEP resulten en una reducción de la oferta de, aproximadamente, un millón de barriles por día.

De acuerdo con lo anterior, es probable que los inventarios de petróleo disminuyan durante el año 2002, generando presiones al alza sobre los precios del crudo, especialmente cuando la economía mundial comience a recuperarse. Así, se estima que el precio del crudo, al finalizar el año, será superior al observado en diciembre de este año, aunque se espera que el precio promedio del año 2002 se ubique entre US\$23 y US\$24 por barril, por debajo del precio promedio registrado en 2001.

Durante el cuarto trimestre, los precios de los contratos a futuro en la Bolsa de Nueva York siguieron el comportamiento de los precios del petróleo. Para finales de diciembre los contratos a futuro de uno, seis y 12 meses se cotizaban a US\$19.8, US\$20.5 y US\$20.8 por barril, respectivamente, siendo inferiores a los niveles alcanzados tres meses atrás (US\$23.4, US\$23.8 y US\$23.2 por barril) (Gráfico 75). De esta forma, los precios de los contratos a seis y 12 meses sugieren que, para el año 2002, el mercado espera precios inferiores a los observados durante 2001.

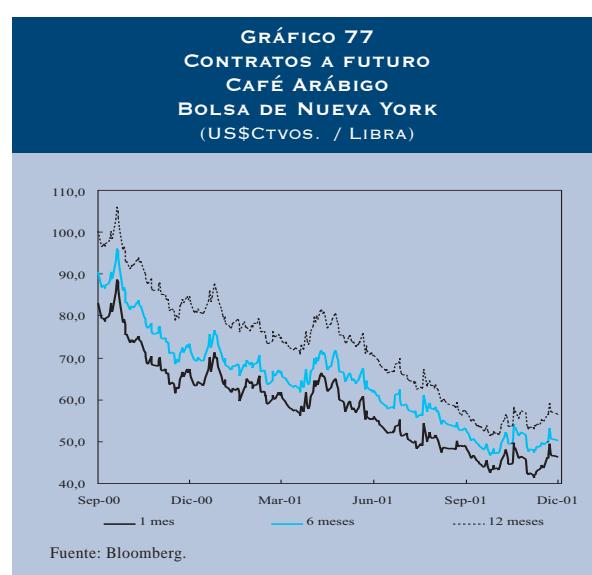
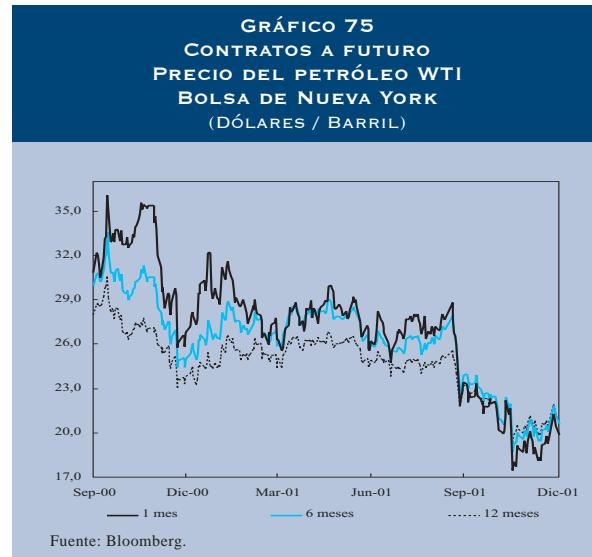
2. El café

Durante 2001, el precio internacional del café mantuvo la tendencia descendente observada en el año 2000. A pesar de la puesta en marcha del “Plan de retención del café” por parte de la Asociación de Países Productores de Café (APPC)¹⁷, el precio del grano se redujo a lo largo del año hasta ubicarse, en promedio, en US\$72.2 centavos/libra, siendo 29,4% menor que el precio promedio de 2000 (US\$102.6 centavos/libra) (Gráfico 76).

Específicamente en el último trimestre del año, el precio promedio del café bajó 9,7% frente al trimestre anterior, situándose en US\$64,2 centavos/libra. Por su parte, los precios de los contratos a futuro a uno, seis y 12 meses registraron el mismo comportamiento. Al finalizar el mes de diciembre, los precios de estos contratos fueron de US\$46.2, US\$50.1 y US\$56.4 centavos/libra, respectivamente, mientras que al cierre del tercer trimestre, estos precios se encontraban en US\$48.3, US\$52.6 y US\$57.0 centavos/libra (Gráfico 77).

Como se ha señalado en informes anteriores, el fuerte descenso en el precio internacional del café observado durante los últimos dos años se debe principalmente a los mayores inventarios de café en los países consumidores. Las condiciones actuales del mercado no parecen dar señales de una recuperación en la cotización del grano en el año 2002, por lo cual se espera que durante este año el precio promedio del café sea de US\$70 centavos/libra.

¹⁷ Los países ratificados como miembros de la APPC son: Brasil, Colombia, Costa Rica, El Salvador, India, Indonesia, Venezuela, Angola, Costa de Marfil, Kenya, Tanzania, Togo, Uganda y República Democrática del Congo.



IV

PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN

A continuación, se presentan las proyecciones de inflación para 2002 teniendo en cuenta los eventos ocurridos en los últimos tres meses. Así mismo, en este informe se presentan por primera vez las proyecciones de inflación para todo 2003.

A. LOS SUPUESTOS DE LOS PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN

Para la proyección que se presenta en este informe, no se consideraron cambios importantes en los supuestos de las principales variables macroeconómicas, frente a los utilizados en el informe de septiembre. Para 2002 se supone un escenario de estabilidad cambiaria, con un nivel del tipo de cambio real similar al observado en 2001. Esta expectativa se fundamenta, entre otras razones, en el programa de financiamiento externo del déficit del gobierno, la disminución de las salidas de capital privado y las monetizaciones del FAEP en el primer semestre. Estos factores pueden compensar el mayor déficit esperado en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Para 2003 la devaluación nominal podría ser algo mayor que en 2002, dependiendo de la financiación externa del déficit del gobierno y de las menores exportaciones de petróleo, entre otros. Con la caída esperada en la inflación interna, esa mayor devaluación nominal se espera permita un pequeño aumento en el tipo de cambio real.

Para 2002 y 2003 se supone que la economía crecerá a tasas mayores que las presentadas en 2001, tal y como lo ha afirmado el gobierno. Se espera que la demanda interna privada registre un mayor crecimiento que el

observado en 2001, por las bajas tasas de interés, la estabilidad cambiaria, la reactivación de la construcción y la disminución del desempleo, entre otras razones. En contraste, el sector público no deberá ser una fuente de dinamismo durante gran parte de este período, a raíz del programa de ajuste fiscal del gobierno actual y, muy probablemente, del próximo.

El mayor crecimiento en los próximos dos años es de esperar que no comprometa el logro de las metas de inflación. A pesar de la recuperación de la actividad económica, el crecimiento supuesto del PIB observado no permite alcanzar el nivel del PIB potencial en el período, con lo cual la economía podrá atender la creciente demanda sin incrementos en los precios por encima de los previstos en las metas de inflación de la Junta Directiva del Banco de la República. Adicionalmente, el cumplimiento de la meta de inflación en los últimos años ha incrementado la credibilidad de la política monetaria, con lo cual la inflación puede seguir cayendo aunque la economía funcione cerca de su capacidad potencial.

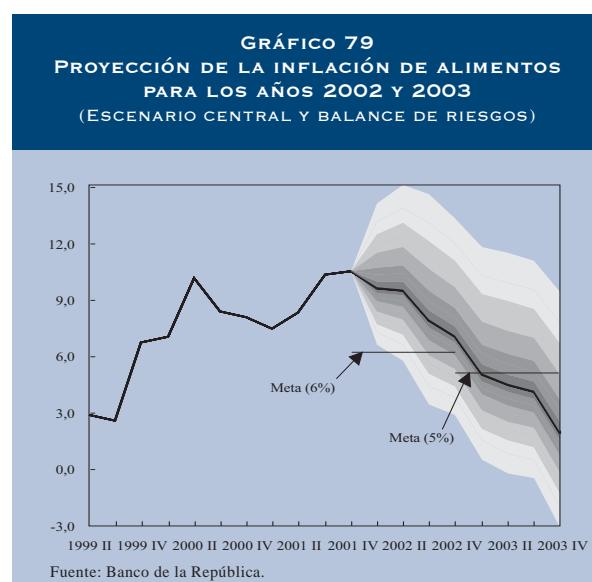
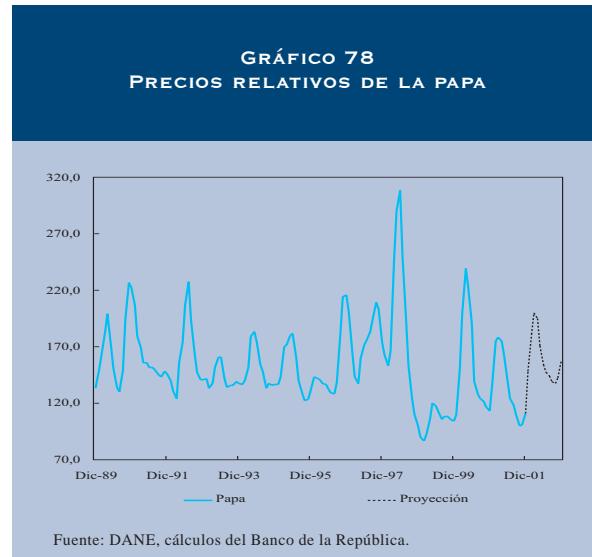
En cuanto a supuestos más específicos, el cambio más importante efectuado en este informe frente al de septiembre, tiene que ver con el clima. En la actualidad se ha descartado la aparición de un fenómeno de “El Niño” durante la primera mitad del presente año. Tres meses atrás se daba algún margen de probabilidad a la presencia de dicho fenómeno a partir diciembre de 2001 y hasta mediados de 2002. Sin embargo, de acuerdo con diferentes organismos encargados de la proyección del clima, el nivel normal de lluvias que se observó en los dos últimos meses del año descarta su presencia, al menos por un tiempo, y se cree que de presentarse, esto no sucedería antes de finalizar

2002. En este caso, sus efectos tendrían lugar con más fuerza durante la primera mitad de 2003. En vista de lo anterior, los pronósticos que se presentan más adelante suponen la presencia de “El Niño” en 2003 con una probabilidad pequeña (25%). Ello se traduciría en una reducción moderada en el nivel de lluvias durante el primer trimestre de ese año, en una disminución de la oferta agrícola de esos meses y en un aumento de los precios de los alimentos en los meses siguientes.

Si bien el fenómeno de “El Niño” no jugará un papel importante en la determinación de los precios agrícolas, en la primera mitad de 2002, todavía se estiman presiones inflacionarias provenientes de los precios de los alimentos. En primer lugar, en este informe se mantiene el supuesto de un repunte en el precio de la carne como resultado de la continuación de la fase de retención del ciclo ganadero. Este repunte, sin embargo, deberá ser de menor intensidad comparado con el que se presentó en 2001 y habrá de concentrarse en la primera mitad del año. A partir del segundo semestre, el precio debería gozar de mayor estabilidad y en 2003, inclusive, podría disminuir gracias a que se espera una recuperación de la oferta al entrar la nueva fase de liquidación ganadera. Esto favorecería la reducción de inflación al consumidor en ese año.

En segundo lugar, para comienzos de 2002 se esperan presiones inflacionarias originadas en importantes incrementos del precio de la papa. Estos incrementos, que ya se empezaron a manifestar a finales de diciembre de 2001, serían el reflejo de los muy bajos precios que se observaron a lo largo de este año y que desestimularon las siembras del segundo semestre de 2001 (Gráfico 78). Para el segundo semestre de 2002, sin embargo, el precio de la papa debería retroceder siguiendo el comportamiento normal en este tipo de productos agrícolas, ayudando así a disminuir la inflación.

El incremento del precio de la carne y la papa para 2002 y la eventual aparición de “El Niño” en 2003 se incorporan como supuestos en el modelo satélite de los precios de los alimentos, cuyos resultados se presentan en el Gráfico 79. La senda central de es-



Período	90%						
	50%	20%	Central	90%	50%	20%	Central
Dic-01	10,4	10,4	10,4	10,4	10,4	10,4	10,4
Mar-02	6,5	8,3	9,0	9,5	10,2	11,4	14,1
Jun-02	5,7	7,9	8,8	9,4	10,3	11,7	15,0
Sep-02	3,3	5,9	7,1	7,8	8,9	10,6	14,5
Dic-02	2,7	5,2	6,3	7,0	8,0	9,6	13,3
Mar-03	0,4	3,0	4,2	4,9	6,0	7,7	11,7
Jun-03	(0,3)	2,4	3,6	4,4	5,5	7,3	11,4
Sep-03	(0,6)	2,1	3,3	4,0	5,1	6,9	11,0
Dic-03	(3,2)	(0,3)	1,0	1,8	3,0	4,9	9,3

tos pronósticos señala que la inflación anual de los alimentos se mantendrá en niveles altos durante los dos primeros trimestres de 2002. A partir del tercer trimestre, la inflación de alimentos debe empezar a ceder, para terminar el cuarto en 7,0% en promedio. La tendencia descendente de la inflación de alimentos continuaría durante todo el año 2003, como consecuencia de la reducción de los precios de la carne, principalmente.

En general, los riesgos de incumplir la meta de inflación en 2002 se encuentran concentrados en factores de oferta. Por su parte, el crecimiento del producto podría ser menor que el supuesto en los ejercicios de pronóstico si la situación de violencia y la incertidumbre asociada al proceso electoral afectan negativamente la inversión y el consumo; si las entradas de capital son menores que las implícitas en los ejercicios de programación; o si, en general, la situación económica de los principales socios comerciales se mantiene débil o se deteriora. Para 2003 la economía se supone estará funcionando más cerca de su nivel de capacidad potencial, con lo cual este mecanismo de desinflación operará con menor intensidad que en los últimos años. Adicionalmente, existe el riesgo de un mayor ritmo de devaluación dependiendo de la financiación externa del gobierno, del comportamiento del bolívar venezolano y del comportamiento de las exportaciones de petróleo, entre otras. La situación de violencia, el comportamiento de los flujos de capital y la tasa de cambio, la continuación del proceso de reformas estructurales y el contexto internacional determinarán en gran medida la existencia de la aceleración del crecimiento supuesta para ese año en este ejercicio.

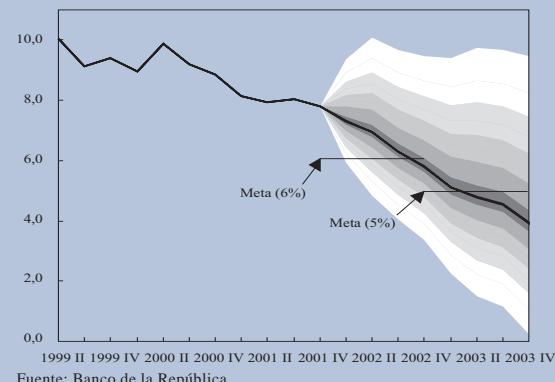
B. LAS PROYECCIONES DE INFLACIÓN

Al igual que en septiembre, el actual ejercicio de proyección de la inflación indica que la meta del 6% para 2002 puede cumplirse. Así mismo, el pronóstico para 2003 muestra una reducción continua de la inflación por debajo de este nivel, lo que sugiere que

la economía podría alcanzar una situación de virtual estabilidad en el nivel de precios en un futuro no lejano.

En el Gráfico 80 se presenta la senda central de inflación pronosticada con base en el modelo de mecanismos de transmisión (MMT) del Banco de la República, acompañada del balance de riesgos. Para el promedio del cuarto trimestre, el pronóstico central de inflación es de 5,8%, ligeramente mayor que el obtenido en el informe de septiembre. Frente al ejercicio efectuado en este último mes, la senda central actual sugiere una inflación un poco mayor en los dos primeros trimestres del año, lo que obedece, en parte, al mayor repunte esperado en el precio de algunos alimentos (especialmente la papa) en estos meses. Para 2003 se prevé nuevamente una reducción sostenida de la inflación, hasta alcanzar 3,9% el

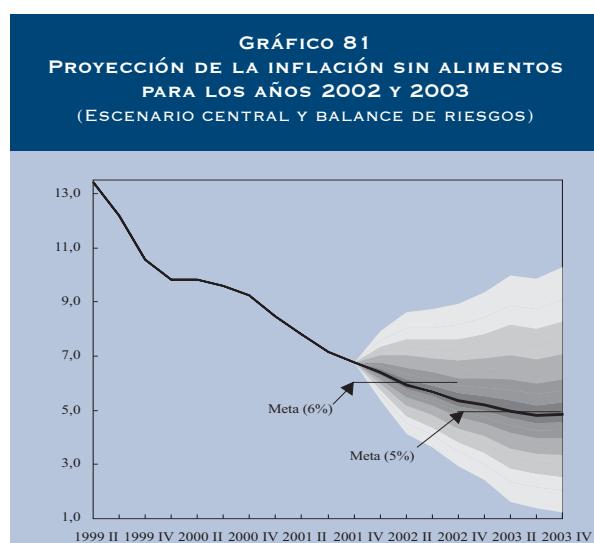
GRÁFICO 80
PROYECCIÓN DE LA INFLACIÓN AL CONSUMIDOR
PARA LOS AÑOS 2002 Y 2003
(ESCUENARIO CENTRAL Y BALANCE DE RIESGOS)



Fuente: Banco de la República.

Período	90% 50% 20%						
	Central						
Dic-01	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8
Mar-02	5,9	6,7	7,1	7,3	7,6	8,2	9,4
Jun-02	4,9	6,1	6,6	6,9	7,4	8,2	10,1
Sep-02	4,0	5,4	5,9	6,3	6,8	7,7	9,7
Dic-02	3,4	4,8	5,4	5,8	6,4	7,3	9,5
Mar-03	2,2	3,9	4,7	5,1	5,8	6,9	9,4
Jun-03	1,5	3,4	4,3	4,8	5,6	6,8	9,7
Sep-03	1,1	3,1	4,0	4,6	5,4	6,7	9,7
Dic-03	0,2	2,4	3,4	3,9	4,8	6,2	9,5

cuarto trimestre de ese año, en promedio. Al igual que en el informe de septiembre, el balance de riesgos sigue estando sesgado hacia arriba como consecuencia de los riesgos cambiarios, de una inflación de alimentos más alta que la prevista y en vista de que la metodología de combinación de pronósticos de otros modelos del Banco de la República arroja un resultado mayor para diciembre de 2002 (de 6,4%) que la senda central del MMT.

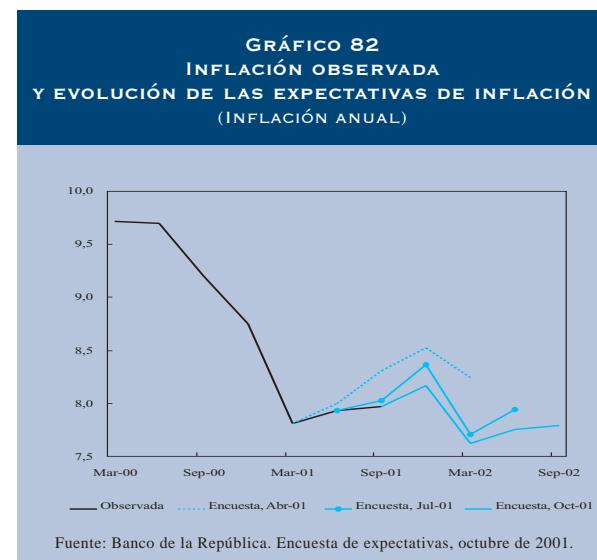


Fuente: Banco de la República.

Período	90%						
	50%			20%			
	Central						
Dic-01	6,8						
Mar-02	5,4	6,0	6,2	6,4	6,6	7,0	7,9
Jun-02	4,1	5,2	5,6	5,9	6,4	7,0	8,6
Sep-02	3,6	4,8	5,4	5,7	6,2	6,9	8,7
Dic-02	2,9	4,3	5,0	5,3	5,9	6,8	9,0
Mar-03	2,4	4,0	4,7	5,2	5,8	6,9	9,3
Jun-03	1,6	3,6	4,4	5,0	5,8	7,0	10,0
Sep-03	1,4	3,4	4,3	4,8	5,6	6,9	9,9
Dic-03	1,2	3,4	4,3	4,8	5,7	7,1	10,3

En cuanto a la proyección de la inflación sin alimentos (inflación básica), de acuerdo con la senda central se situaría en 5,3% en el cuarto trimestre de 2002 y en 4,8%, en el cuarto trimestre de 2003 (Gráfico 81). Al igual que en los últimos años, la importante reducción de la inflación básica en los próximos dos años será posible gracias a la persistencia de la brecha negativa del producto.

Las expectativas de inflación, según las mide la encuesta trimestral del Banco de la República, siguieron disminuyendo en el cuarto trimestre de 2001, lo cual favorece el logro de la meta de inflación del 6% para 2002, en la medida en que disminuye la magnitud de indexación de precios y salarios en este año. En el Gráfico 82 se observa cómo en la encuesta de octubre, las expectativas de inflación a los diferentes horizontes se sitúan por debajo de las expectativas medidas por las encuestas anteriores y en niveles inferiores al 8%. Finalmente, los analistas locales proyectan una tasa de inflación promedio de 6,9% para 2002, mientras que los analistas internacionales prevén que ésta se situará, en igual período, alrededor de 7,0%.



Fuente: Banco de la República. Encuesta de expectativas, octubre de 2001.

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. Debe tenerse en cuenta que varios de los analistas reseñados a continuación, no habían tenido en cuenta la cifra oficial de inflación para 2001.

Proyecciones para 2002

En el Cuadro 1, se detallan las proyecciones realizadas para el año 2002. Los cambios más importantes en los pronósticos de analistas locales y extranjeros en el último trimestre corresponden al crecimiento y la inflación. En términos generales, el crecimiento previsto para todo el año 2002 disminuyó a diciembre con relación al que se había reportado en septiembre. En la actualidad el crecimiento esperado por los analistas locales es de 2,1%, 0,7 puntos porcentuales menor que el de septiembre. Por su parte, los analistas extranjeros prevén un crecimiento de 2,6%, menor en 0,8 puntos porcentuales que el de hace tres meses.

El menor optimismo en materia de crecimiento contrasta con el mayor optimismo respecto al desempeño de la inflación. Tanto analistas locales como externos redujeron sus pronósticos de inflación de manera importante y ahora prevén, para 2002, tasas de 6,9% y 7,0%, respectivamente. De esta manera, los pronósticos de inflación fueron 0,8 puntos porcentuales inferiores a los de hace tres meses. Vale la pena destacar que esta reducción en los pronósticos la hicieron los analistas antes de conocer la cifra definitiva de inflación del año 2001.

Respecto a la tasa de cambio nominal, los analistas locales esperan que el dólar se sitúe a finales del año en \$2.512, por debajo de lo que esperaban hace un trimestre, mientras que los

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 Cta. Cte. (% del PIB)	Tasa de desempleo %
Analistas locales							
Revista Dinero	14-Dic-01	1,8	7,0	2.609	12,0	(3,0) (3,1)	18,0
Suvalor-Corfinsura	17-Dic-01	2,1	6,7	2.456	12,2	(3,0) (2,8)	n. d.
ANIF	15-Ene-02	2,0	7,0	2.474	12,0	(3,0) (3,2)	16,5
Fedesarrollo	17-Dic-01	2,5	7,0	2.509	12,5	(3,4) (3,7)	16,7
Promedio		2,1	6,9	2.512	12,2	(3,1) (3,2)	17,1
Analistas externos 1/							
Goldman Sachs	20-Dic-01	2,0	7,0	2.445	(3,5)	(2,7)	
IDEA global	17-Oct-01	3,7	6,0	2.602	(1,9)	(2,6)	
J. P. Morgan	6-Dic-01	2,7	7,0	n.d.	(2,2)	(1,3)	
ABN Amro Bank	12-Dic-01	2,2	8,0	2.547	(3,0)	(1,2)	
Salomón Smith Barney	4-Dic-01	2,3	7,3	2.630	(2,9)	(3,3)	
Deutsche Bank	6-Dic-01	1,8	6,0	2.450	(3,7)	(3,3)	
Morgan Stanley	1-Mar-01	3,5	9,0	2.559	(2,5)	(2,3)	
Merrill Lynch	14-Dic-01	3,7	8,0	2.550	(2,3)	(2,1)	
Promedio		2,6	7,0	2.537		(2,6) (2,3)	

n. d. No disponible.

1/ Informe, ¿Cómo nos ven afuera?, SMR, 21 de diciembre de 2001.

Fuente:

analistas externos prevén que esté en \$2.537, también menor que lo esperado en el trimestre anterior. Estos valores corresponden a devaluaciones a fin de año de 9,2% y 10,2%, respectivamente.

En materia de tasas de interés, los analistas locales disminuyeron sus pronósticos de manera importante y en consonancia con la reducción de las tasas de interés pasivas durante los últimos tres meses. En la actualidad prevén que la DTF se sitúe alrededor de 12,2% para el fin de año.

Finalmente, los analistas proyectan que el déficit fiscal para 2002 se sitúe entre -2,6% y -3,1%, sin presentar cambios respecto a los pronósticos anteriores. Vale la pena resaltar que el pronóstico de los analistas externos es más acorde con la meta fiscal acordada con el FMI.

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 enero de 2002.