



INFORME SOBRE INFLACIÓN
DICIEMBRE DE 2000

BANCO DE LA REPÚBLICA

PRESENTACIÓN, RESUMEN Y CONCLUSIONES

✕ La inflación al consumidor, medida como la variación anual del Índice de Precios al Consumidor (IPC), en el año 2000 fue de 8,7%, inferior en 0,1 y 0,5 puntos porcentuales con respecto a la registrada en noviembre de 2000 y diciembre de 1999, respectivamente. Con el registro de inflación de diciembre se completaron 20 meses consecutivos con una inflación anual igual o inferior a 10,0% y dos años seguidos con una de un dígito, evento sin precedentes en las últimas tres décadas. Durante el cuarto trimestre, la inflación conservó la tendencia decreciente que exhibe prácticamente sin interrupción desde mediados de año y para diciembre se situó 0,5 puntos porcentuales por debajo de la registrada en septiembre.

✕ La caída de la inflación en medio punto porcentual entre 1999 y el año 2000 es consecuencia de menores incrementos que los observados un año atrás en los grupos de salud, cuyo crecimiento pasó de 15,1% en diciembre de 1999 a 10,3% en igual mes de 2000, vivienda de 5,8% a 4,9%, transporte de 18,7% a 16,2%, educación de 10,2% a 9,9% y alimentos de 7,5% a 7,4%. El único grupo de la canasta familiar que registró una mayor tasa de crecimiento anual de precios fue vestuario, el cual pasó de 3,1% en diciembre de 1999 a 3,6% en igual mes de 2000. Los factores que más presionaron al alza los precios al consumidor durante 2000 fueron el incremento en el precio internacional de los combustibles, el desmonte de los subsidios de los servicios públicos y la devaluación.

✕ Los rubros de la canasta del IPC con mayor contribución a la inflación de 2000 fueron los servicios bancarios (con una variación anual de precios de 22,3%), teléfono residencial (27,5%), combustibles (30,3%) y pasaje en bus (17,2%). Estos servicios en conjunto explicaron en 22,4% la inflación de 2000. Vehículos, con un crecimiento anual de precios de 17,2%, fue el otro producto de la canasta con una alta contribución a la inflación de 2000, equivalente al 5,9%.

✕ En la clasificación alterna del IPC, los precios de los bienes transables registraron una variación anual en diciembre (10,2%) inferior a la observada tres meses atrás (10,7%) y a la de diciembre de 1999 (12,2%). De otro lado, los precios de los bienes no transables registraron una variación anual en diciembre de 2000 (7,8%) inferior a la de septiembre (8,3%) y levemente superior a la de un año atrás (7,5%). La mayor variación anual de precios de los bienes transables frente a la inflación total a lo largo del año obedece en parte a la devaluación registrada en este período, tal y como lo señala el importante repunte en precios de bienes intensivos en insumos importados como los medicamentos (14,6%).

✕ A juzgar por el comportamiento de las medidas de inflación básica, durante el año 2000 no se presentaron importantes presiones inflacionarias de demanda. La inflación básica, medida como

un promedio de los cuatro indicadores (8,0%), experimentó una caída de 1,1 puntos con respecto al registro de diciembre de 1999 (9,1%) y de 0,4 puntos porcentuales frente al registro de septiembre de 2000 (8,3%). Una tendencia similar se observa cuando se analiza el promedio de los indicadores excluido el más volátil (media asimétrica). Ningún indicador superó la meta de inflación y tan sólo el IPC sin alimentos (9,3%) superó la inflación observada.

✠ La inflación anual del productor, medida como la variación anual del Índice de Precios del Productor (IPP) fue de 11,0%, 1,9 y 1,7 puntos porcentuales inferior a la de septiembre de 2000 y diciembre de 1999, respectivamente. De acuerdo con la clasificación por procedencia, el descenso de la inflación del IPP con respecto a diciembre de 1999 se explicó básicamente por el grupo de importados, cuyo crecimiento se moderó en 3,6 puntos porcentuales entre diciembre de 1999 (16,1%) y diciembre de 2000 (12,5%). En la clasificación por origen industrial la reducción de la inflación del productor es consecuencia de los precios de la agricultura, cuyo crecimiento anual pasó de 11,7% en diciembre de 1999 a 6,0% en diciembre de 2000.

✠ La proyección de la inflación básica promedio mediante los cuatro indicadores para diciembre de 2001 es en la actualidad de 7,0%. Si se excluye la media asimétrica, cuyo comportamiento fue volátil a lo largo del año 2000, el promedio proyectado para finales de 2001 es de 7,9%.

✠ Con base en el comportamiento de diversos indicadores de actividad sectorial puede esperarse que el crecimiento durante el cuarto trimestre de 2000 no difiera mucho del observado en el resto del año. De esta forma, la tasa de crecimiento de la economía colombiana para la totalidad del año 2000 debe acercarse a la proyección del 3,0% establecida por el gobierno. Para los primeros meses de 2001 tampoco se prevén cambios importantes en las tendencias de crecimiento de la economía, dado el comportamiento todavía satisfactorio de variables como pedidos y existencias de la industria, de las expectativas de corto y mediano plazo de empresarios sobre la situación económica y de los actuales niveles de las tasas de interés. El crecimiento de este año ha permitido la recuperación de los indicadores de utilización de capacidad, los cuales se situaron durante el cuarto trimestre ligeramente por encima de sus valores históricos promedio por primera vez desde comienzos de 1998. Sin embargo, la alta tasa de desempleo, y los bajos niveles de producción de la industria en algunas ramas, no indican presiones inflacionarias importantes para los primeros meses de 2001. Debe llamarse la atención sobre los bajos niveles de inversión que han caracterizado a la economía colombiana desde 1996, lo cual se ha traducido en bajos crecimientos de la capacidad productiva a futuro.

✠ Al finalizar el cuarto trimestre, el promedio de orden 20 de la base monetaria se situó 0,5% por encima del promedio móvil de la línea de referencia, en tanto que el promedio de orden 45 se situó sobre esta línea. Para diciembre, la cartera del sistema financiero nominal y real se contrajo a tasas ligeramente mayores que las de finales del tercer trimestre. Sin embargo, al igual que sucedió en trimestres anteriores, durante el cuarto trimestre la cartera neta nominal de las entidades financieras privadas no hipotecarias siguió exhibiendo una tasa de crecimiento anual positiva, siendo a diciembre del 5,9%, ligeramente superior a la de finales del tercer trimestre (3,3%). De igual modo, cuando se tienen en cuenta los retiros de cartera de los balances efectuados por los intermediarios en el último año y medio, la cartera bruta así ajustada para todo el sistema financiero muestra un crecimiento anual de 2,5%, según la última información disponible a noviembre.

✕ Respecto a las tasas de interés, en diciembre el nivel promedio de la tasa nominal pasiva fue de 13,3%, mayor en 0,3 puntos porcentuales que el registrado en septiembre, en tanto que el nivel de la tasa nominal activa fue de 29,4%, 0,5 puntos porcentuales mayor que el observado hace tres meses. En diciembre, las tasas reales pasiva y activa se situaron en 4,2% y 19,0% respectivamente, siendo estos niveles superiores en 0,7 y 0,5 puntos porcentuales a los de septiembre. Por último, las tasas de interés nominal y real interbancaria fueron de 12,2% y 3,2% en promedio para diciembre.

✕ Durante el cuarto trimestre de 2000 la Junta Directiva del Banco de la República mantuvo inalterados los lineamientos básicos de la política monetaria, lo cual aseguró el cumplimiento de la meta de inflación del 10,0%, en un ambiente de recuperación económica. En diciembre se tomó la decisión -efectiva a partir de enero de 2001- de reducir la amplitud de la franja de intervención con el propósito de disminuir la volatilidad de la tasa de interés. De esta forma, se redujo la tasa Lombarda de expansión del 17,0% al 16,0% y se incrementó la tasa de contracción del 7,0% al 8,5%, al tiempo que se mantuvo inalteradas las tasas de contracción y expansión a través de subasta en 11,0% y 12,0%, respectivamente.

✕ Con el cumplimiento de la meta de inflación en 2000, la economía colombiana se posiciona firmemente dentro del grupo de países de inflación de un dígito. La reducción en el ritmo de inflación durante este año es un hecho especialmente destacable si se tiene en cuenta que se ha dado en el contexto de una recuperación económica. Los resultados alcanzados en el año 2000 generan un ambiente propicio para obtener una tasa de inflación no superior al 8,0% en 2001 y para consolidar la recuperación económica. Dado que el análisis y los pronósticos presentados en este Informe sugieren que en las actuales circunstancias es factible alcanzar la meta de inflación del 8,0%, la Junta Directiva del Banco de la República no considera necesario realizar modificaciones adicionales a las tasas de interés de intervención que rigen la política monetaria actual.

La Junta Directiva,

Presidente

Juan Manuel Santos Calderón

Ministro de Hacienda y Crédito Público

Directores

Sergio Clavijo Vergara

Luis Bernardo Flórez Enciso

Antonio Hernández Gamarra

Salomón Kalmanovitz Krauter

Leonardo Villar Gómez

Gerente General

Miguel Urrutia Montoya

INFORME SOBRE INFLACIÓN
DICIEMBRE DE 2000

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

SUBGERENCIA DE ESTUDIOS ECONÓMICOS

Hernando Vargas Herrera

Subgerente

UNIDAD DE PROGRAMACIÓN E INFLACIÓN

Jorge Hernán Toro Córdoba

Director

SECCIÓN DE INFLACIÓN

Adolfo León Cobo Serna

Jefe

Jeanneth Rocío Betancourt García

Édgar Caicedo García

Daniel Mejía Londoño

Luis Fernando Melo Velandia

Rocío Clara A. Mora Quiñones

Jorge Enrique Ramos Forero

Norberto Rodríguez Niño

CONTENIDO

I.	ÍNDICES DE PRECIOS	11
	A. ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR	11
	B. ÍNDICE DE PRECIOS DEL PRODUCTOR	17
II.	DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN	18
	A. AGREGADOS MONETARIOS, TASAS DE INTERÉS Y TIPO DE CAMBIO	18
	B. OFERTA Y DEMANDA	27
	C. SALARIOS Y EMPLEO	32
	D. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA	36
	E. SITUACIÓN FISCAL	36
III.	MEDIDORES DE EXPECTATIVAS	42
	A. PRINCIPALES RESULTADOS	42
	B. PROYECCIONES DE BANCOS DE INVERSIÓN Y FIRMAS CALIFICADORAS DE RIESGO	46
IV.	CONTEXTO INTERNACIONAL	48
	A. ASPECTOS GENERALES	48
	B. PRECIOS DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS	52
	C. PANORAMA FINANCIERO	55
V.	PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN	56
	A. PRONÓSTICOS PARA LOS AÑOS 2001 Y 2002, CON BASE EN DISTINTOS MODELOS	56
	B. RIESGOS PARA 2001	57

ÍNDICES DE PRECIOS

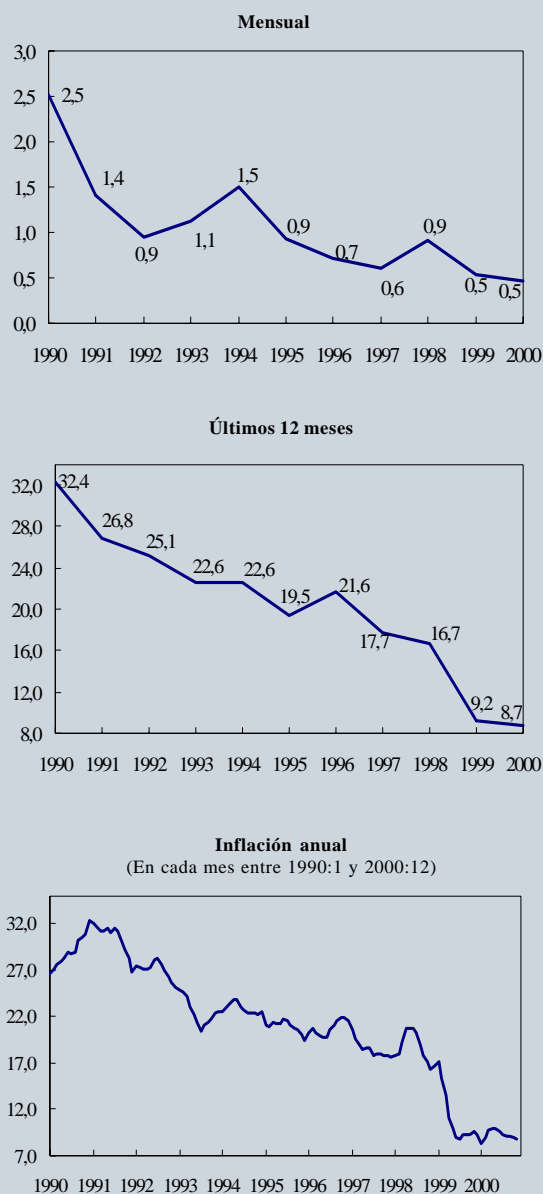
A. ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR

1. Comportamiento general

Para diciembre de 2000, la inflación medida como la variación anual del Índice de Precios al Consumidor (IPC), fue de 8,7%. Este nivel resultó inferior en 1,3 puntos porcentuales a la meta de inflación establecida para el año 2000, e inferior en 0,5 puntos porcentuales a los registros de diciembre de 1999 (9,2%) y septiembre de 2000 (9,2%) (Gráfico 1 y Cuadro 1). Con diciembre se completaron 20 meses consecutivos de una inflación anual igual o inferior a 10,0%, siendo el año 2000 el segundo consecutivo en exhibir una inflación de un dígito, evento que no se repetía desde 1969 (8,6%) y 1970 (6,6%). La inflación durante el cuarto trimestre de 2000 (0,9%) fue un poco superior a la del tercer trimestre (0,7%), pero inferior a la registrada en el cuarto trimestre de 1999 (1,4%). La inflación en el mes de diciembre (0,47%), por su parte, registró un nivel similar a la de diciembre del año pasado (0,52%).

En el año 2000 la inflación presentó un repunte importante en el primer trimestre, la cual pasó de 8,2% en enero a 9,7% en marzo. Como se ha mencionado en informes anteriores, esto obedeció principalmente a un fuerte crecimiento de los precios agrícolas, pero también a los ajustes en los precios internos de los combustibles durante febrero y marzo, a la actualización de tarifas y desmonte de subsidios en los servicios públicos y al incremento en los precios de los servicios financieros. Por el contrario, en el segundo trimestre la inflación anual se mantuvo estable en niveles cercanos al 10,0% y desde comienzos

GRÁFICO 1
ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR
(VARIACIONES PORCENTUALES A DICIEMBRE)



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

CUADRO 1
INDICADORES DE INFLACIÓN
(VARIACIONES PORCENTUALES A DICIEMBRE DE 2000)

	Mensual			Anual		
	1998	1999	2000	1998	1999	2000
I. IPC	0,9	0,5	0,5	16,7	9,2	8,7
Alimentos	0,5	1,0	0,4	15,7	7,5	7,4
Vivienda	1,6	0,3	0,2	16,6	5,8	4,9
Vestuario	0,5	0,2	0,5	7,8	3,1	3,6
Salud	0,6	0,2	0,4	20,6	15,1	10,3
Educación 1/	(0,9)	0,0	0,6	17,3	10,2	9,9
Transporte	1,2	0,9	0,4	20,2	18,7	16,2
Gastos varios	1,0	0,3	1,0	20,2	16,1	15,2
II. Inflación básica 2/	1,1	0,3	0,5	16,9	9,1	8,0
IPC sin alimentos 3/	1,1	0,3	0,5	17,1	10,0	9,3
Núcleo 4/				16,6	9,8	8,5
Media truncada 5/				17,2	8,8	7,8
Media asimétrica 6/				16,5	7,9	6,3
III. IPP	0,2	0,6	0,6	13,5	12,7	11,0
Según uso o destino económico						
Consumo intermedio	(0,1)	0,9	0,8	12,2	12,4	10,9
Consumo final	0,4	0,9	0,4	15,2	12,4	10,8
Bienes de capital	0,2	(1,0)	0,5	14,5	15,8	10,8
Materiales de construcción	0,7	0,1	1,1	12,4	14,3	12,9
Según procedencia						
Producidos y consumidos	0,2	1,1	0,5	13,6	11,6	10,6
Importados	(0,3)	(0,9)	1,0	12,6	16,1	12,5
Exportados 7/	(0,7)	0,9	(1,8)	4,3	26,7	6,4
Según origen industrial (CIIU)						
Agric., Silvic. y pesca	(0,4)	2,6	0,0	10,0	11,7	6,0
Minería	(2,4)	0,5	(0,5)	(8,2)	31,1	27,3
Industria manufacturera	0,4	0,1	0,8	15,5	12,7	11,9

1/ A partir de enero de 1999, por aplicación de la nueva metodología del IPC, este grupo se dividió en educación y en cultura y esparcimiento. Para el seguimiento de precios, se optó por unirlos en un solo grupo.

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

3/ Se excluye del IPC total todos los items del grupo alimentos.

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

5/ Corresponde a la media ponderada truncada al 5,0% en cada cola, calculada con metodología IPC-60. Al respecto, véase Melo, Luis Fernando, et al., "Un análisis de las medidas de inflación básica para Colombia", mimeo 1997, Banco de la República.

6/ Corresponde a la media asimétrica truncada al 15,0% en la cola izquierda y 13,0% en la cola derecha, calculada con la metodología IPC-60.

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

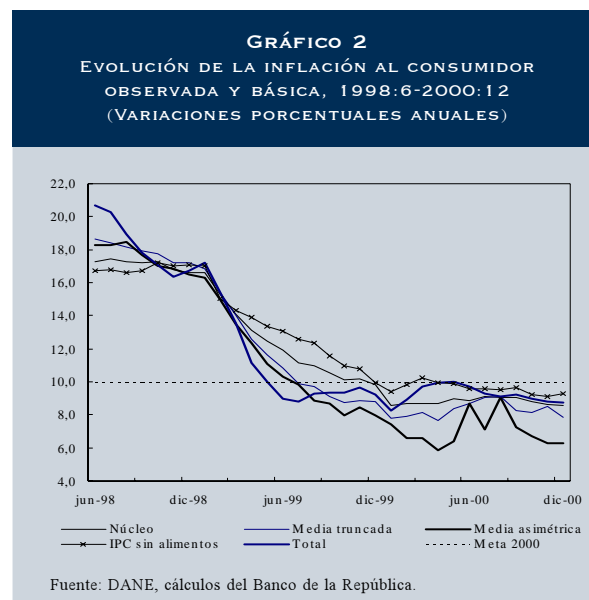
Fuente: Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos (SGEE), Tabulados de IPP, IPC y DANE.

del tercer trimestre mantuvo una tendencia decreciente que la llevó al 8,7% en diciembre. El continuo descenso de la inflación durante el segundo semestre del año estuvo liderado por los grupos de alimentos y transporte, cuya caída en las variaciones anuales de precios entre junio y diciembre de este año fue de 2,5 y 2,2 puntos porcentuales, respectivamente. En el caso de alimentos las menores variaciones en precios a partir de julio fueron el resultado de la salida de buenas cosechas durante el tercer trimestre, en tanto que en el caso de transporte esto se debió al congelamiento del precio interno de la gasolina durante dos de los seis meses del segundo semestre.

Las medidas de inflación básica calculadas por el Banco de la República a lo largo del año 2000 mostraron dos claros comportamientos. El primero corresponde a la relativa estabilidad mantenida durante el año por el núcleo 20 y el IPC sin alimentos. El segundo comportamiento recae en la media trunca y asimétrica, indicadores que se caracterizaron por presentar una trayectoria volátil en este año (Gráfico 2)¹. Como se mencionó en los anteriores informes, este último indicador mostró bruscos cambios durante el año, debido a que, por construcción metodológica, los arriendos se incorporaban en algunos meses al cálculo del indicador y en otros meses se excluían de él.

La inflación básica medida como un promedio de los cuatro indicadores señalados (8,0%) experimentó una caída con respecto al tercer trimestre (8,5%) y con relación al registro de diciembre de 1999 (9,1%) (Cuadro 1). Si tomamos como representativo el promedio de los tres indicadores que adolecen de alta volatilidad (IPC sin alimentos, núcleo y media trunca), la inflación básica en 2000 (8,6%), muestra una caída de 0,4 puntos porcentuales con respecto al promedio de septiembre (9,0%) y de 0,9

¹ Para una exposición detallada de los criterios de selección de estos indicadores de inflación básica, véase el documento elaborado por la Subgerencia de Estudios Económicos: "Evaluación de indicadores de inflación básica en Colombia: 1989-1998", revista *Ensayos sobre política económica*, No. 34, diciembre de 1998, Banco de la República.



puntos porcentuales con relación a diciembre de 1999 (9,5%). Al finalizar el año 2000, ninguno de los indicadores de inflación básica superó la meta de inflación y tan sólo el IPC sin alimentos desbordó el registro de inflación observada.

Las ciudades de Cúcuta y Pasto, ambas con un registro de 10,5%, fueron las áreas urbanas que experimentaron el mayor crecimiento anual de precios en el año 2000. A estas la siguieron Montería (9,8%) y Bucaramanga (9,6%). Por el contrario, las áreas urbanas con menor inflación fueron Villavicencio (7,8%), Cali (8,1%) y Barranquilla (8,1%) (Cuadro 2).

2. Comportamiento de los principales componentes

El fenómeno inflacionario en el largo plazo es reflejo de un exceso sostenido de demanda agregada que puede ser inducido por un elevado crecimiento en la oferta de dinero en la economía. Es por ello, que el control de los excesos de liquidez de la economía por parte de la autoridad monetaria es un requisito para lograr la estabilidad de precios. No obstante, en el corto plazo se presentan ajustes en los precios relativos que suelen cambiar transitoriamente la dinámica de largo plazo de la inflación. A continuación se presenta una descripción de los principales ajustes en los precios relativos en IPC.

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

	Mensual			Año corrido			Anual		
	1998	1999	2000	1998	1999	2000	1998	1999	2000
Total	0,9	0,5	0,5	16,7	9,2	8,8	16,7	9,2	8,7
Bogotá	1,2	0,4	0,5	16,9	9,2	8,9	16,9	9,2	8,9
Medellín	0,6	0,9	0,5	17,2	10,0	8,2	17,2	10,0	8,7
Cali	0,7	0,3	0,3	14,4	7,5	8,1	14,4	7,5	8,1
Barranquilla	1,0	0,7	0,4	17,0	9,7	8,1	17,0	9,7	8,1
Bucaramanga	0,4	0,5	0,4	15,0	10,1	9,6	15,0	10,1	9,6
Manizales	0,3	0,8	0,3	15,7	10,3	8,3	15,7	10,3	8,3
Pasto	1,1	0,1	0,5	18,0	10,9	10,5	18,0	10,9	10,5
Pereira	0,4	0,5	0,5	16,1	10,4	8,9	16,1	10,4	8,9
Cúcuta	0,9	0,9	0,3	20,4	10,0	10,5	20,4	10,0	10,5
Montería	0,6	0,6	(0,0)	18,9	8,6	9,8	18,9	8,6	9,8
Neiva	0,3	0,4	0,5	13,7	8,9	8,5	13,7	8,9	8,5
Cartagena	0,8	0,8	0,4	18,1	7,9	8,6	18,1	7,9	8,6
Villavicencio	0,1	0,5	0,1	15,8	8,0	7,8	15,8	8,0	7,8

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

La moderada inflación acumulada en el último trimestre del año 2000 (0,9%) fue el reflejo del menor ajuste en los precios del grupo vivienda (0,2%) y de la educación (0,3%), así como de un moderado crecimiento en los precios de los productos agrícolas (0,7%). De otra parte, los precios de la diversión y esparcimiento, acueducto, otras hortalizas y legumbres, vehículos y gaseosas y maltas, en conjunto, explicaron en cerca de 42,0% la inflación del cuarto trimestre (Cuadro 3).

El análisis del desempeño por grandes componentes de la canasta en el año 2000 muestra tres dinámicas diferentes. La primera se presentó en los precios de vestuario (3,6%) y vivienda (4,9%), cuyos crecimientos anuales fueron moderados y muy por debajo de la inflación observada. La segunda dinámica correspondió a los grupos que, como el transporte (16,2%) y gastos varios (15,2%), jalaron la inflación a lo largo del año con variaciones anuales de precios muy por encima de la inflación observada (Cuadro 1). En

el caso del transporte, esto se explica por los continuos ajustes en el precio interno de la gasolina y por la devaluación, y en el caso de gastos varios por el notable ajuste de las tarifas de los servicios financieros, cuyo crecimiento en 2000 superó el 22,0%. Por último, el resto de grupos como alimentos (7,4%), salud (10,3%) y educación (9,9%) mostraron crecimientos anuales de precios no muy diferentes del nivel exhibido por la inflación observada.

En el año completo, los rubros de la canasta del IPC que más contribuyeron a la inflación fueron los servicios. Precisamente, cuatro de los cinco items que más jalaron la inflación el año pasado fueron servicios como los bancarios (con un crecimiento anual de precios de 22,3%), teléfono residencial (27,5%), combustibles (30,3%) y pasaje en bus (17,2%). Estos servicios en conjunto explicaron el 22,4% de la inflación de 2000. Vehículos, con un crecimiento anual de precios de 17,2%, fue el otro producto de la canasta con una alta contribución (5,9%) a la inflación de 2000 (Cuadro 4).

CUADRO 3
RUBROS CON MAYOR CONTRIBUCIÓN A LA INFLACIÓN
(CUARTO TRIMESTRE DE 2000)

Descripción	Ponderaciones	Variación	Contribución	
			Puntos	Porcentaje
Total	100,0	0,9	0,9	100,0
Servicios relacionados con diversión	1,4	8,3	0,1	11,2
Acueducto, alcantarillado y aseo	1,3	5,3	0,1	8,8
Otras hortalizas y legumbres frescas	0,4	14,6	0,1	7,6
Vehículos	3,0	2,2	0,1	7,4
Gaseosas y maltas	1,0	6,6	0,1	7,1
Otros	92,9	0,6	0,5	57,9

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

CUADRO 4
RUBROS CON MAYOR CONTRIBUCIÓN A LA INFLACIÓN EN EL AÑO 2000

Descripción	Ponderaciones	Variación	Contribución	
			Puntos	Porcentaje
Total	100,0	8,7	8,7	100,0
Servicios bancarios	3,0	22,3	0,7	8,2
Vehículos	3,0	17,2	0,5	5,9
Teléfono residencial	1,4	27,5	0,5	5,3
Combustible	1,1	30,3	0,4	4,6
Pasaje en bus	1,9	17,2	0,4	4,3
Otros	89,7	7,1	6,3	71,7

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

3. Clasificación alterna: grupos aceleradores y desaceleradores de la inflación

En el Gráfico 3 se recoge la evolución anual de precios, de acuerdo con una clasificación alterna, la cual divide la canasta del IPC en bienes transables² y no transables (indexados³, flexibles⁴ y cíclicos⁵). De acuerdo con esta clasificación, el hecho más destacable se relaciona con la mayor variación de precios que siempre exhibieron los de transables frente a la inflación total a lo largo de todo 2000, lo cual guarda relación

con la devaluación registrada en este período. Aún así, durante el segundo semestre la inflación de este grupo

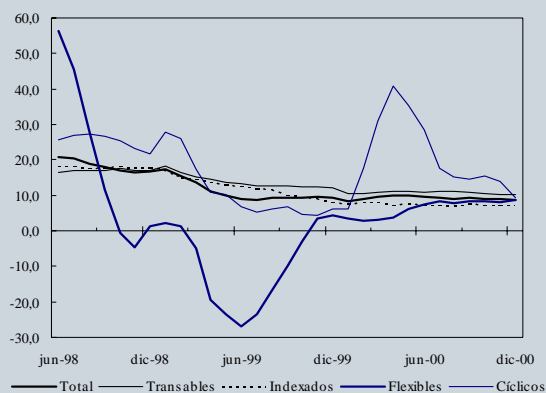
² Transables incluye textiles, calzado, tabaco, bebidas, cereales, lácteos, grasas, drogas, vehículos, electrodomésticos, etc.

³ Indexados corresponde a arrendamientos, combustibles, servicios públicos, educación, transporte y otros.

⁴ Flexibles compuestos por tubérculos, plátanos, hortalizas, legumbres y frutas.

⁵ Cíclicos incluye carnes y sus derivados.

GRÁFICO 3
EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN
BIENES TRANSABLES Y NO TRANSABLES
 1998:6-2000:12
 (VARIACIONES PORCENTUALES ANUALES)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

tendió a convergir hacia la inflación total y para diciembre (10,2%) se redujo en 0,5 puntos porcentuales con relación a la de septiembre y en 2,0 puntos porcentuales frente a la de diciembre de 1999.

Respecto al grupo de no transables, el subgrupo de flexibles (tubérculos, hortalizas y frutas), luego de un comienzo de año con significativos ajustes de precios, moderó su crecimiento para cerrar el año con una variación anual de 7,8% (Cuadro 5). El subgrupo de cíclicos (cárnicos), que durante el primer trimestre

había exhibido variaciones anuales de precios bajas, cercanas al 3,0%, repuntó notablemente en el segundo trimestre y cerró el año con un crecimiento de 8,7%, similar a la inflación observada. Por último, la variación anual de los precios del subgrupo de indexados, por su parte, permaneció durante todo el año por debajo de la inflación observada gracias al mínimo crecimiento del rubro arrendamientos (2,6%), comportamiento que logró compensar los notables incrementos en los servicios públicos (25,0%).

Siguiendo esta clasificación, la desaceleración de la inflación en 0,5 puntos porcentuales durante 2000 se explica fundamentalmente por la dinámica mostrada por los precios de los bienes y servicios del grupo transable, cuya contribución al cambio de la inflación entre 1999 y 2000 fue negativa (-0,6 puntos porcentuales), al pasar de crecer 12,2% en 1999 a 10,2% en 2000. Por su parte, el grupo de no transables, al repuntar su crecimiento en tan sólo 0,3 puntos porcentuales entre 1999 (7,5%) y 2000 (7,8%), contribuyó a acelerar la inflación en los últimos 12 meses en 0,1 puntos porcentuales. En este grupo los cíclicos fueron el subgrupo con mayor contribución a acelerar la inflación con 0,4 puntos porcentuales, dinámica contrarrestada por los indexados, cuya incidencia deflacionaria fue de -0,3 puntos porcentuales.

CUADRO 5
ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR, 1999-2000
 (A DICIEMBRE)

Descripción	Variación año completo		Contribución		Contribución a la aceleración (*)
	1999 (**)	2000	1999	2000	2000-1999 Puntos
Total	9,2	8,7	9,2	8,7	(0,5)
Transables	12,2	10,2	4,5	3,9	(0,6)
No transables	7,5	7,8	4,7	4,9	0,1
Indexados	8,2	7,6	4,1	3,7	(0,3)
Flexibles	6,3	9,3	0,3	0,4	0,1
Cíclicos	4,4	8,7	0,4	0,8	0,4

(*) La contribución a la desaceleración resulta de la diferencia de las contribuciones a la inflación de 1999 y 2000. Los cálculos aparentemente incorrectos son el resultado de las aproximaciones de las cifras.

(**) Los cálculos de este cuadro se realizaron utilizando en su totalidad la nueva canasta del DANE, a diferencia de los que se presentaron en informes anteriores. Fuente: Tabulados del DANE. Cálculos del Banco de la República, SGEE.

B. ÍNDICE DE PRECIOS DEL PRODUCTOR

La inflación anual del productor, medida como la variación anual del Índice de Precios del Productor (IPP), fue de 11,0%, 1,9 y 1,7 puntos porcentuales inferior a la de septiembre de 2000 (12,9%) y diciembre de 1999 (12,7%), respectivamente (Gráfico 4). En la evolución del IPP, a lo largo de este año, se distinguen dos períodos. En el primer semestre del año 2000 la inflación del productor repuntó al pasar de 12,7% en diciembre de 1999 a 15,6% en junio de 2000. Esta aceleración fue el reflejo del ajuste de precios de los bienes importados, los cuales pasaron de crecer 16,1% en diciembre de 1999 a 21,4% en junio de 2000. Durante todo el segundo semestre del año la inflación del productor se redujo notablemente. Este descenso lo explicó nuevamente el grupo de importados cuya variación anual se redujo en nueve puntos porcentuales entre junio (21,4%) y diciembre de 2000 (12,5%) (Cuadro 1).

En la clasificación por procedencia de los bienes, se destaca la caída en la variación anual en el IPP de los bienes producidos y consumidos, los cuales pasaron de crecer 13,1% en septiembre a 10,6% en diciembre. Por su parte, los bienes importados terminaron el cuarto trimestre (12,5%) con un registro similar al del tercer trimestre (12,4%). En la Clasificación CIIU, al finalizar el cuarto trimestre, todos los grupos del IPP moderaron su crecimiento con respecto al tercer trimestre. La mayor caída en la variación anual entre el tercero y cuarto trimestres del año se observó en la agricultura, silvicultura, caza y pesca, al pasar de 12,6% a 6,0%, siendo este grupo el único en cerrar el año con un crecimiento de precios por debajo de la inflación del productor. Por su parte, el

GRÁFICO 4
ÍNDICE DE PRECIOS DEL PRODUCTOR
(VARIACIONES PORCENTUALES A DICIEMBRE)



Fuente: Banco de la República, SGEE.

grupo de la minería registró crecimientos anuales de precios que superaron el 27,0%, mientras la industria (11,9%) registró variaciones cercanas a la inflación del productor promedio.

DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN

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

1. Agregados monetarios

El análisis del comportamiento de los agregados monetarios se realiza 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

La base monetaria al 29 de diciembre se situó en \$10.710 miles de millones (mm), con una tasa de crecimiento durante el año completo de 10,0%. Su promedio móvil de orden 20 finalizó 0,5% por encima del promedio móvil de la línea de referencia. Por otra parte, el promedio móvil de orden 45 se situó sobre el promedio móvil de la línea de referencia (Gráfico 5).

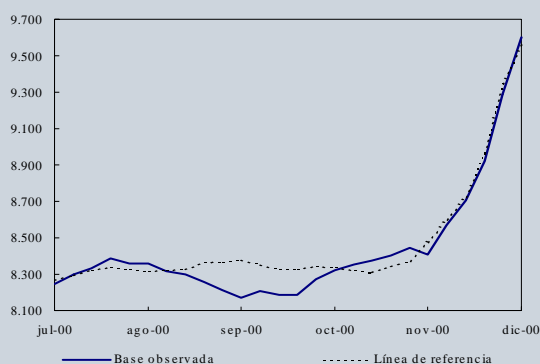
En diciembre, la tasa de crecimiento anual del saldo promedio de la base monetaria fue de 17,1%, 2,5 puntos porcentuales mayor que el crecimiento presentado en el mes de septiembre. Por usos de la base monetaria, su comportamiento se explica tanto por la aceleración de la reserva, que pasa de -1,9% a 0,7%, como por la aceleración del efectivo que pasa de 25,4% en septiembre a 26,7% en diciembre (Gráfico 6).

Medios de pago M1

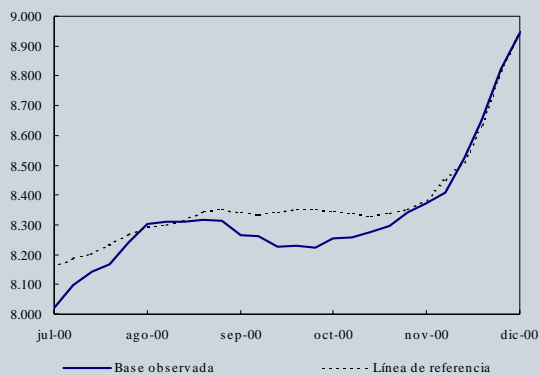
El saldo de M1 al 29 de diciembre cerró en \$16.769 mm con una variación anual de 30,4%. En este último mes, la tasa de crecimiento anual de su saldo

GRÁFICO 5
BASE MONETARIA Y LÍNEA DE REFERENCIA
(MILES DE MILLONES DE PESOS)

PROMEDIO MÓVIL DIARIO DE ORDEN 20



PROMEDIO MÓVIL DIARIO DE ORDEN 45



Fuente: Banco de la República, SGEE.

promedio fue menor que la registrada en septiembre al pasar de 34,7% a 32,0%. Este comportamiento resulta exclusivamente de un menor ritmo de crecimiento de las cuentas corrientes que pasaron de 43,1% en septiembre a 36,5% en diciembre, y se dio a pesar del incremento en la tasa de crecimiento del efectivo, ya comentado (Gráfico 7).

Agregado monetario ampliado (M3)⁶

El saldo del agregado monetario más amplio de liquidez, M3, se situó el 29 de diciembre en \$61.762 mm, con una tasa de crecimiento anual de 2,7% (Gráfico 8). La tasa de crecimiento anual de su saldo promedio mensual en diciembre fue mayor que la de septiembre, al pasar de 2,7% a 3,0%. Este incremento obedeció al mayor ritmo de crecimiento del efectivo, el cual compensó la caída en la tasa de crecimiento de los pasivos sujetos a encaje (PSE). Estos últimos pasaron de 0,8% en septiembre a 0,6% en diciembre. La tendencia descendente de los PSE se explica principalmente por la mayor tasa de contracción de las cuentas de ahorro, la cual pasó de -0,4% en septiembre a -6,7% en diciembre, y por el menor ritmo de crecimiento de las cuentas corrientes, ya comentado. Por el contrario, la tasa de contracción de los CDT en diciembre fue menor que la de septiembre, la cual pasó de -3,1% a -1,7% (gráficos 9 y 10).

Entre septiembre y diciembre el multiplicador monetario promedio de M3 se redujo de 7,105 a 6,121. Este comportamiento se asocia a los mayores coeficientes de efectivo y reserva, los cuales pasaron de 0,103 y 0,052 a 0,126 y 0,058, respectivamente (Gráfico 11).

Crédito

El saldo de la cartera neta total del sistema financiero, en monedas nacional y extranjera, ascendió el 29 de diciembre a \$46.161 mm con crecimiento de -8,4% anual. En moneda nacional, su tasa de crecimiento anual fue -7,4% y en moneda extranjera -19,1% cuando esta última se mide en pesos. La tasa de crecimiento anual de la cartera en moneda extranjera equivalente en dólares fue de -32,0%.

La tasa de contracción anual del saldo promedio de la cartera bruta nominal en moneda nacional para el

⁶ A partir del cuarto trimestre, los bonos del sistema financiero se incluyen en el grupo de pasivos sujetos a encaje (PSE), por lo tanto, el agregado que en informes anteriores se denominaba M3 más bonos, a partir de este Informe, se denomina M3.

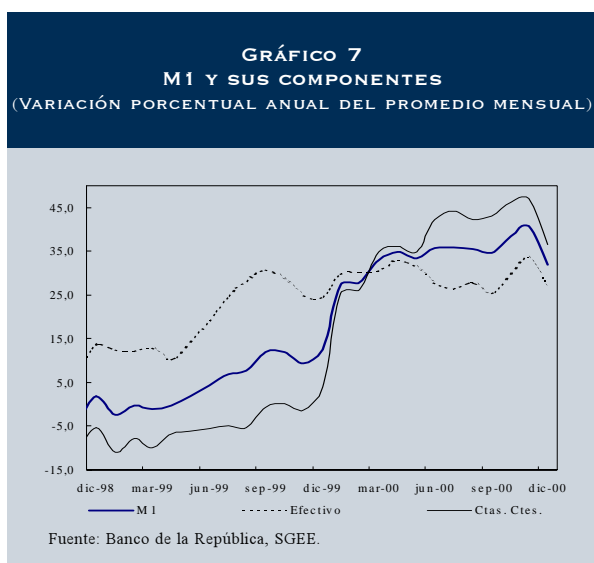
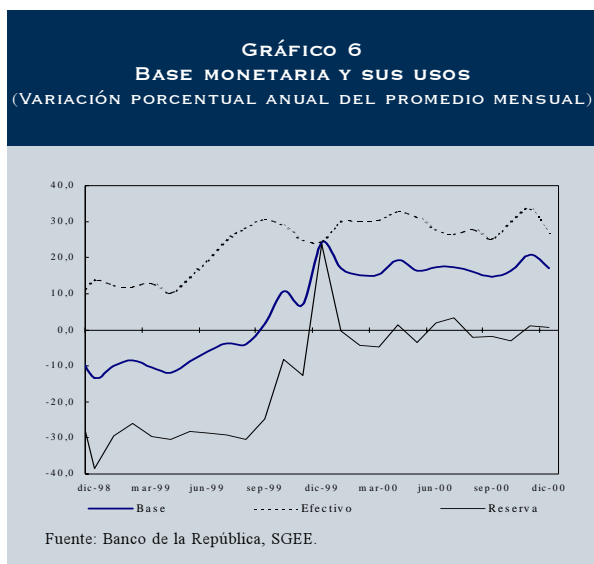
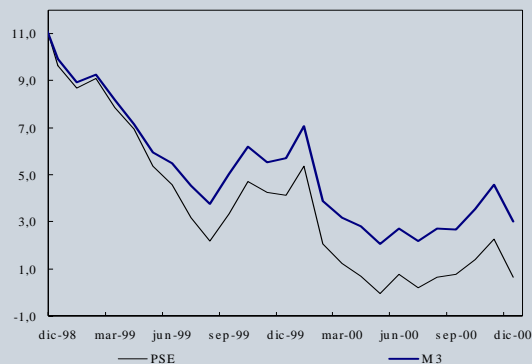
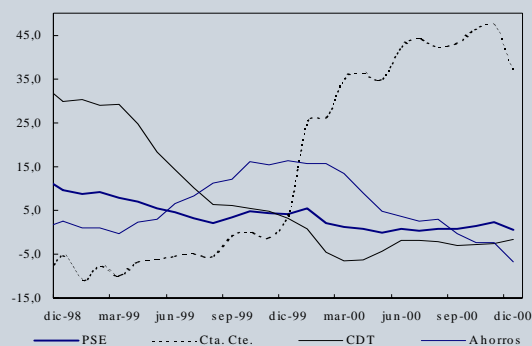


GRÁFICO 9
M3 Y PASIVOS SUJETOS A ENCAJE (PSE)
 (VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL DEL PROMEDIO MENSUAL)



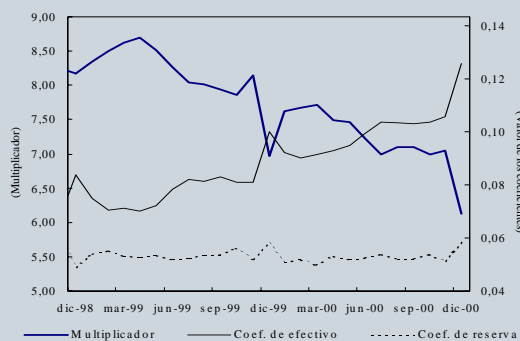
Fuente: Banco de la República, SGEE.

GRÁFICO 10
PASIVOS SUJETOS A ENCAJE (PSE)
Y SUS COMPONENTES
 (VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL DEL PROMEDIO MENSUAL)



Fuente: Banco de la República, SGEE.

GRÁFICO 11
MULTIPLICADOR DE M3



Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

conjunto de intermediarios financieros en el mes de diciembre fue mayor que el de septiembre al pasar de -4,3% a -7,0%. Al excluir los bancos hipotecarios (resto del sistema), la tasa de crecimiento de esta cartera pasó de 5,2% a 6,8%. Por su parte, la tasa de contracción de la cartera de los bancos hipotecarios aumentó de -15,7% a -23,4% (Gráfico 12).

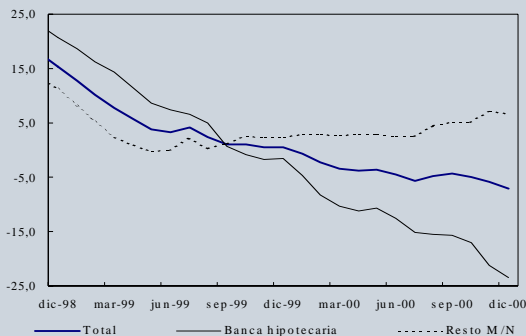
En términos reales, tanto la cartera bruta en moneda nacional del sistema financiero como la de los bancos hipotecarios se contrajeron a un mayor ritmo en diciembre frente al observado en septiembre. En el primer caso, la tasa de crecimiento en diciembre fue de -14,5% frente a la de -12,4% en septiembre. En cuanto a la cartera de los bancos hipotecarios⁷, su crecimiento en este último mes fue -29,6% frente al -22,8% registrado tres meses atrás (Gráfico 13).

Por grupos de intermediarios financieros, se registró un incremento en la tasa de crecimiento anual de la cartera neta nominal de las entidades privadas no hipotecarias, la cual pasó de 3,3% a 5,9%. Por el contrario, la cartera de la banca pública no hipotecaria disminuyó su ritmo de crecimiento en este mismo período pasando de 3,8% en septiembre a 1,2% en diciembre. Finalmente, la cartera de la banca hipotecaria pública y privada siguió incrementando su ritmo de contracción, tal y como ha sucedido desde hace varios trimestres (Gráfico 14).

Cabe señalar que el comportamiento de la cartera ya descrito se explica, en parte, por el efecto estadístico asociado con los retiros de cartera de los balances de los intermediarios financieros. 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 venta de cartera a entidades por fuera del sistema y las reliquidaciones de la cartera hipotecaria. Al limpiar la cartera con esta metodología, se obtiene una mejor idea del comportamiento del crédito

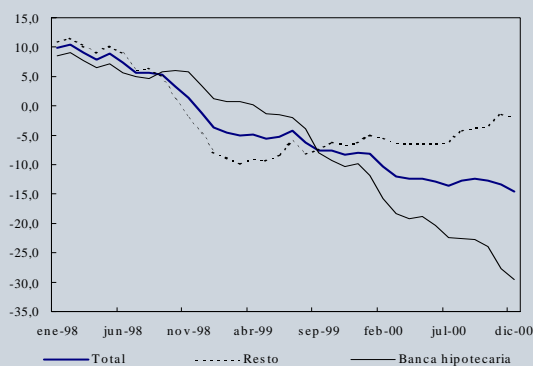
⁷ A partir de este Informe se presenta la evolución de la cartera hipotecaria en sustitución de la cartera de las corporaciones de ahorro y vivienda (CAV).

GRÁFICO 12
CARTERA BRUTA NOMINAL EN MONEDA NACIONAL
DEL SISTEMA FINANCIERO SIN FEN
(VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL DEL PROMEDIO MENSUAL)



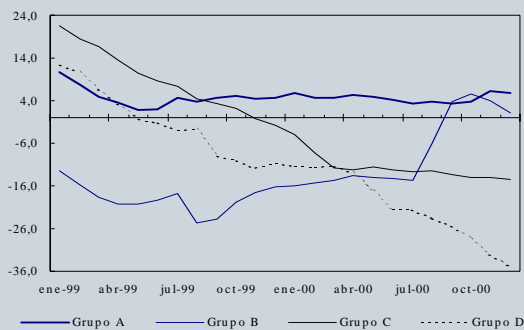
Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

GRÁFICO 13
CARTERA BRUTA REAL EN MONEDA NACIONAL
DEL SISTEMA FINANCIERO SIN FEN
(VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL DEL PROMEDIO MENSUAL)



Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

GRÁFICO 14
CARTERA NETA NOMINAL,
POR TIPO DE INTERMEDIARIO
EN MONEDA NACIONAL
(VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL DEL PROMEDIO MENSUAL)



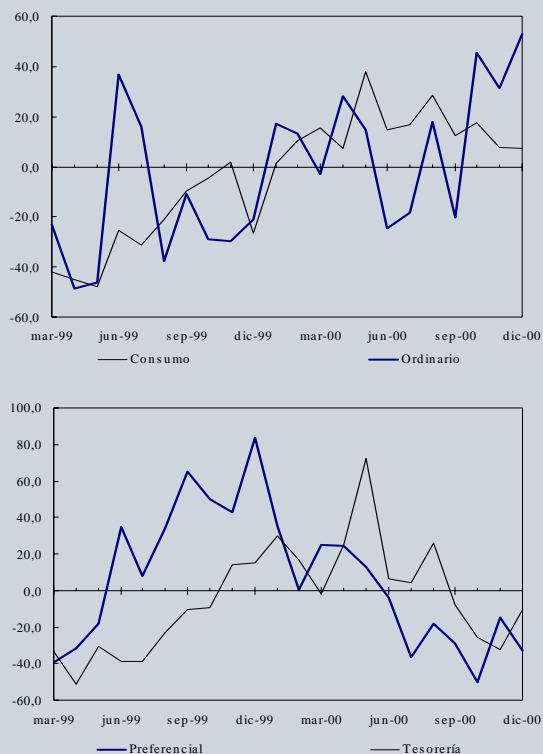
A: Banca privada no hipotecaria. **B:** Banca pública no hipotecaria. **C:** Banca hipotecaria privada. **D:** Banca hipotecaria pública.
 Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

to nuevo del sistema financiero. El Cuadro 6 presenta una estimación del comportamiento de la cartera si los retiros mencionados no se hubieran producido. A diferencia de la cartera bruta, esta cartera corregida ha mostrado crecimientos nominales positivos a lo largo de todo el año, con tasas anuales que han fluctuado entre 2,5% y 7,0%. Según estas cifras la cartera bruta en moneda nacional habría crecido a una tasa anual de 2,5% en noviembre.

Por último, en el Gráfico 15 se presentan las tasas de crecimiento anual de los desembolsos mensuales efectuados por todo el sistema financiero según destino del crédito. De las cifras conviene resaltar el desempeño opuesto que presentan los desembolsos por concepto de crédito al consumo⁸ y ordinario frente a los

⁸ El crédito de consumo es el préstamo realizado por un monto inferior a 300 salarios mínimos, mientras que el crédito ordinario es el efectuado por un monto superior a este valor.

GRÁFICO 15
DESEMBOLSOS POR TIPO DE CRÉDITO
TOTAL SISTEMA FINANCIERO
(VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL)



Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

CUADRO 6
CARTERA BRUTA AJUSTADA DEL SISTEMA FINANCIERO 1/
(MILLONES DE PESOS)

Período	Cartera bruta 2/ (a)	Variación %	Cartera retirada 3/ (b)	Variación %	TES Ley 546 (c)	Cartera bruta corregida (d)	Variación %
1998 Dic.	46.734.905		4.169.482			50.904.387	
1999 Ene.	46.739.081		4.573.703			51.312.784	
Feb.	46.710.313		4.734.359			51.444.672	
Mar.	46.931.283		5.024.443			51.955.725	
Abr.	46.511.564		5.028.112			51.539.676	
May.	46.625.671		5.243.263			51.868.934	
Jun.	47.106.731		5.454.880			52.561.611	
Jul.	46.496.683		6.055.746			52.552.429	
Ago.	45.900.959		6.220.077			52.121.036	
Sep.	46.814.400		6.358.948			53.173.348	
Oct.	46.343.487		6.453.982			52.797.468	
Nov.	47.190.023		6.491.439			53.681.462	
Dic.	47.230.673	1,1	7.231.853	73,4		54.462.526	7,0
2000 Ene.	46.107.279	(1,4)	7.324.666	60,1		53.431.945	4,1
Feb.	45.444.189	(2,7)	7.402.887	56,4	188.984	53.036.060	3,1
Mar.	44.908.963	(4,3)	7.750.279	54,3	1.009.811	53.669.053	3,3
Abr.	45.045.524	(3,2)	7.645.202	52,0	1.424.182	54.116.547	5,0
May.	44.330.299	(4,9)	8.471.145	61,6	1.554.655	54.356.099	4,8
Jun.	44.405.167	(5,7)	8.560.088	56,9	1.606.548	54.571.803	3,8
Jul.	44.396.256	(4,5)	8.152.700	34,6	1.888.354	54.437.309	3,6
Ago.	43.866.250	(4,4)	8.206.494	31,9	1.875.198	53.947.942	3,5
Sep.	44.313.825	(5,3)	8.595.603	35,2	1.865.097	54.774.525	3,0
Oct. 4/	43.720.934	(5,7)	10.068.227	56,0	1.859.460	55.648.621	5,4
Nov.	43.725.868	(7,3)	9.397.440	44,8	1.888.094	55.011.401	2,5

(d) = (a) + (b) + (c).

1/ Esta información es provisional debido a que algunos rubros se calculan con base en estimaciones y a que los intermediarios financieros están modificando sus estados financieros.

2/ A partir de marzo de 2000, incluye los balances de liquidación del BCH suministrados por la Superintendencia Bancaria.

3/ Para realizar los ajustes de cartera se tuvieron en cuenta las siguientes características:

- Los alivios de cartera hipotecaria no incluyen las cuentas por cobrar del sistema financiero con el gobierno.
- No incluye la cartera en administración por Fondo de Garantías de Instituciones Financieras (Fogafin) de 1999, debido a que la Superintendencia Bancaria a finales de 1999 creó la cuenta 821905, y no se ha reprocesado hacia atrás.
- Se incluye la cartera de las entidades en liquidación de la cartera bruta calculada en la SGEE.
- No se incluye el castigo de los bienes en dación de pago.

4/ El Gobierno Nacional mediante Decreto 1814 de septiembre 18 de 2000, autorizó al Fogafin para realizar aportes de capital en sociedades anónimas de naturaleza pública, cuyo objeto principal sea la adquisición, la administración y la enajenación de activos improductivos de propiedad de establecimientos de crédito de la misma naturaleza. Por tal motivo, Fogafin creó una entidad para este fin llamada Central de Inversiones (CISA) que en el mes de octubre realizó la siguiente operación:

Bancafé vendió cartera por \$1.153.000 millones, recibiendo como pago bonos Fogafin, pero, Bancafé sigue administrando esta cartera. Además, en octubre, Bancafé vendió cartera al Fondo Nacional del Café por \$ 33.600 millones, recibiendo como pago efectivo, y en noviembre vendió cartera a Finagro por \$34.000 millones.

Fuente: Cálculos del Banco de la República, SGEE, con base en los balances suministrados por la Superintendencia Bancaria y encuestas telefónicas.

desembolsos para crédito preferencial y de tesorería⁹ durante el segundo semestre de 2000. Mientras los desembolsos del primer grupo de créditos se recuperaron en este período frente a lo observado el año inmediatamente anterior, los desembolsos del segundo grupo de créditos disminuyeron respecto de estos niveles.

Este comportamiento aparentemente contradictorio, puede resultar normal en épocas en las cuales se comienza a observar la consolidación de la reactivación económica, como sucedió con la economía colombiana durante el segundo semestre de 2000. El incremento de los créditos de tesorería y preferencial está generalmente asociado con los problemas de liquidez y de riesgo que prevalecen en la fase inicial de la recuperación económica. Por el contrario, cuando ésta se consolida, los niveles de liquidez y de riesgo tienden a normalizarse, y por lo tanto, el crédito concedido por el sistema financiero se comienza a canalizar a través de líneas de crédito normales como son las de consumo y ordinario.

2. Tasas de interés

La tasa de captación promedio medida por la DTF se ubicó al cierre de diciembre de 2000 en 13,3%. Por su parte, la tasa media de colocación cerró en 29,4%. La diferencia entre ambas tasas fue de 16,1 puntos porcentuales, uno de los niveles más altos registrados desde 1986 y superior en 0,1 puntos a la diferencia que se registró en el trimestre anterior (gráficos 16 y 17). De otro lado, la tasa de interés interbancaria estuvo durante el mes, en promedio, en 12,2% (Gráfico 18). Cabe señalar que la Junta Directiva del Banco de la República decidió en diciembre de 2000 disminuir la tasa Lombarda de expansión de 17,0% a 16,0% e incrementar la de contracción de 7,0% a 8,5%, a partir de enero de 2001, con el propósito de disminuir la volatilidad de la tasa de interés.

La tasa real (*ex post*) de captación pasó de 3,4% al final del trimestre anterior a 4,2% al cierre de di-

⁹ Tanto el crédito de Tesorería como el crédito preferencial son préstamos otorgados a clientes corporativos. En el primer caso, el plazo del préstamo es inferior a 30 días, mientras que el crédito preferencial es otorgado a un plazo mayor.

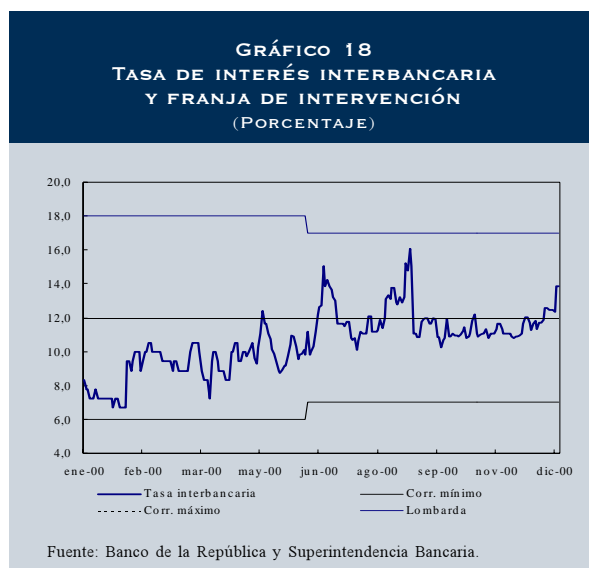
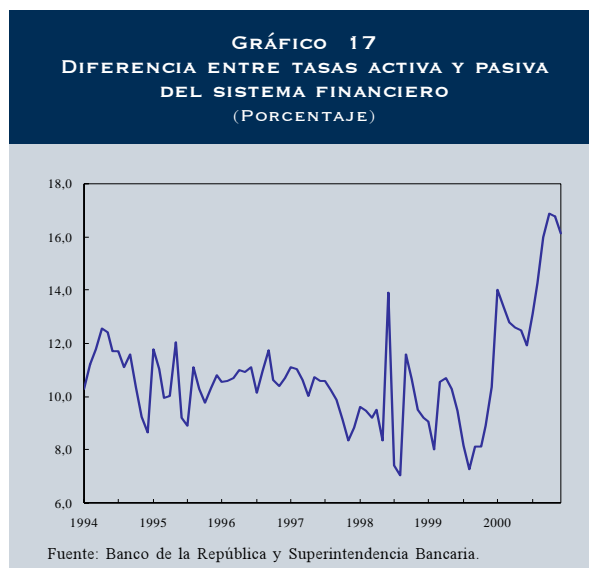
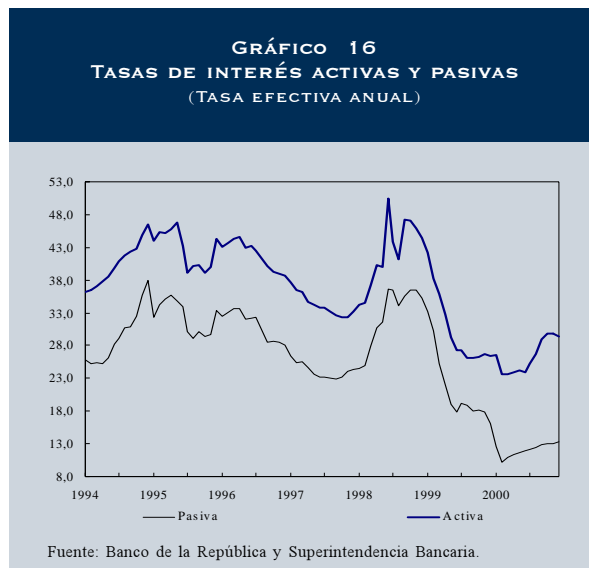
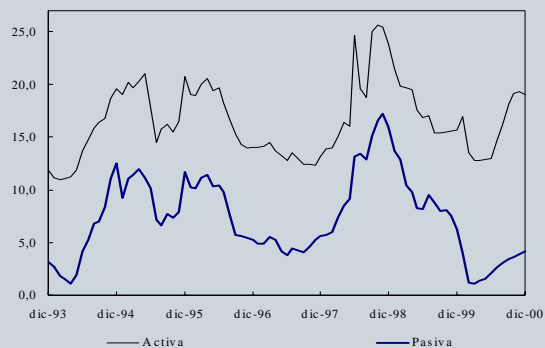


GRÁFICO 19
TASAS REALES DE CAPTACIÓN Y COLOCACIÓN
DEL SISTEMA FINANCIERO
(PORCENTAJE)

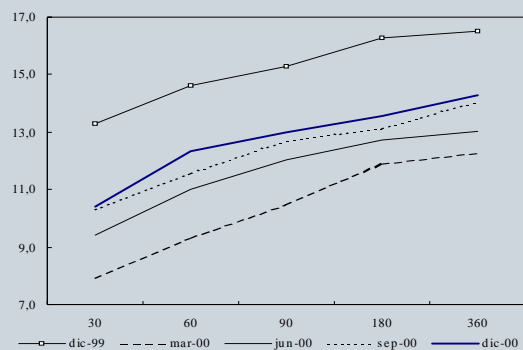


Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

ciembre, mientras que la tasa real de colocación lo hizo de 18,1% a 19,0% en igual período (Gráfico 19). Por su parte, la tasa interbancaria real promedio de diciembre se situó en 3,2%.

El Gráfico 20 muestra como ha evolucionado la curva de rendimientos de la tasa básica de la Superintendencia Bancaria a diferentes plazos en los últimos 12 meses. Luego de alcanzar niveles históricamente bajos en marzo (8,0% en los plazos más cortos y 12,0% en los más largos) la tasa básica a todos los plazos se incrementó continuamente a lo largo de 2000. En diciembre se situó en 10,4% para los plazos más cortos y en 14,3% para los plazos más largos, siendo estos niveles los más altos del año y ligeramente mayores que los que se observaron en septiembre.

GRÁFICO 20
TASA BÁSICA A DIFERENTES PLAZOS (TBS)
CALCULADA POR LA SUPERINTENDENCIA BANCARIA
(PORCENTAJE)

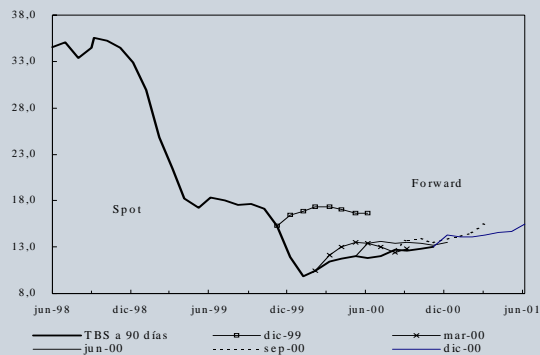


Fuente: Superintendencia Bancaria y cálculos del Banco de la República.

En el Gráfico 21 se puede ver el comportamiento de las curvas *spot* y *forward* para los últimos 12 meses. La curva *spot* (línea gruesa) muestra la tasa a 90 días, la cual aumentó cerca de tres puntos porcentuales a lo largo del año, tal como lo anticipaban las tasas *forward* presentadas en los informes anteriores.

En cuanto a las curvas *forward* (líneas delgadas), cada uno de sus puntos muestra la expectativa de los agentes sobre la tasa a 90 días actualmente (primer punto), dentro de 30 días (segundo punto) y así sucesivamente hasta dentro de 360 días. Las curvas *forward* muestran que el mercado continúa esperando repuntes adicionales de la tasa de interés a 90 días. Según este indicador, la tasa podría llegar a alcanzar niveles cercanos a 15,0% hacia mediados de 2001.

GRÁFICO 21
PROYECCIÓN TBS A 90 DÍAS
(PORCENTAJE)



Fuente: Superintendencia Bancaria y cálculos del Banco de la República.

3. Diferenciales de rentabilidad

En esta sección se presenta el diferencial entre la rentabilidad externa y la interna. La rentabilidad externa se define como aquella que esperan obtener los inversionistas locales si deciden invertir en activos denominados en dólares. Su cálculo se efectúa a partir de la tasa de interés externa de referencia y las expectativas de devaluación. Para este ejercicio, se toman como expectativas de devaluación las devaluaciones implícitas pactadas en los contratos *forward* de venta de dólares entre 80 y 100 días reali-

GRÁFICO 22
RENTABILIDADES EXTERNA E INTERNA ANUAL
OBSERVADA VS ESPERADA
(PORCENTAJE)

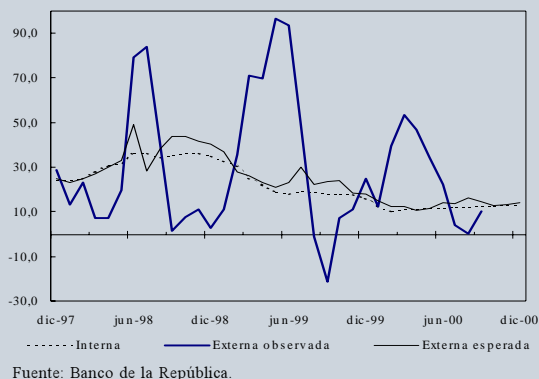


GRÁFICO 23
TASA REPRESENTATIVA DE MERCADO
1999:9-2000:12
(PESOS POR DÓLAR)

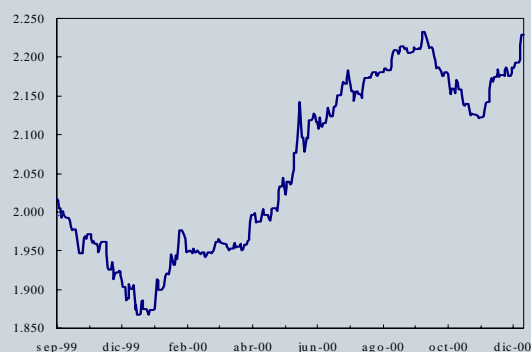
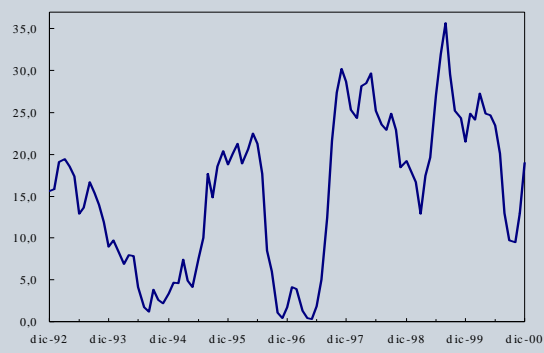


GRÁFICO 24
DEVALUACIÓN NOMINAL ANUAL
(PORCENTAJE)



zados por el sistema financiero. Como tasa externa de referencia se tomó la Libor a 90 días. Por último, la tasa interna de referencia que se utilizó fue la DTF.

En el Gráfico 22, se comparan la rentabilidad externa esperada, la rentabilidad de las inversiones internas (medidas por la DTF) y la externa observada, la cual está rezagada tres meses. Durante el último trimestre del año la rentabilidad externa esperada y la interna se mantuvieron en niveles muy similares. Aunque la DTF aumentó un poco al final del año, esto fue compensado por aumentos en las expectativas de devaluación implícitas en los contratos *forward*.

4. Tipo de cambio nominal

La tasa de cambio nominal al cierre de diciembre se ubicó en \$2.230 por dólar frente a un nivel de \$2.212 por dólar al cierre del trimestre anterior, con lo cual la devaluación anual se ubicó al cierre de diciembre en 19,0%. La tasa de cambio inició el trimestre con una tendencia a la baja que se mantuvo hasta finales de noviembre, pero que se revirtió con fuerza hacia diciembre, en parte como consecuencia del no reintegro de divisas por parte de la Tesorería General de la Nación, tal como los operadores de mercado lo esperaban (gráficos 23 y 24).

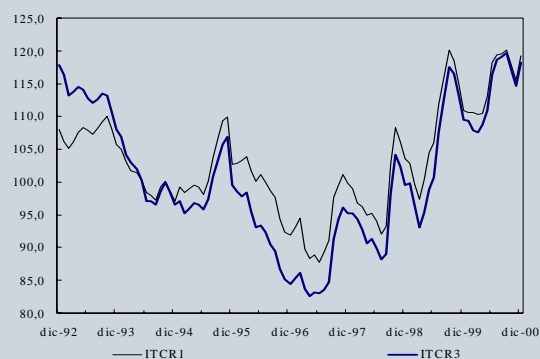
5. Tipo de cambio real

En promedio, la tasa de cambio real medida por el ITCR1 (1994 = 100), que utiliza el IPP del país y de sus 20 socios comerciales, se ubicó durante diciembre en 119,3, con lo cual la devaluación real anual utilizando este indicador, ascendió a 7,5%. Si se emplea el ITCR3 (1994 = 100), que utiliza el índice de precios al consumidor, se obtiene que la devaluación anual a diciembre fue de 7,9% (gráficos 25 y 26).

6. Precios de activos

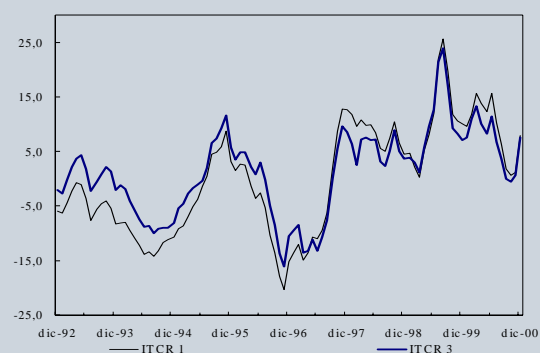
A continuación se presentan algunas variables que describen el comportamiento de los precios de algunos activos en Colombia. La primera de ellas, el Índice de la Bolsa de Bogotá (IBB), es un índice ponderado del precio de las 20 acciones de empresas colombianas que en las últimas 48 quincenas han regis-

GRÁFICO 25
ÍNDICE DE LA TASA DE CAMBIO REAL,
ITCR1 E ITCR3 (1994 = 100)
 1992:12-2000:12



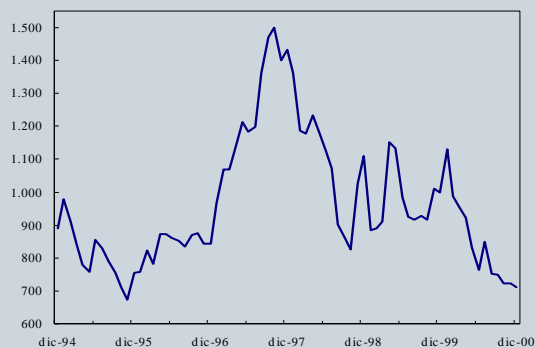
Fuente: Banco de la República, SGEE.

GRÁFICO 26
DEVALUACIÓN REAL ANUAL, ITCR1 E ITCR3,
(1994=100)
 1992:12-2000:12
 (PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República, SGEE.

GRÁFICO 27
ÍNDICE DE LA BOLSA DE BOGOTÁ
(ENERO 1991 = 100)
 1994:12-2000:12
 (PORCENTAJE)



Fuente: Bolsa de Bogotá.

trado el mayor volumen y monto de transacciones en la Bolsa de Bogotá. Los ponderativos de cada una de las 20 acciones que componen el índice dependen de estos montos y volúmenes transados y son recalculados cada 15 días. El IBB, tras haber mantenido un nivel bastante variable durante 1999, sostuvo una continua tendencia descendente en la mayor parte del año 2000, ubicándose, al cierre del año, en un nivel de 713 (Gráfico 27). El precio de las acciones, medido por el IBB, cayó 28,6% entre diciembre de 1999 y el mismo mes de 2000 y se mantuvo en niveles similares a los registrados en septiembre.

Otra variable que brinda información acerca del comportamiento del precio de los activos es el índice de precios de vivienda, calculado por el Departamento Nacional de Planeación para Bogotá y Medellín desde 1994 con periodicidad mensual. En el Gráfico 28 se presenta la variación de los precios de vivienda en Bogotá y Medellín y la inflación medida por el IPC. A partir del segundo semestre de 1995 la variación de los precios de la vivienda en las dos ciudades es menor que el incremento del IPC, lo cual implica que en ese período el valor real de la vivienda en estas dos ciudades comenzó a disminuir de manera continua, siendo esta caída más fuerte en Bogotá que en Medellín. Durante el segundo semestre de 2000 la variación de los precios de la vivienda en las dos ciudades interrumpió la caída que se venía presentando desde enero de 1999 y en el caso de Bogotá, inclusive volvió a ser positiva en octubre y noviembre. Aunque lo anterior no quiere decir que los precios ya estén reaccionando, sí se nota un quiebre claro de la tendencia de los mismos.

7. Indicador de condiciones monetarias

En este informe se presenta, por primera vez, el Indicador de Condiciones Monetarias (ICM) como variable orientadora del estado actual en que se encuentra la conducción de la política monetaria. El ICM está construido a partir de una medida univariada de los efectos de la tasa de interés real y de la tasa de cambio real sobre la actividad económica o la inflación. La consideración de ambos efectos permite efectuar una mejor caracterización de la política monetaria como determinante del nivel general de precios.

Para calcular el ICM, se tomó como base el cuarto trimestre de 1994, teniendo en cuenta que ese fue un momento de corrección de la política monetaria, hacia una posición más ajustada, luego de cerca de dos años de tasas de interés reales muy bajas, y en algunos momentos, negativas. Cuando el ICM se sitúa por encima de este nivel, refleja condiciones monetarias contraccionistas sobre la demanda agregada o sobre la inflación respecto al período elegido. Cuando se sitúa por debajo, señala el efecto contrario (Gráfico 29).

El ICM de la demanda agregada se situó por debajo del nivel del cuarto trimestre de 1994, desde mediados de 1999 y durante todo el año 2000 hasta diciembre, lo

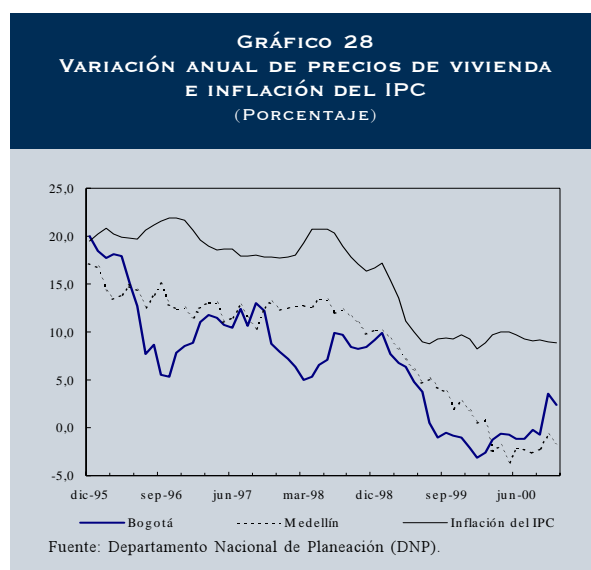
cual señala que durante todo este período se mantuvo una política monetaria relativamente holgada. En particular, en el último trimestre, ello fue el resultado tanto del nivel bajo de las tasas de interés reales como de la devaluación real. Una conclusión similar se obtiene al observar el ICM de la inflación, el cual se mantuvo durante todo 2000 por debajo del nivel del cuarto trimestre de 1994, sugiriendo la existencia de una política monetaria holgada (Véase Recuadro).

B. OFERTA Y DEMANDA

1. Consideraciones generales

La segunda mitad del año 2000 no trajo cambios importantes en las tendencias de crecimiento de la economía colombiana con respecto a lo observado en el primer semestre. La cifra de crecimiento del PIB para el tercer trimestre y el comportamiento de diversos indicadores de actividad económica sectoriales para el cuarto trimestre indican que el crecimiento para el año completo estará cerca de la meta del gobierno del 3,0%. De igual modo, las favorables expectativas sobre el desempeño de la situación económica a mediano plazo de los empresarios de sectores como el manufacturero y los niveles que registran pedidos y existencias de este sector permiten ser optimistas respecto al desempeño económico durante los primeros meses de 2001. A pesar de ello, en la actualidad diversas circunstancias de índole tanto económica, como de seguridad hacen que un crecimiento mucho mayor que el observado en el año 2000 sea improbable, por lo menos para la primera mitad de 2001, por lo cual la meta de crecimiento de 3,8% definida por el gobierno para este año parece razonable.

El PIB del tercer trimestre de 2000 creció 3,1% frente a igual período de 1999 y 1,2% frente al segundo trimestre de este año (Cuadro 7). Al igual que aconteció durante la primera mitad de 2000, al tercer trimestre el crecimiento seguía siendo liderado por la recuperación de la industria y del comercio, aunque las demás ramas de producción, a excepción de las de minas y canteras y de servicios sociales, comuna-



CUADRO 7
PRODUCTO INTERNO BRUTO
POR RAMAS DE ACTIVIDAD ECONÓMICA
(VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL)

	1999	2000		
		I	II	III
PIB	(4,3)	2,4	3,4	3,1
Agricultura, silvicultura, caza y pesca	(0,2)	2,2	7,0	3,6
Explotación de minas y canteras	4,9	0,2	(8,4)	(12,7)
Electricidad, gas y agua	(3,5)	4,2	2,5	1,2
Industria manufacturera	(12,4)	8,8	11,8	13,2
Construcción	(24,3)	(10,0)	(2,4)	2,8
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	(8,9)	3,9	7,3	6,4
Transporte, almacenamiento y comunicación	(2,9)	3,3	3,8	4,1
Establec. financieros, seguros, Inmuebl. y servicio Empl.	(6,1)	(1,7)	(0,4)	1,4
Servicios sociales, comunales y personales	4,0	1,1	(1,2)	(1,8)
Subtotal valor agregado	(3,6)	2,6	3,5	2,9

Fuente: DANE.

les y personales, también exhibían crecimientos anuales positivos. Para este período se destaca el crecimiento anual positivo observado en los sectores financiero y de la construcción, el primero que se observa desde comienzos de 1998. De igual forma, vale la pena señalar el buen comportamiento de la producción agropecuaria excluida la cafetera, cuyo crecimiento anual, según estimaciones preliminares, fue del 6,0%.

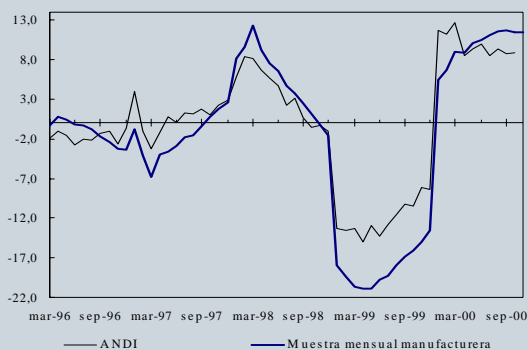
El crecimiento del PIB a septiembre pudo ser mayor, de no ser por la notable contracción en la producción de café y petróleo. En el caso del grano, la producción del tercer trimestre se contrajo en 12,6% respecto a igual período del año anterior. Con relación al petróleo, la producción se contrajo a una tasa anual del 17,0%, como resultado del proceso natural de declinación de los principales yacimientos.

Durante el cuarto trimestre no se registraron cambios importantes en las tendencias de crecimiento económico tal y como lo sugiere el desempeño de diversos indicadores sectoriales de producción. Al finalizar el año, la industria seguía siendo el sector más dinámico con una tasa de crecimiento año corrido a noviembre de 11,1%, de acuerdo con la in-

formación de la muestra mensual manufacturera del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) (Gráfico 30). El crecimiento industrial seguía siendo particularmente importante en ramas como la de hierro y acero, equipo de transporte, textiles y confecciones, papel, muebles y productos metálicos, y en gran medida, seguía estando asociado al buen comportamiento de la demanda externa. Por el contrario, ramas más dependientes de la demanda interna como la de alimentos y bebidas presentaban crecimientos menores.

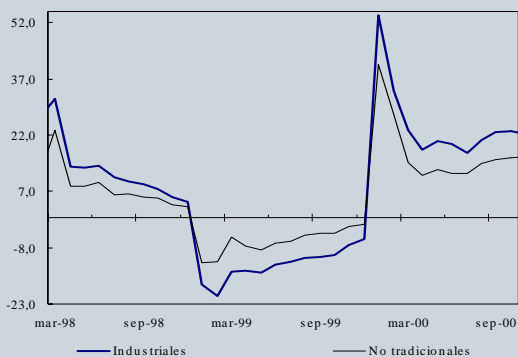
A noviembre, las exportaciones totales siguieron exhibiendo un ritmo de crecimiento importante aunque inferior al registrado durante los meses anteriores debido a la desaceleración de las exportaciones petroleras. Para el año corrido a este mes, las exportaciones totales registraron una tasa de crecimiento anual de 15,6% frente al 21,5% observado al finalizar el primer semestre. Por su parte, las exportaciones no tradicionales lideradas por las industriales, mantuvieron tasas de crecimiento altas. Para las exportaciones no tradicionales acumuladas hasta noviembre, el crecimiento anual fue de 16,3% en tanto que para las industriales ascendió a 22,4% (Gráfico 31). Este ritmo de expansión resulta muy similar al que se

GRÁFICO 30
ÍNDICE DE PRODUCCIÓN REAL DE LA INDUSTRIA
 (VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL AÑO CORRIDO)
 (CIFRAS A NOVIEMBRE DE 2000)



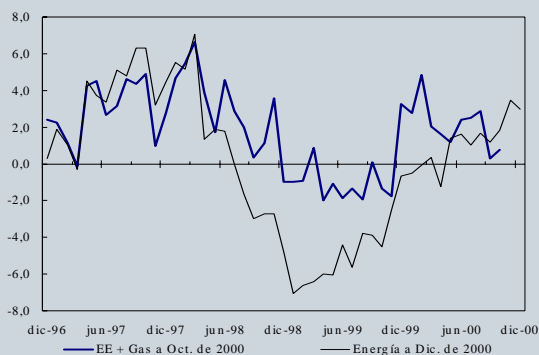
Fuente: ANDI y DANE.

GRÁFICO 31
CRECIMIENTO ANUAL DE LAS EXPORTACIONES
 AÑO CORRIDO, 1998:3-2000:11
 (PORCENTAJE)



Fuente: DANE.

GRÁFICO 32
CRECIMIENTO ANUAL DEL CONSUMO MENSUAL
 DE ENERGÍA Y DE ENERGÍA + GAS (INDUSTRIAL Y
 RESIDENCIAL) EN MUTB / DÍA
 (PORCENTAJE)



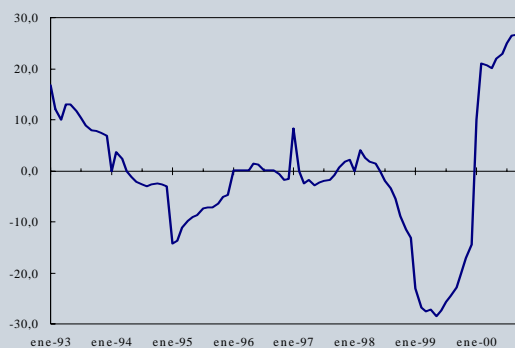
Fuente: ISA y Ecopetrol.

observó a finales del tercer trimestre, pero ligeramente superior al de finales del primer semestre, gracias al mejor desempeño de algunas exportaciones no tradicionales de origen agropecuario.

Por último, el consumo de energía eléctrica que tiende a seguir el comportamiento de la actividad económica urbana, creció en los últimos tres meses del año a una tasa anual de 2,7% en promedio, superior a la observada entre enero y septiembre (Gráfico 32). De otro lado, los bajos precios de los alimentos en los últimos meses del año indican que la producción agrícola alcanzó un buen nivel. Así mismo, al comenzar el cuarto trimestre, indicadores como las ventas del comercio al por menor, las ventas financiadas con tarjetas de crédito y las horas extras trabajadas en el sector industrial seguían mostrando crecimiento favorable. Respecto a este último indicador (Gráfico 33) conviene aclarar que su crecimiento anual se desaceleró en septiembre y octubre, los dos últimos meses para los cuales se dispone de información. Sin embargo, esto no necesariamente anticipa un quiebre en las tendencias de crecimiento del sector, pues ha estado acompañado de una recuperación en el empleo temporal, según se menciona más adelante.

Los últimos resultados de la Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo realizada al sector industrial y de comercio en noviembre sugieren que puede mantenerse el actual ritmo de expansión de la

GRÁFICO 33
HORAS EXTRAS TRABAJADAS POR LA INDUSTRIA
 (VARIACIONES PORCENTUALES AÑO CORRIDO)
 (CIFRAS MENSUALES A OCTUBRE DE 2000)



Fuente: DANE, muestra mensual manufacturera.

economía durante los primeros meses de 2001. En efecto, el indicador de existencias para la industria se mantiene en niveles históricamente bajos, en tanto que el de pedidos se encuentra en niveles altos tanto para la industria como para el comercio (gráficos 34 y 35). De igual manera, las expectativas de la situación económica presente y de mediano plazo de los industriales siguen siendo relativamente optimistas como lo señala el alto nivel del clima de negocios (Gráfico 36).

En la actualidad, un ritmo de crecimiento para 2001 significativamente superior al observado en el 2000 y por encima del crecimiento esperado por el gobierno, del 3,8%, parece improbable por razones económicas y de otro orden. Si bien se mantienen factores positivos como las bajas tasas de interés y las buenas posibilidades de crecimiento de varios de nuestros principales socios comerciales como son Venezuela y Ecuador, aún persisten factores que impiden un comportamiento más dinámico del consumo y la inversión, como son los altos niveles de endeudamiento de consumidores y empresas y la elevada tasa de desempleo. Así mismo, por diversas razones, se mantiene cierta inestabilidad cambiaria que desestimula en alguna medida el ingreso de capitales del exterior para financiar el gasto. De igual forma, en los últimos meses se ha hecho evidente que la economía de los Estados Unidos se ha desacelerado y crecerá a un ritmo inferior en 2001 al observado en 2000. Esto último afectará la expansión de las exportaciones, toda vez que dicho país concentra cerca del 50,0% de nuestras ventas al exterior. En esta misma línea, la menor cotización del precio del petróleo al afectar los ingresos del sector público y la caída adicional del precio del café, cuya recuperación no se vislumbra claramente en los próximos meses, afectarán la capacidad de gasto del sector público y de los cafeteros. Por último, permanece la incertidumbre acerca del futuro del proceso de paz, lo que resta crecimiento al gasto en inversión por parte de inversionistas nacionales y extranjeros.

2. Consumo

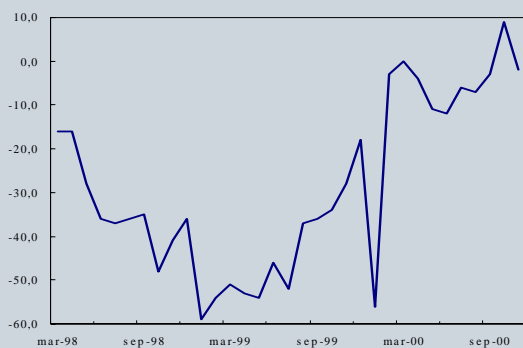
Todo parece indicar que el consumo cerrará el año 2000 con un crecimiento cercano al 2,5%. El bajo

GRÁFICO 34
ENCUESTA DE OPINIÓN EMPRESARIAL
(BALANCES - CIFRAS A NOVIEMBRE DE 2000)



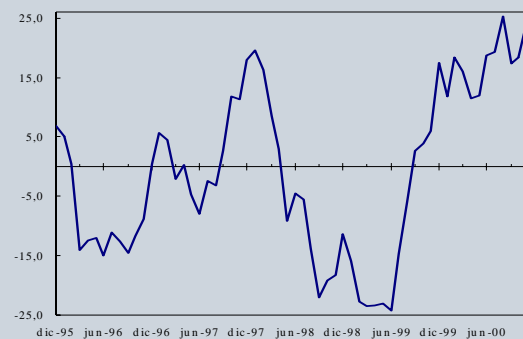
Fuente: Fedesarrollo, Encuesta de Opinión Empresarial (EOE).

GRÁFICO 35
NIVEL DE PEDIDOS DEL COMERCIO
(BALANCES - CIFRAS A NOVIEMBRE DE 2000)



Fuente: DANE, muestra mensual manufacturera y Fedesarrollo.

GRÁFICO 36
CLIMA DE NEGOCIOS
(CIFRAS A NOVIEMBRE DE 2000)



Fuente: Banco de la República, SGEE, con base en cifras de la EOE de Fedesarrollo.

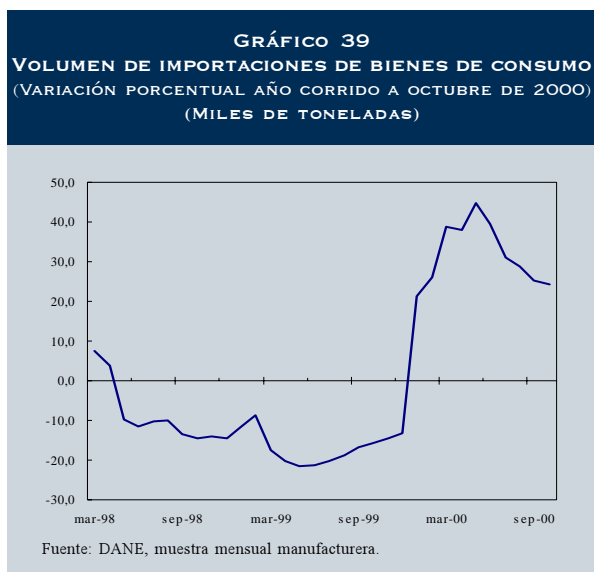
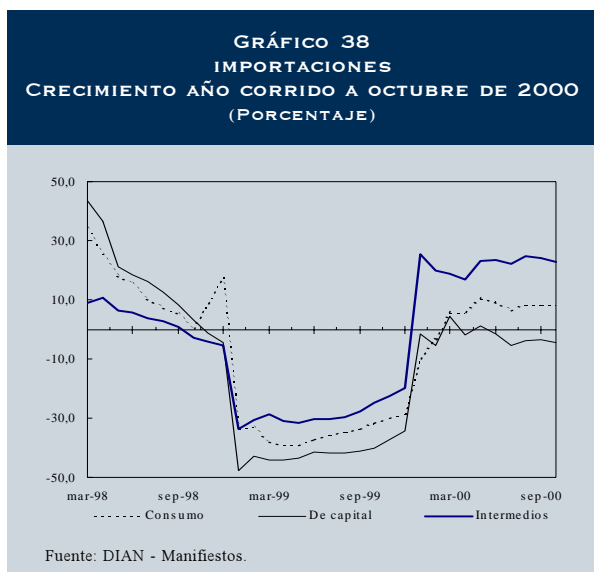
aumento de la producción industrial de alimentos y bebidas asociado con este tipo de gasto apoya dicho pronóstico. El pobre desempeño de este agregado se explica por el alto nivel de endeudamiento que todavía exhiben los hogares, la alta tasa de desempleo y el bajo nivel que ha alcanzado el ingreso familiar en comparación con el de años anteriores. Dado que la corrección de estos factores suele suceder lentamente, es poco probable que el crecimiento del consumo en 2001 sea mucho mayor que el observado en 2000.

Las últimas cifras del DANE indican que el consumo del tercer trimestre creció a una tasa anual de 2,0%, inferior a la que se observó en los dos trimestres anteriores (Cuadro 8). Sin embargo, al juzgar por el comportamiento de algunos indicadores líderes del consumo, para el cuarto trimestre no se espera una desaceleración adicional. Tal es el caso de las ventas financiadas con tarjetas de crédito, las cuales a octubre, crecieron a una tasa nominal anual del 16,5%, superior al crecimiento promedio observado durante el tercer trimestre (9,0%) (Gráfico 37). De igual modo, como se menciona en la parte A de este capítulo, el nuevo crédito al consumo otorgado por los establecimientos financieros ha seguido creciendo en los últimos tres meses del año.

Además de las cifras sobre crédito, el comportamiento de las importaciones de bienes de consumo a octubre no sugiere cambios importantes en las tendencias de crecimiento del gasto en consumo para diciembre. En efecto, dichas importaciones en dólares para el año corrido a octubre crecieron a una tasa anual de 8,4%, muy similar a la registrada al finalizar el tercer trimestre (8,3%) y al término del primer semestre del año (9,5%) (Gráfico 38). En volúmenes tampoco se registraron cambios importantes en las tasas de crecimiento (Gráfico 39).

3. Inversión

De acuerdo con el DANE, el gasto en inversión creció a una tasa anual de 17,1% durante el tercer trimestre de 2000, un ritmo de crecimiento similar al observado durante el segundo trimestre y superior al del primero (Cuadro 8). Así, se mantiene la recu-



CUADRO 8
PRODUCTO INTERNO BRUTO
DISTRIBUCIÓN DEL GASTO
(VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL)

Concepto	1999	2000 (p)		
		I	II	III
PIB	(4,3)	2,4	3,4	3,1
Importaciones totales	(16,6)	7,1	7,6	9,9
Total oferta final	(6,5)	3,1	4,1	4,2
Consumo final	(3,0)	2,6	2,6	2,0
Formación bruta de capital	(32,1)	7,6	18,5	17,1
Subtotal: demanda final interna	(8,4)	3,3	4,7	4,1
Exportaciones totales	5,6	2,4	0,6	4,6
Total demanda final	(6,5)	3,1	4,1	4,2

Fuente: DANE.

peración de este tipo de demanda, que, sin embargo, sigue exhibiendo niveles muy inferiores a los máximos registrados entre 1995 y 1996.

Para el cuarto trimestre es previsible que se mantenga el actual ritmo de crecimiento anual toda vez que la producción industrial de bienes de capital o de bienes asociados con ella (equipo de transporte, maquinaria eléctrica y productos metálicos) seguía registrando a octubre tasas de crecimiento para el acumulado del año cercanas o superiores al 15,0% anual. De igual forma, las importaciones de bienes de capital en volúmenes aceleraron su crecimiento de manera importante en el segundo semestre de 2000 comparado con el primer semestre. Año corrido a octubre, estas crecieron a una tasa anual de 20,2% frente a un 16,3% en junio (Gráfico 40). Por último, a este mes, las importaciones de bienes intermedios tanto en volumen como en valores seguían registrando altas tasas de crecimiento (gráficos 38 y 40).

C. SALARIOS Y EMPLEO

1. Salarios industriales

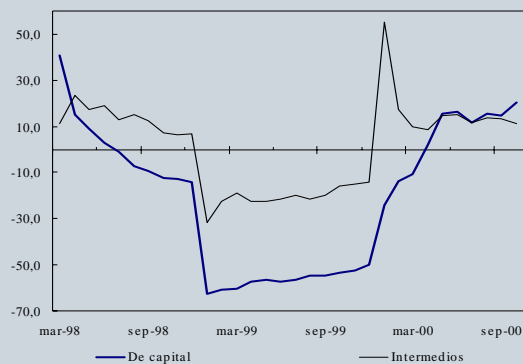
El promedio de los últimos 12 meses de los salarios del sector industrial para empleados y obreros en

conjunto, se venía reajustando en octubre de 2000 a una tasa anual de 14,1%. Este ritmo es levemente inferior al observado en junio de este año, el cual fue del 15,4%. De esta forma, se mantiene la tendencia decreciente de los reajustes del salario nominal para todos los tipos de trabajadores, lo cual resulta coherente con la disminución de la tasa de inflación y los altos niveles de desempleo de la actualidad (Gráfico 41).

Como ha sucedido en el último año, los menores reajustes en los salarios nominales de la industria siguen dando paso a menores incrementos salariales reales. A octubre, el índice de salario real para obreros y empleados del sector para el promedio de los últimos 12 meses se incrementó en 4,5% frente a igual mes de 1999. Este ritmo de reajuste resulta inferior al observado en junio de 2000 (5,2%) (Gráfico 42).

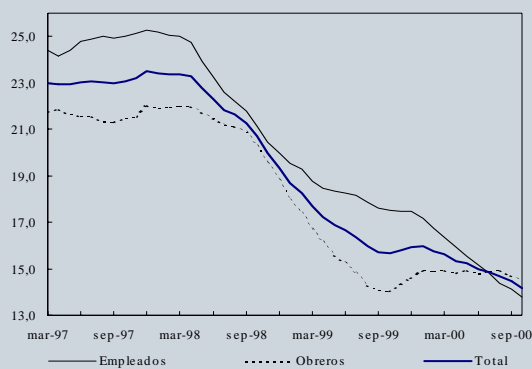
Los reajustes del salario real pueden seguir pareciendo altos si se tiene en cuenta los actuales niveles de desempleo. Sin embargo, se explican cuando se tiene en cuenta el incremento de la productividad implícita por trabajador en el último año y medio, el cual ha sido del orden del 10,0% anual en promedio, con cifras hasta octubre. Gracias a ello, el costo laboral unitario ha logrado disminuir de manera importante en este pe-

GRÁFICO 40
VOLUMEN DE IMPORTACIONES DE BIENES DE CAPITAL E INTERMEDIOS
 (VARIACIÓN PORCENTUAL AÑO CORRIDO A OCTUBRE DE 2000)
 (MILES DE TONELADAS)



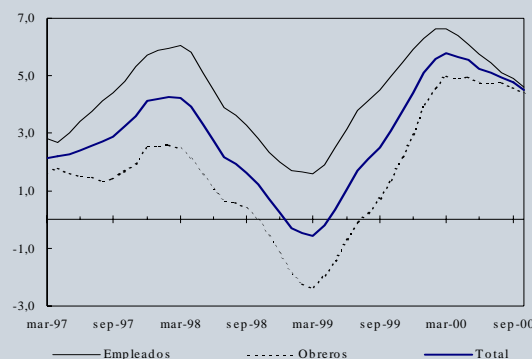
Fuente: DANE, muestra mensual manufacturera.

GRÁFICO 41
SALARIO NOMINAL - INDUSTRIA MANUFACTURERA
 (VARIACIONES PORCENTUALES ANUALES, PROMEDIO
 ÚLTIMOS 12 MESES)
 (CIFRAS A OCTUBRE DE 2000)



Fuente: DANE, muestra mensual manufacturera.

GRÁFICO 42
SALARIO REAL - INDUSTRIA MANUFACTURERA
 (VARIACIONES PORCENTUALES ANUALES PROMEDIO,
 ÚLTIMOS 12 MESES)
 (CIFRAS A OCTUBRE DE 2000)



Fuente: DANE, muestra mensual manufacturera.

río, evitando que los empresarios tuvieran que transferir los reajustes de los salarios reales a los precios. A octubre no se registraron cambios importantes en este indicador frente a lo observado a finales del primer semestre (Gráfico 43). Para 2001, no parece muy probable que los empresarios del sector puedan seguir sosteniendo costos laborales unitarios bajos de mantenerse los actuales niveles de reajuste en el salario real, si se tiene en cuenta que las ganancias en productividad ya han sido muy amplias y que los niveles de inversión en renovación tecnológica son muy bajos desde hace varios años.

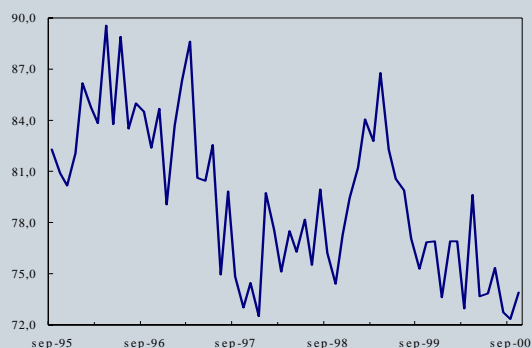
2. Empleo

En diciembre, la tasa de desempleo para los siete principales centros urbanos del país se situó en 19,7%, 1,7 puntos por encima de la que se dio en diciembre de 1999 y 0,8 puntos menor que la de septiembre de 2000 (Gráfico 44). Durante los tres primeros trimestres del año, también se registraron incrementos importantes en la tasa de desempleo, los cuales fueron el resultado de un aumento importante en la población económicamente activa, antes que de una reducción en el empleo.

El incremento sistemático de la oferta de trabajo es un fenómeno que se viene presentando desde hace varios años y que está asociado a una caída importante de los ingresos familiares, lo que ha obligado a segmentos de la población que tradicionalmente permanecen inactivos (estudiantes y amas de casa) a buscar trabajo. Esta situación hizo que el aumento en el nivel de empleo, que se registró durante buena parte del año, no se tradujera en una reducción en la tasa de desempleo.

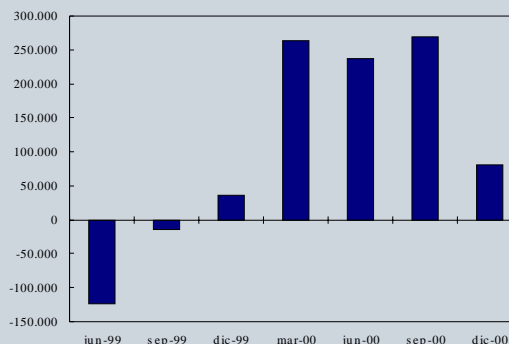
Debe señalarse, sin embargo, que durante el cuarto trimestre el crecimiento anual del empleo fue relativamente bajo comparado con lo observado en trimestres anteriores. Esto hizo que la tasa de ocupación (ocupados/población en edad de trabajar), se redujera por primera vez en el año, lo cual explica, junto con el reiterado incremento de la oferta, la mayor tasa de desempleo en comparación con igual período del año anterior (gráficos 45 y 46).

GRÁFICO 43
ÍNDICE DEL COSTO LABORAL UNITARIO REAL
PARA OBREROS DEL SECTOR INDUSTRIAL
(CIFRAS A OCTUBRE DE 2000)



Fuente: DANE, muestra mensual manufacturera.

GRÁFICO 46
VARIACIÓN ANUAL DEL EMPLEO EN LAS SIETE
PRINCIPALES CIUDADES



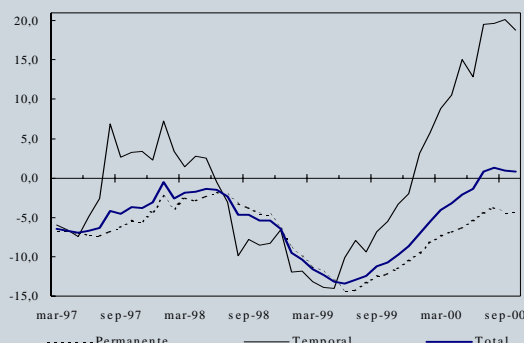
Fuente: DANE, Encuesta Nacional de Hogares (ENH).

GRÁFICO 44
TASA DE DESEMPEÑO, SIETE CIUDADES
(CIFRAS A DICIEMBRE DE 2000)
(PORCENTAJE)



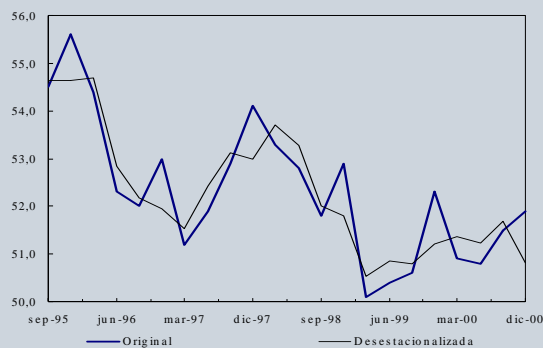
Fuente: DANE, Encuesta Nacional de Hogares (ENH).

GRÁFICO 47
CRECIMIENTO ANUAL DEL ÍNDICE MENSUAL
DE EMPLEO INDUSTRIAL
(CIFRAS A OCTUBRE DE 2000)



Fuente: DANE, Encuesta Nacional de Hogares (ENH).

GRÁFICO 45
TASA DE OCUPACIÓN, SIETE CIUDADES
(CIFRAS A DICIEMBRE DE 2000)
(PORCENTAJE)



Fuente: DANE, Encuesta Nacional de Hogares (ENH).

En cuanto al empleo industrial, su incremento sigue dándose bajo la forma de trabajo temporal, exclusivamente. A octubre, el índice mensual de empleo temporal creció a una tasa de 18,8%, superior a la observada en el primer semestre (Gráfico 47). La recuperación del empleo temporal ha hecho posible el incremento, por primera vez después de varios años, del índice de empleo total de la industria a partir de julio. Esto se ha dado inclusive a pesar de que el empleo permanente ha seguido contrayéndose.

3. Pactos de incremento salarial

En los cuadros 9 y 10 se presentan las cifras sobre los incrementos salariales pactados a uno y dos años

CUADRO 9
PORCENTAJE DE NEGOCIACIONES COLECTIVAS
POR NIVEL DE INCREMENTO SALARIAL PACTADO Y POR SECTOR

Sector	Niveles de incremento pactados					Total
	Hasta 5,0	5,01-8,0	8,01-11,0	11,01-14,0	Más de 14,0	
Público	6,0	3,0	67,2	22,4	1,5	100,0
Privado	2,6	3,3	49,9	42,2	2,1	100,0
Total	2,9	3,2	51,7	40,1	2,0	100,0

Fuente: Ministerio de Trabajo y Seguridad Social.

CUADRO 10
PORCENTAJE DE NEGOCIACIONES COLECTIVAS
POR NIVEL DE INCREMENTO SALARIAL PACTADO Y POR TIPO DE NEGOCIACIÓN

Sector	Niveles de incremento pactados					Total
	Hasta 5,0	5,01-8,0	8,01-11,0	11,01-14,0	Más de 14,0	
Sin sindicato	5,2	2,6	75,8	13,7	2,6	100,0
Sindicato						
Empresa	5,4	4,6	70,8	17,7	1,5	100,0
Industria	1,1	3,1	33,6	60,2	2,0	100,0
Gremio	0,0	0,0	87,5	12,5	0,0	100,0
Total	2,9	3,2	51,7	40,1	2,0	100,0

Fuente: Ministerio de Trabajo y Seguridad Social.

en las convenciones colectivas reportadas al Ministerio de Trabajo y Seguridad Social. El primer cuadro muestra el porcentaje de acuerdos de incremento salarial por niveles de incremento pactados, desagregados por sector público y sector privado. Como puede apreciarse, la mayor parte de las negociaciones de incremento salarial en el sector público (67,2%) se realizaron dentro de un rango entre 8,0% y 11,0%, mientras que, en el rango entre 11,0% y 14,0% se pactó el 22,4% de estas negociaciones. En el sector privado, las negociaciones de incremento salarial se dividieron en esos mismos dos rangos de un modo más homogéneo: el 49,9% se pactó en el rango comprendido entre 8,0% y 11,0% y el 42,2% en el rango comprendido entre 11,0% y 14,0%.

En el Cuadro 5 se muestra el porcentaje de incremento salarial pactado desagregado por tipo de afiliación sindical de los trabajadores. En los casos en que no intervino un sindicato, el 75,8% de las negociaciones pactaron incrementos salariales en un rango comprendido entre 8,0% y 11,0%. En aquellos casos en que intervino el sindicato de la empresa, el 70,8% de estas se pactó con un incremento salarial comprendido en el rango entre 8,0% y 11,0% y el 17,7% en un rango comprendido entre el 11,0% y el 14,0%. En las negociaciones salariales efectuadas con los sindicatos de la industria, la mayor parte de los pactos (60,2%) estuvo comprendido en el rango entre 11,0% y 14,0%, mientras que el 33,6% de ellos se situó en el rango de 8,0% y 11,0%. Por último, en

cuanto a los pactos con los sindicatos de gremios, la gran mayoría (87,5%) se hizo con incrementos salariales dentro del rango 8,0% y 11,0%.

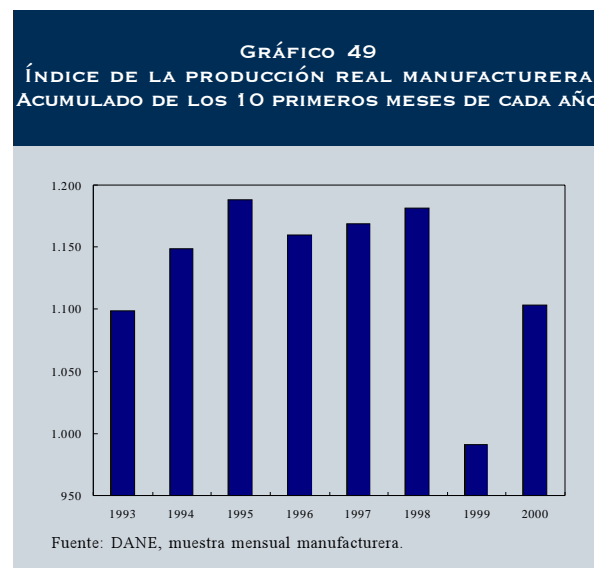
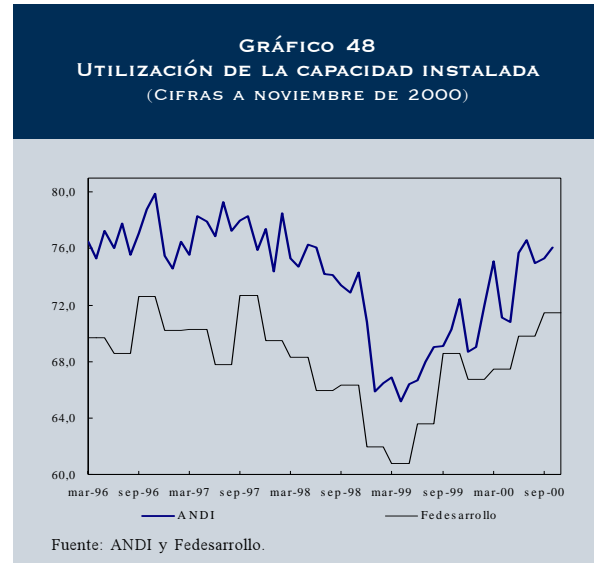
D. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA

El indicador de capacidad instalada de Fedesarrollo mantuvo su recuperación lenta durante el segundo semestre de 2000. A noviembre se situaba en 71,5%, superior al observado en noviembre del año anterior y en el tercer trimestre de 2000. En la actualidad, se sitúa ligeramente por encima de su promedio histórico (71,0%), algo que no sucedía desde finales de 1997. Por su parte, el indicador de la Asociación Nacional de Industriales (ANDI) a octubre mostraba incrementos frente a los niveles observados el año anterior, pero no mostraba cambios frente a los registros del tercer trimestre. En este caso, el último nivel observado (76,1%) también supera el promedio histórico de la serie (74,8%) (Gráfico 48).

En cuanto a los niveles de producción de sectores como el industrial con cifras a octubre, estos seguían siendo muy bajos respecto a sus niveles máximos históricos alcanzados en 1998, y señalan que la economía todavía cuenta con un potencial de producción importante antes que el crecimiento se traduzca en presiones inflacionarias importantes (Gráfico 49). Sin embargo, no debe pasarse por alto que la caída pronunciada de la inversión por varios años debe haber afectado adversamente la capacidad instalada. El incremento de la utilización de capacidad instalada por encima de los promedios históricos a finales de este año puede estar señalando la ocurrencia de este último fenómeno.

E. SITUACIÓN FISCAL

De acuerdo con la última revisión del Plan Financiero para el 2000, la cual recoge datos observados a septiembre se proyecta que el sector público consolidado registrará un déficit de \$6.268 mm al fina-



lizar el año, el cual equivale al 3,6% del PIB. Como se observa en el Cuadro 11, este resultado proviene del efecto combinado de los balances fiscales del sector público no financiero, el Fogafin y el cuasifiscal más los costos de la restructuración financiera. Frente a 1999, el déficit del sector público consolidado se reduce cerca de 1,8% del PIB, gracias al mejor desempeño en las finanzas del Gobierno Nacional Central y del sector descentralizado, las cuales reflejan el comportamiento favorable de los precios internacionales del petróleo a lo largo del año. Respecto a la meta de déficit acordada con el FMI, la cual se estableció en \$6.480 mm, se estima un sobrecumplimiento superior a \$200 mm.

De acuerdo con las proyecciones del Consejo Superior de Política Fiscal (Confis), las finanzas del Gobierno Nacional Central registrarán un déficit total de \$10.297 mm, que representa el 6,0% del PIB anual (Cuadro 12). Frente a 1999, el tamaño del déficit es inferior en 1,8% del PIB, especialmente como resultado del buen comportamiento de los ingresos, los cuales alcanzarán un crecimiento cercano al 20,0% durante el año. En el interior de los ingresos, los de mayor dinamismo son los de origen tributario gracias a la reactivación de la economía y a los esfuerzos de la Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN) dirigidos a reducir los niveles de evasión y elusión tributaria. El recaudo de renta e IVA interno aumentará 17,8% y el de los impuestos a las importaciones 25,5%. Por su parte, los impuestos a la gasolina y a las transacciones financieras experimentarán incrementos de 17,8% y 13,5%, respectivamente. A diferencia de los impuestos, las demás rentas tan sólo crecerán 9,8%, especialmente por la reducción en el traslado de excedentes financieros de empresas y establecimientos públicos.

Por el lado del gasto, los intereses de la deuda crecerán 34,7%, el funcionamiento 9,6% y la inversión 21,9%. El bajo dinamismo del funcionamiento está asociado a los pagos por transferencias, los cuales

tan sólo crecerán 6,0% respecto a 1999. Dentro de estos pagos, el situado fiscal registrará una caída de 6,0% y las participaciones municipales un crecimiento de apenas 2,6%. El crecimiento del rubro de inversión está en buena parte ligado a los recursos asignados a la reconstrucción del eje cafetero, los cuales ascendieron de \$325 mm en 1999 a \$467 mm en el 2000. Por su parte, el préstamo neto ascenderá a \$884 mm de los cuales se destacan los créditos otorgados a Carbocol por \$ 285 mm, Metro de Medellín por \$ 179 mm y Urrá por \$164 mm.

El financiamiento del déficit del Gobierno Nacional provino en su mayor parte de los créditos externo e interno, con utilizaciones netas de \$4.462 mm y \$5.758 mm, respectivamente. El endeudamiento externo bruto ascendió a \$6.152 mm, de los cuales \$3.782 mm corresponden a colocaciones de bonos y \$2.370 mm a desembolsos de la banca multilateral y otras fuentes. Por su parte, el endeudamiento interno bruto ascendió a \$11.609 mm, de los cuales \$10.964 mm provienen de colocaciones de TES y \$645 mm de otras fuentes dentro de las cuales se incluye los Títulos de Reducción de Deuda (TRD) y los Bonos de Paz. Finalmente, es necesario anotar que las utilidades transferidas por el Banco de la República alcanzaron \$516 mm y la venta de Carbocol ascendió a \$749 mm.

CUADRO 11
BALANCE FISCAL DEL SECTOR PÚBLICO CONSOLIDADO (*)

	Miles de millones de pesos			Porcentaje del PIB		
	1999	2000	Diferencia	1999	2000	Diferencia
I. Sector público no financiero	(9.345)	(6.225)	(3.120)	(6,14)	(3,60)	(2,55)
II. Balance cuasifiscal del Banco de la República	608	660	(52)	0,40	0,38	0,02
III. Balance de Fogafin	828	(9)	837	0,54	(0,01)	0,55
IV. Costo de la reestructuración financiera	(10)	(694)	684	(0,01)	(0,40)	0,39
V. Ajustes	(352)	0	(352)	(0,23)	0,00	(0,23)
VI. Déficit (-) o Superávit (+) del sector público consolidado (I + II + III + IV + V)	(8.271)	(6.268)	(2.003)	(5,44)	(3,62)	(1,81)

(*) Para 2000, con cifras observadas a septiembre y proyectadas para el último trimestre.
Fuente: Consejo Superior de Política Fiscal (Confis).

CUADRO 12
GOBIERNO NACIONAL CENTRAL: OPERACIONES EFECTIVAS 1/
(MILES DE MILLONES DE PESOS)

	Enero-Junio		Variación %
	1999	2000	2000 / 1999
I. Ingresos totales (A + B)	18.760,0	22.416,0	19,5
A. Tributarios	16.067,0	19.459,0	21,1
Renta e IVA interno	10.856,0	12.790,0	17,8
Aduanas e IVA externo	3.229,0	4.051,0	25,5
Transacciones financieras	881,0	1.000,0	13,5
Gasolina	707,0	833,0	17,8
Otros	394,0	785,0	99,2
B. No tributarios y otros	2.693,0	2.957,0	9,8
II. Gastos totales (A + B + C + D) 2/	29.488,0	33.696,0	14,3
A. Intereses	5.026,0	6.770,0	34,7
B. Funcionamiento	21.255,0	23.294,0	9,6
C. Inversión	2.255,0	2.748,0	21,9
D. Préstamo neto	952,0	884,0	(7,1)
III. Déficit (-) o Superávit (+) de caja (I - II)	(10.728,0)	(11.280,0)	5,1
IV. Ajustes	(1.094,0)	983,0	(189,9)
V. Déficit (-) o Superávit (+) total (III + IV)	(11.822,0)	(10.297,0)	(12,9)
VI. Financiamiento (A+B+C)	11.822,0	10.297,0	(12,9)
A. Crédito externo neto	3.245,0	4.462,0	37,5
B. Crédito interno neto	5.713,0	5.758,0	0,8
C. Privatizaciones y otros	2.864,0	77,0	(97,3)
VII. Déficit como porcentaje del PIB	(7,8)	(6,0)	

1/ Para 2000, con cifras observadas a septiembre y proyectadas para el último trimestre.

2/ No incluye el costo de la reestructuración financiera.

Fuente: Confis.

EL ÍNDICE DE CONDICIONES MONETARIAS EN COLOMBIA

En los últimos años, algunos bancos centrales interesados en conocer mejor el mecanismo de transmisión de la política monetaria han propuesto una medida univariada de los efectos de la tasa de interés real y de la tasa de cambio real sobre la actividad económica y la inflación. Esta medida se conoce en la literatura económica como el Índice de Condiciones Monetarias (ICM). Para Colombia se ha construido un indicador similar¹, medida que ofrece una idea de qué tan holgada o contraccionista está la política monetaria en relación con un período base. A continuación se explica brevemente la construcción, interpretación y debilidades de este índice analizado por la Junta Directiva del Banco de la República, junto a una amplia gama de indicadores financieros y reales de la economía.

Para Colombia, el ICM en términos reales se construye a partir de la estimación de un modelo macroeconómico estándar, conformado por dos ecuaciones básicas. La primera es una Curva de Phillips de la siguiente forma:

$$(1) \quad \pi_t = \alpha_\pi^1 \pi_{t-1} + \alpha_\pi^2 \pi_{t-3} + \alpha_\pi^3 \pi_{t-6} + \alpha_z z_t + \alpha_q q_{t-2} + e_t$$

en donde π_t es la inflación trimestral en el período t ; q_t es la variación del logaritmo de la tasa de cambio real, definida como el precio de los importados sobre el precio de los no transables², y la variable e_t corresponde al término de perturbación y representa choques de oferta sobre la inflación en el período t . Los coeficientes α_π^1 , α_π^2 , α_π^3 , α_z y α_q son positivos, y se restringe la suma de los coeficientes de la inflación rezagada a uno ($\alpha_\pi^1 + \alpha_\pi^2 + \alpha_\pi^3 = 1$) con el propósito de garantizar que la Curva de Phillips sea vertical en el largo plazo. Esto último significa que los cambios en la política monetaria no afectan el nivel de las variables reales en el largo plazo y que, en ausencia de choques, la inflación tiende a perpetuarse en un mismo nivel³.

La segunda ecuación corresponde a la de demanda agregada, medida en términos de la brecha del producto real. La función que se estima es la siguiente:

$$(2) \quad z_t = \beta_z^1 z_{t-1} + \beta_z^2 z_{t-3} + \beta_r r_{t-2} + \beta_q q_t + v_t$$

en donde z_t representa la brecha del producto, medida en puntos porcentuales y definida como la desviación entre el logaritmo del producto actual y el logaritmo del producto potencial, r_t es la tasa de interés real de la economía, medida como la diferencia entre la tasa de interés nominal de corto plazo (tasa de interés de captación a 90 días) y la tasa de inflación esperada; y v_t es el término de perturbación que recoge los choques de demanda en el período t . Los coeficientes β_z^1 , β_z^2 y β_q son positivos, y el coeficiente β_r es negativo, de acuerdo con la teoría económica.

De los coeficientes estimados para las ecuaciones (1) y (2) se obtienen los ponderativos para construir dos índices de condiciones monetarias, uno con respecto de la demanda agregada (ICM_t^z) y el otro con respecto a la inflación (ICM_t^π).

El (ICM_t^z) se ha definido como:

$$ICM_t^z = \hat{\beta}_r(r_{t-2} - r_{0-2}) + \hat{\beta}_q(q_t - q_0)$$

en donde $\hat{\beta}_q$ y $\hat{\beta}_r$ son los ponderativos de la tasa de cambio y de la tasa de interés, respectivamente. El índice combina el efecto del cambio de la tasa de interés rezagada dos períodos, con el efecto relativo de la variación de la tasa de cambio real con respecto a un período base, dada la especificación resultante de la estimación de la demanda agregada para Colombia. Normalizando el (ICM_t^z) en términos de los cambios de la tasa de interés real, se puede establecer el tamaño relativo de los efectos de cada canal sobre la brecha del producto. Formalmente,

$$ICM_t^z = (r_{t-2} - r_{0-2}) + \frac{\hat{\beta}_q}{\hat{\beta}_r}(q_t - q_0)$$

Según los coeficientes estimados, los efectos de la tasa de interés y los de la tasa de cambio sobre la demanda agregada son de 1 a 4. Más específicamente, en una economía semi-abierta como la de Colombia, un cambio en la tasa de interés real de un punto porcentual tendría los mismos efectos sobre la demanda agregada real que un cambio de cuatro puntos porcentuales en la tasa de devaluación real. La medida establece, entonces, la importancia relativa de los dos canales de transmisión de política monetaria (la tasa de interés y la tasa de cambio) en la actividad económica.

De la misma forma, los coeficientes obtenidos de la estimación de la Curva de Phillips, α_q y α_z , de la tasa de cambio y de la brecha del producto, respectivamente, permiten construir ICM de la inflación (ICM_t^π). Este se define como la suma ponderada de la variación de la tasa de cambio con respecto a un año base, más una medida del impacto de la política monetaria sobre la demanda agregada:

$$ICM_t^\pi = \hat{\alpha}_q(q_{t-2} - q_{0-2}) + \hat{\alpha}_z \left((r_{t-2} - r_{0-2}) + \frac{\hat{\beta}_q}{\hat{\beta}_r}(q_t - q_0) \right)$$

Dada la especificación de la ecuación de la Curva de Phillips para Colombia, el (ICM_t^π) combina el efecto directo sobre la formación de los precios, de la variación de la tasa de cambio rezagada dos períodos con respecto a un año base (α_q), y el efecto de la brecha del producto (α_z), agrupando los efectos indirectos sobre la inflación del cambio de la tasa de interés real

rezagada dos períodos, y de la variación de la tasa de cambio real con respecto a un año base, obtenidos a partir de la curva de demanda agregada. Del ICM de la inflación se establece que una revaluación real de seis puntos porcentuales tiene el mismo efecto sobre la reducción de la inflación que un incremento de la tasa de interés real de un punto porcentual (y viceversa).

El período base elegido para la construcción de ambos indicadores es el cuarto trimestre de 1994. Este fue un momento de ajuste de la política monetaria, luego de cerca de dos años de tasas de interés real muy bajas y en algunos momentos negativas. Si cualquiera de los indicadores de condiciones monetarias se sitúa por encima del período base, se considera que prevalecen condiciones monetarias contraccionistas sobre la inflación o la demanda agregada, en relación con el período base. Si se sitúan por debajo, las condiciones monetarias estarían más holgadas que las prevalecientes a finales de 1994.

El ICM, como medida del impacto de la política monetaria sobre la demanda agregada y la inflación, proporciona una herramienta útil para la comprensión del mecanismo de transmisión de la política monetaria en Colombia. Bajo la consideración de los efectos de la tasa de interés y de la tasa de cambio, el ICM permite evaluar la conducción de la política monetaria en línea con la meta de inflación, de acuerdo con su capacidad para reflejar el estado de las condiciones monetarias con respecto a un período base. No obstante, como toda medición de la magnitud del impacto de la política monetaria sobre la inflación, el ICM debe interpretarse con precaución, dada la incertidumbre sobre las medidas utilizadas para evaluar la economía y sobre la relación entre los cambios en el ICM y los efectuados en la demanda agregada o la inflación. Así mismo, es importante tener en cuenta que la escogencia del cuarto trimestre de 1994 es en cierta medida arbitrario.

¹ Véase al respecto, Mora Rocío (2000), “El índice de condiciones monetarias en Colombia”, Borradores de Economía, No. 158, Banco de la República.

² Svensson, Lars. Open Economy Inflation Targeting, National Bureau of Economic Research, Working Paper Series 6545, Cambridge, May 1998, p. 17.

³ Gómez, Javier and Julio, Juan M. Output Gap Estimation, Estimation Uncertainty and its Effect on Policy Rules. Working Paper from the Research Department of the Central Bank of Colombia. Nov. 99, p. 24.

III

MEDIDORES DE EXPECTATIVAS

A continuación se presentan los principales resultados de la Encuesta de Expectativas efectuada durante el mes de octubre. Las personas que la respondieron contaban con información de tasa de cambio, inflación, tasas de interés, monetaria y crecimiento del PIB disponibles al tercer trimestre de 2000.

A. PRINCIPALES RESULTADOS

1. Inflación

La primera pregunta de la encuesta se relaciona con el grado de credibilidad que tiene la meta de inflación del 10,0% en el año 2000, para los encuestados. Mientras que el 33,3% de los encuestados en el mes de abril creía que sí se cumpliría la meta para el año 2000, dicho porcentaje se incrementó a 44,0% en julio, y a 80,3% en octubre (Gráfico 50). De esta forma, la meta de inflación ganó credibilidad a lo largo del año, probablemente gracias al buen comportamiento del IPC que se observó en los últimos meses del año.

De acuerdo con la encuesta realizada en octubre, los encuestados esperaban, en promedio, una inflación anual de 10,0% para diciembre de 2000, con un nivel máximo esperado de 10,4% y uno mínimo de 9,4%; sin embargo, la inflación observada a diciembre (8,75%) se situó incluso por debajo del mínimo nivel esperado por lo agentes para esta variable (Gráfico 51). Con respecto a los tres primeros trimestres de 2001, los encuestados manifestaron que la inflación anual estaría entre 9,5% y 9,6%.

GRÁFICO 50
CREDIBILIDAD EN LA META DE INFLACIÓN
PARA EL AÑO 2000

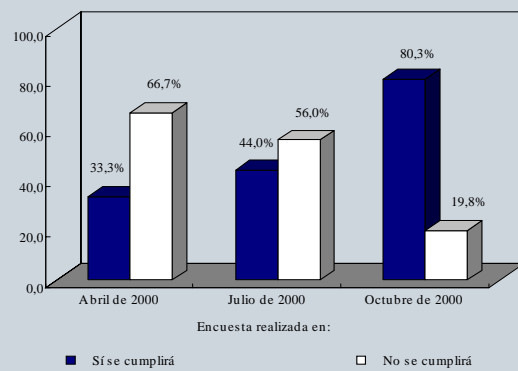
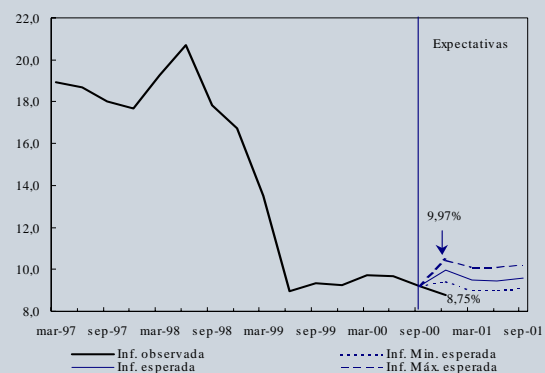


GRÁFICO 51
INFLACIÓN OBSERVADA Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN
(A TRES, SEIS, NUEVE Y 12 MESES)
(INFLACIÓN ANUAL)



Como se puede apreciar en el Gráfico 52, en la encuesta efectuada en el mes de octubre los agentes continuaron revisando hacia la baja sus expectativas de inflación a diciembre, tal y como lo habían hecho desde comienzos de año. Al respecto, conviene re-

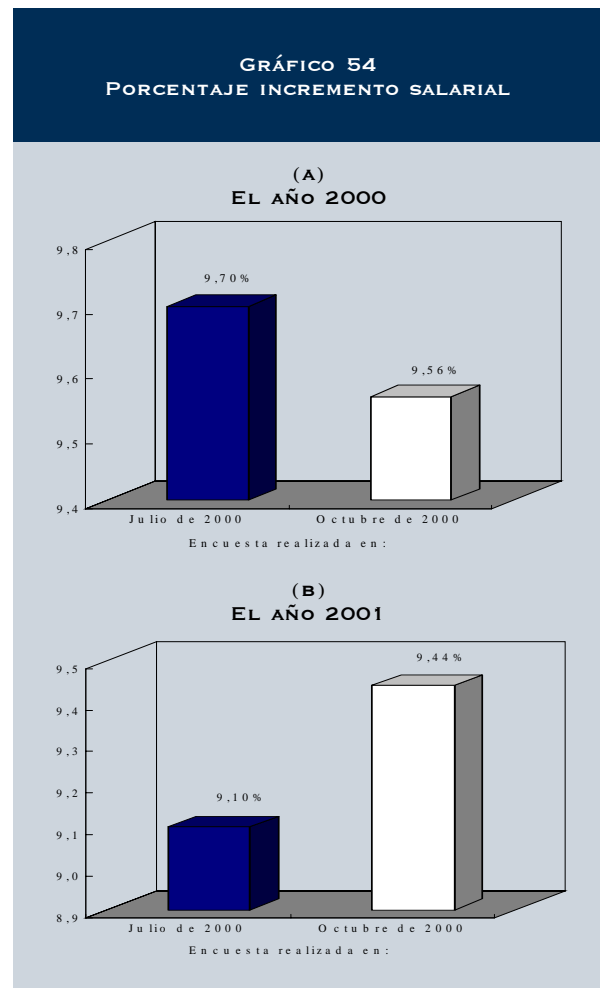
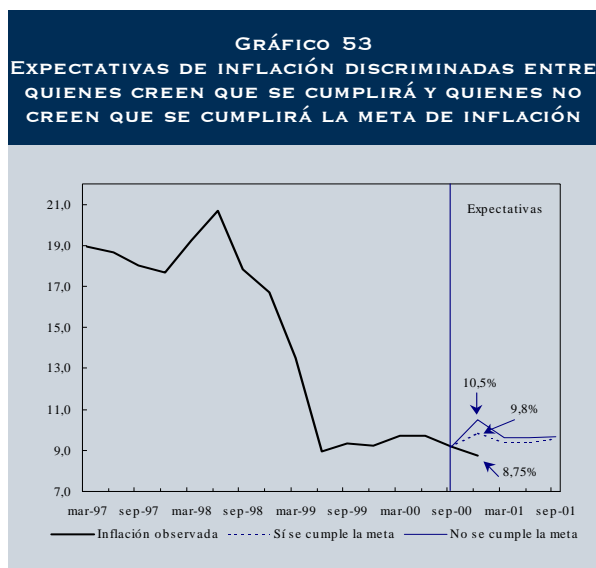
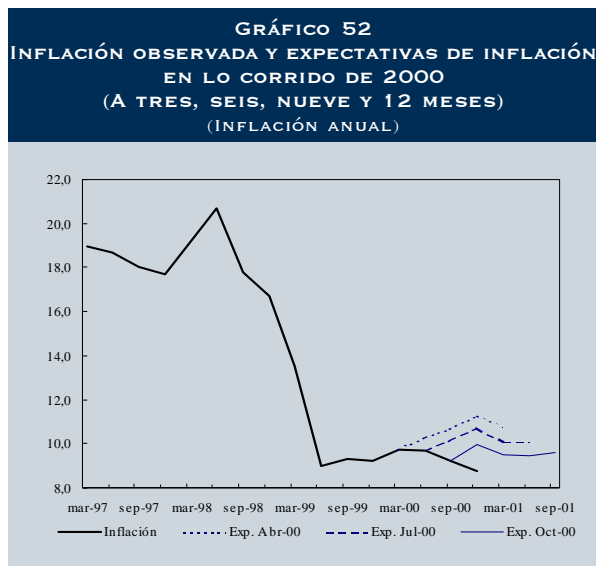
cordar que mientras en abril se esperaba que la inflación a diciembre se situara en 11,3%, en julio se opinó que ésta sería de 10,7%. Tal como se observa en el Gráfico 52, en horizontes de seis meses y un año también se dio dicha reducción. De nuevo, ello tiene su explicación en los resultados favorables de la inflación observados en lo corrido del año.

En el Gráfico 53 se presentan las expectativas de inflación discriminadas entre los encuestados que creían y los que no creían en el cumplimiento de la meta de inflación para el año 2000. Quienes manifestaron no creer en su cumplimiento, esperaban un nivel de 10,5% de crecimiento anual de los precios, mientras

que quienes creían que sí se alcanzaría la meta de inflación, opinaron que ésta se situaría en 9,8%. Estos niveles son inferiores en 0,5 y 0,2 puntos porcentuales, respectivamente, a los obtenidos en la encuesta del segundo trimestre de 2000. De nuevo, cabe destacar que la inflación observada al final del año se situó por debajo del nivel que esperaban los agentes más optimistas en materia de inflación.

2. Incrementos salariales

En el Gráfico 54 A y B se presentan los porcentajes de incremento salarial para los años 2000 y 2001, reportados en las dos últimas encuestas de expectativas. Como se puede observar, los encuestados esperaban, al final del año, un alza en los salarios de 9,6%, inferior en 0,4 puntos porcentuales a la meta de inflación para el año 2000. Por su parte, para el año 2001, el incremento salarial promedio esperado por los agentes era de 9,4%, superior en 1,4 puntos



porcentuales a la meta de inflación (8,0%) fijada por el Banco de la República para el año 2001.

3. Percepción sobre la liquidez y la disponibilidad de crédito

En la encuesta realizada en octubre, el 50,6% de los encuestados percibía que la liquidez de la economía era alta, mientras que el 35,8% la percibía como baja. Como se puede apreciar en el Gráfico 55 A, esta situación no cambió mucho frente a lo que se observó en las encuestas de los dos primeros trimestres del año. Sobre la evolución de la liquidez en los próximos seis meses, el 50,0% creía que no cambiaría, el 23,0% manifestó que sería inferior y el 27,0% que ésta sería superior a los niveles percibidos en ese momento (Gráfico 55 B).

Con respecto a la disponibilidad del crédito, el porcentaje de quienes pensaban que era baja aumentó a lo largo del año. Mientras en abril el 48,0% opinó

que había una baja disponibilidad de crédito, en julio aumentó al 62,0% de encuestados con la misma opinión y, en la última encuesta, dicho porcentaje se incrementó a 65,4% (Gráfico 56 A). Sobre la evolución de esta variable en los siguientes seis meses, el 50,0% creía que no cambiaría, el 27,0% que sería superior, y el 23,0% percibía que sería inferior a los niveles observados en ese momento (Gráfico 56 B).

4. Tasa de interés y tasa de cambio

En materia de tasas de interés, los agentes encuestados continuaban esperando un repunte muy leve de éstas en los siguientes 12 meses. En promedio, la expectativa de la DTF a diciembre del año 2000 se situaba en 13,4%, nivel muy similar al que se esperaba en las encuestas realizadas en abril y julio de 2000 y al observado al final del año de 13,3% (Gráfico 57). En un horizonte de un año, la perspectiva para la DTF se situaba en niveles cercanos al 14,0%.

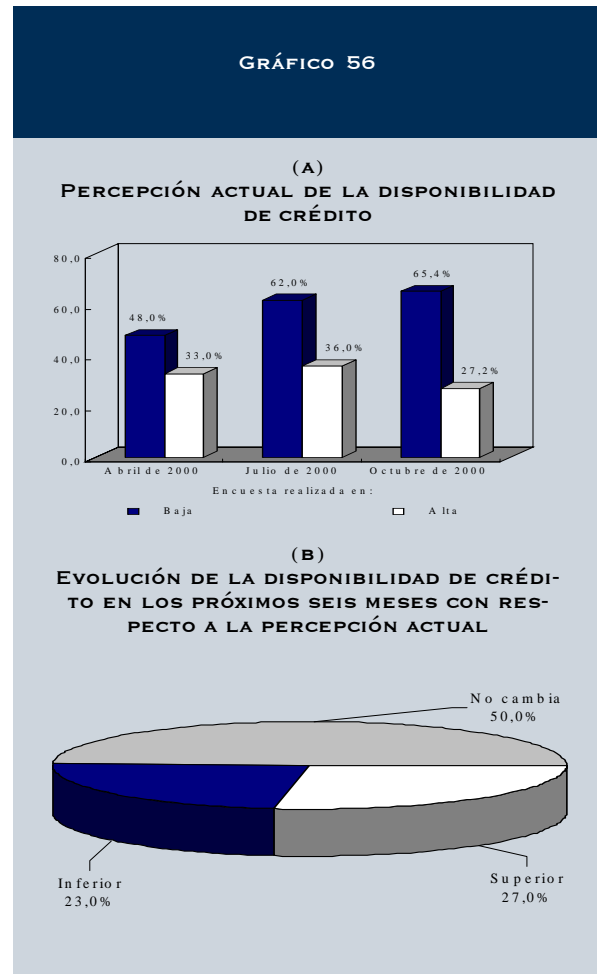
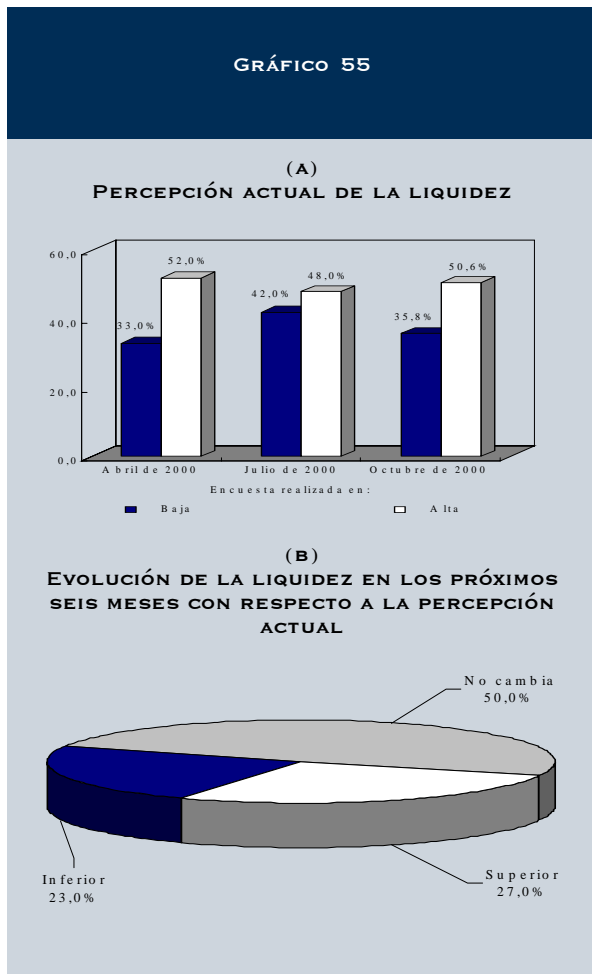


GRÁFICO 57
TASA DE INTERÉS (DTF) OBSERVADA Y ESPERADA
(A TRES, SEIS, NUEVE Y 12 MESES)
(TASA EFECTIVA ANUAL)

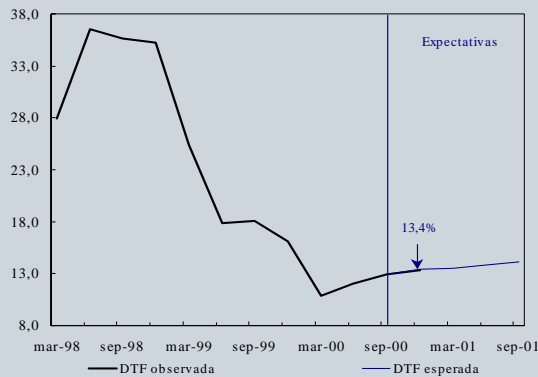


GRÁFICO 58
TASA DE CAMBIO NOMINAL OBSERVADA Y ESPERADA
(A TRES, SEIS, NUEVE Y 12 MESES)
(PESOS POR DÓLAR)

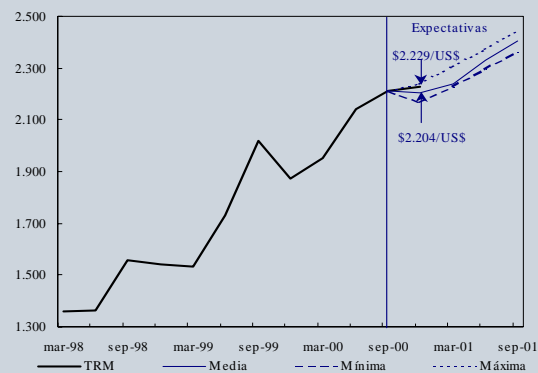
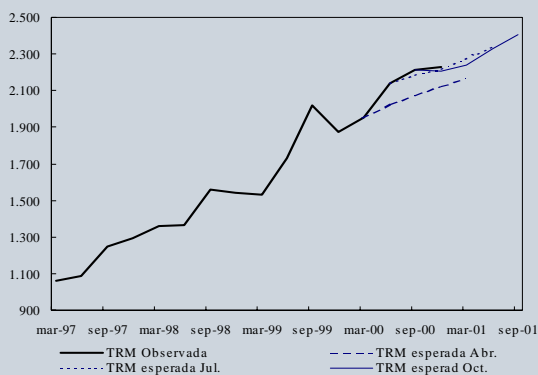


GRÁFICO 59
TASA DE CAMBIO NOMINAL OBSERVADA Y ESPERADA
Y EVOLUCIÓN DE LAS EXPECTATIVAS A LO LARGO DEL AÑO
(PESOS POR DÓLAR)



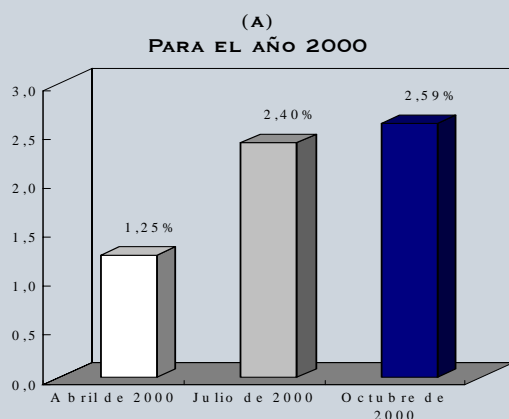
El valor esperado de la tasa de cambio al finalizar el año era en promedio, \$2.204 por dólar, lo que implicaba una devaluación nominal anual de 17,6%. El dato observado (\$2.229 por dólar) no se ubicó muy lejos del esperado por los agentes en la encuesta de octubre (Gráfico 58). Las expectativas de tasa de cambio reportadas en la última encuesta no cambiaron de manera importante frente a las reportadas en julio, por lo menos en lo referente al largo plazo. Respecto a la tendencia del dólar a diciembre de 2000 sí hubo cambios, pues mientras en la encuesta de julio se esperaba un repunte de esta variable, en la de octubre se opinó que su nivel se mantendría alrededor de \$2.200 por dólar aproximadamente (Gráfico 59).

5. Crecimiento y empleo

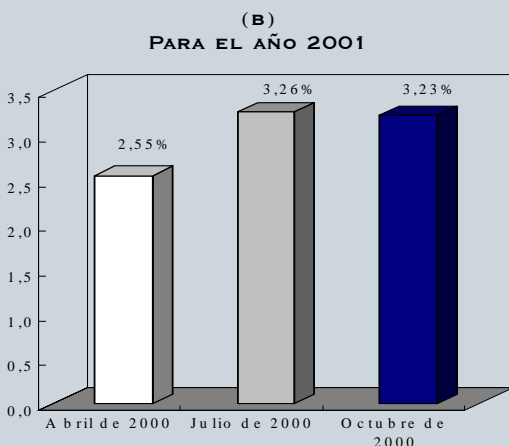
En materia de crecimiento económico, los agentes también aumentaron su optimismo a medida que avanzaba el año. Así, mientras en la encuesta de abril se esperaba en promedio un crecimiento de 1,3%, y en la de julio uno de 2,4%, en la de octubre las expectativas de crecimiento para el año 2000 se situaron en 2,6%, con un mínimo de 2,1% y un máximo de 3,0%. Respecto a las expectativas de crecimiento del año 2001, la encuesta de octubre no mostró cambios frente a lo obtenido en julio, aunque sí señala un incremento frente a la de abril. El crecimiento esperado en la última encuesta es de 3,2% en promedio, con un mínimo de 2,7% y un máximo de 3,7% (Gráfico 60 A y B).

Las expectativas sobre la evolución de la planta de personal en las empresas reportadas en la encuesta de octubre continuaban en niveles poco optimistas. Para el primer semestre de 2001, el 54,3% de los agentes respondió que la planta de personal de su empresa se mantendría constante, el 25,9% creía que disminuiría y tan sólo el 14,8% respondió que aumentaría. En un horizonte un poco más amplio (junio/2001-septiembre/2001), las cifras tampoco fueron alentadoras. El 64,2% respondió que la planta de personal permanecerá constante, el 17,2% que disminuirá y el 13,6% que aumentará (Gráfico 61).

GRÁFICO 60
CRECIMIENTO ESPERADO DEL PIB
 (TASA DE CRECIMIENTO)

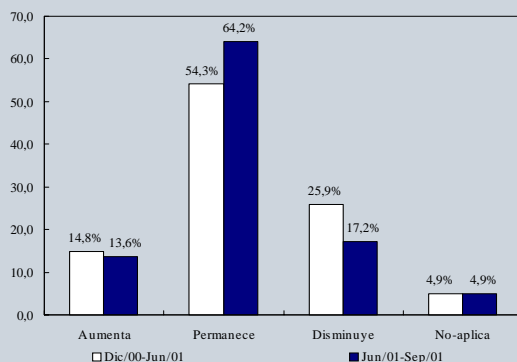


Encuesta realizada en:



Encuesta realizada en:

GRÁFICO 61
EVOLUCIÓN DE LA PLANTA DE PERSONAL DE LAS EMPRESAS EN DIFERENTES HORIZONTES DE TIEMPO
 (PORCENTAJE)



B. PROYECCIONES DE BANCOS DE INVERSIÓN Y FIRMAS CALIFICADORAS DE RIESGO

A finales del año 2000 y a principios de 2001 algunos analistas económicos locales y los bancos de inversión extranjeros dieron a conocer sus proyecciones para las principales variables macroeconómicas en Colombia para el año 2001. En el Cuadro 13 se presentan estas proyecciones, las cuales se resumen a continuación.

El crecimiento promedio esperado por los analistas locales es de 2,9%, menor que la meta oficial del gobierno de 3,8% anunciada en el programa macroeconómico, y menor que el crecimiento que esperan en promedio los analistas externos (3,7%).

En materia de inflación los analistas locales y los externos no se alejan mucho en su proyección. Los primeros esperan en promedio que esta variable se sitúe en 9,8% al finalizar el año 2001, y los externos prevén 9,9%. Las dos proyecciones son superiores en cerca de dos puntos porcentuales a la meta de inflación del 8,0% para 2001 fijada por el Banco de la República.

La tasa de cambio esperada por los analistas locales al final de 2001 es de \$2.381 por dólar y para los analistas externos es de \$2.358 por dólar. Cabe anotar que algunas de las proyecciones de la tasa de cambio fueron realizadas a principios de diciembre de 2000 y suponían una tasa de cambio, para finales de ese mes, menor a la que efectivamente se observó. La razón de esto es que casi ningún analista preveía el repunte que se dio en dicha tasa a finales de 2000.

Tanto los analistas locales como los externos esperan repuntes adicionales de la tasa de interés (DTF) durante el año que comienza. Esta, según las proyecciones, podría situarse en niveles cercanos a 15,5%.

En materia de déficit fiscal, los analistas locales esperan que éste sea de 3,1% del PIB en promedio,

mientras que los externos esperan que el mismo termine en 2,9% al finalizar el año 2001. Las dos proyecciones se sitúan por encima del 2,5% establecido en el programa de ajuste con el FMI.

El déficit en la cuenta corriente esperado por los analistas externos es de 2,1% del PIB, mientras que para los analistas locales el mismo podría ser menor

y situarse en 1,5%. Las dos proyecciones son menores que el déficit establecido en el programa macroeconómico de 3,1% del PIB.

En materia de desempleo, aunque muy pocos analistas hacen proyecciones de esta variable, las que se tienen indican que muy difícilmente se situará por debajo del 18,0% durante el año 2001.

CUADRO 13
PROYECCIÓN DE LAS PRINCIPALES VARIABLES MACROECONÓMICAS PARA 2001

	Fecha de la proyección	Crecimiento del PIB real %	Inflación IPC %	Tasa de cambio nominal (fin de)	DTF nominal %	Déficit (% del PIB)		Tasa de desempleo %
						Fiscal	Cta.Cte.	
Analistas locales								
Revista Dinero 1/	7-dic-00	2,5	10,0	2.500	16,5	3,5		18,5
Javier Fernández Riva 2/	22-nov-00	2,8	9,7	2.334	14,5		1,0 3/	19,1
Suvalor-Corfinsura 4/	nov-00	3,6	9,4	2.370	15,8	2,5		
ANIF 5/	27-oct-00	2,5	9,0	2.359	16,0	3,4	1,9	19,0
Fedesarrollo 6/	ene-01	3,0	11,0	2.345	16,0			> 17,0
Promedio		2,9	9,8	2.381	0,0	3,1	1,5	18,9
Analistas externos								
Latinwatch BBVA 7/	nov-00	3,8	9,8	2.350	15,9	2,5	3,4	
WEFA 8/	dic-00	4,0	8,3			4,0	1,6	18,0
Goldman Sachs 9/	15-dic-01	4,0	8,0	2.300 10/	16,5	3,0	0,9	
IDEA global 9/	15-dic-01	3,8	8,7	2.300		2,3	1,4	
ABN Amro Bank 11/	29-nov-00	3,5	10,0	2.475		3,0	2,1	
Salomón Smith Barney 12/	11-dic-01	3,5	10,0	2.430		3,0	1,0	
Deutsche Bank 13/	12-ene-01	2,6	8,2	2.383		2,8	3,0	
Morgan Stanley 14/	17-nov-00	4,8	15,0	2.268	14,0			
Merrill Lynch 9/	15-dic-01	3,5	11,0			2,5	3,0	
Promedio		3,7	9,9	2.358	15,5	2,9	2,1	

1/ Revista Dinero, 7 de Dic. de 2000, No. 123.

2/ Seminario "Prospectivas económicas y financieras".

3/ Obtenido de las cifras en niveles.

4/ Documento de Nov. de 2000.

5/ Seminario ANIF-Fedesarrollo, Oct. 27 de 2000.

6/ "Perspectivas para el año 2001".

7/ Documento de noviembre de 2000.

8/ "Latin America Monthly Monitor", Nov. de 2000.

9/ Informe, ¿Cómo nos ven afuera?, Subgerencia Monetaria y de Reserva (SMR), Dic. 15 de 2000.

10/ Proyección al 15 de Dic. de 2001.

11/ Informe, ¿Cómo nos ven afuera?, SMR, Nov. 29 de 2000.

12/ Informe, ¿Cómo nos ven afuera?, SMR, Dic. 11 de 2000.

13/ Informe, ¿Cómo nos ven afuera?, SMR, Ene. 12 de 2001.

14/ Informe, ¿Cómo nos ven afuera?, SMR, Nov. 17 de 2000.

IV

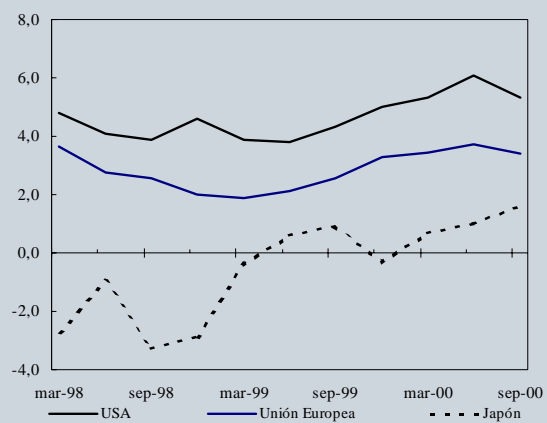
CONTEXTO INTERNACIONAL

A. ASPECTOS GENERALES

Si bien las perspectivas para la actividad global durante el cuarto trimestre de 2000 continuaron evolucionando positivamente, durante este período también se empezaron a manifestar signos claros de una desaceleración en el crecimiento económico. En la actualidad, se espera una desaceleración económica global en 2001, principalmente por un menor crecimiento de las economías industrializadas, aunque la probabilidad de una recesión fuerte es aún mínima.

Durante el año que termina, la actividad económica global alcanzó una tasa de crecimiento del orden de 4,7%, la tasa más alta registrada en cuatro años (Gráfico 62). Por otra parte, a pesar de que la inflación total en la mayoría de las regiones del mundo aumentó debido a los mayores incrementos en el precio del petróleo, la inflación básica apenas reflejó este hecho. Finalmente, la política monetaria en 2000 fue más restrictiva. Así, en los Estados Unidos, el Federal Reserve Board (Fed), elevó su tasa de interés tres veces en los seis primeros meses del año buscando evitar mayores presiones inflacionarias provenientes de los incrementos en los costos y los salarios; por su parte, la Unión Europea, tratando de evitar un rebrote inflacionario y una mayor depreciación del euro, también realizó seis incrementos en su tipo de interés (de 3,0% en enero de este año pasó a 4,75% en octubre pasado) y adicionalmente intervino en el mercado de divisas en múltiples ocasiones; por último, Japón terminó en agosto pasado con su connotada política de tasa de interés de 0,0% situando dicha tasa en 0,25%.

GRÁFICO 62
TASA DE CRECIMIENTO ANUAL: JAPÓN, USA Y UE
1998:3-2000:9
(PORCENTAJE)



Fuente: Bloomberg.

1. Los Estados Unidos

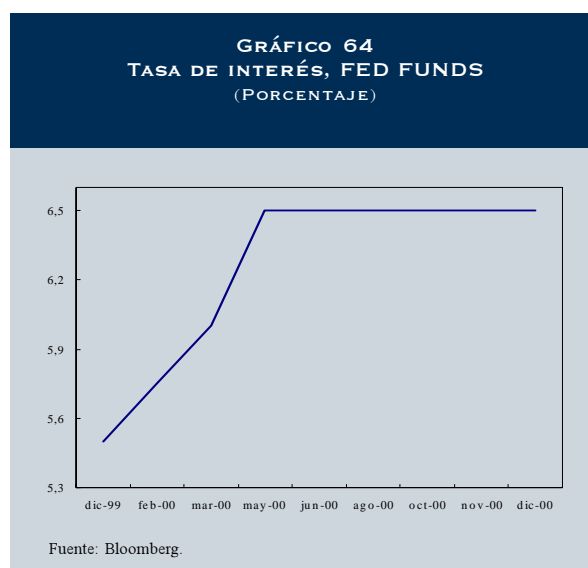
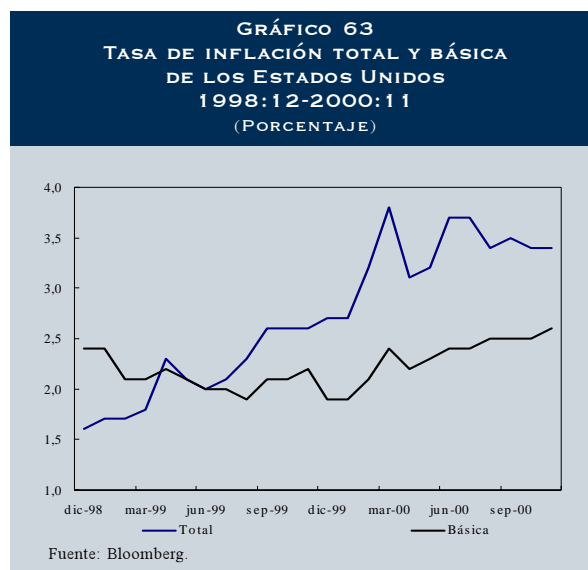
En los últimos meses, la economía estadounidense parece haber entrado en una fase de crecimiento más lento. Si bien se espera finalizará el año 2000 con un crecimiento anual que fluctuará alrededor del 5,0%, para el año 2001 se proyecta un crecimiento de sólo 2,9%. Ya durante el tercer trimestre de 2000 se observaron claros signos de desaceleración económica. Para este período, la economía estadounidense alcanzó una tasa de crecimiento trimestral anualizada de apenas 2,2%, el menor incremento reportado en cuatro años. Adicionalmente, en su reporte del 6 de diciembre el Fed¹⁰ hace énfasis en los síntomas de enfriamiento de

¹⁰ Por medio del "Beige Book", publicación del Fed que sintetiza el comportamiento de la economía norteamericana basado en información económica recolectada en sus 12 distritos: Boston, New York, Philadelphia, Cleveland, Richmond, Atlanta, Chicago, St. Louis, Minneapolis, Kansas City, Dallas y San Francisco.

la actividad económica: se reportó un debilitamiento en las ventas de automóviles, una disminución en el crecimiento económico de ocho distritos, mientras que los cuatro restantes reportaron crecimiento moderado, la actividad manufacturera en la mayoría de distritos reportó disminuciones, al mismo tiempo que las órdenes manufactureras cayeron en octubre más rápido que lo previsto (de 1,1% en septiembre pasaron a -3,3% en octubre), y finalmente, se reportó un descenso en el gasto de inversión. Por otra parte, a pesar de que el mercado laboral continúa “apretado” en gran parte de la nación (con una tasa de desempleo igual al 4,0%), el último reporte de empleo deja entrever signos de aflojamiento del mismo. En efecto, la demanda de seguro de desempleo se ha incrementado y la creación de nuevos puestos de trabajo ha disminuido, todo lo cual, nuevamente, sugiere que la economía ha empezado a desacelerarse.

En cuanto a la inflación, el índice de precios al consumidor en el mes de noviembre sufrió un incremento de 0,2%, igual al registrado en octubre, y menor que el 0,5% registrado en septiembre. Al mismo tiempo, la inflación básica (inflación total excluyendo los alimentos más volátiles y el precio de la energía) se situó en 0,3%, incremento marginalmente superior al 0,2% registrado en octubre, e igual al 0,3% de septiembre (Gráfico 63). La evidencia sugiere que la inflación está controlada, aunque persiste el temor de un rebrote inflacionario ante el comportamiento de los precios del petróleo y el alza registrada en los salarios y los costos de los factores de producción.

Aunque muchos analistas y gran parte del mercado anticipaban una disminución de la tasa de interés por parte del Fed antes de fin de año, esto no sucedió y en su última reunión del 19 de diciembre de 2000 este organismo decidió mantenerla inalterada en 6,5% (Gráfico 64). Sin embargo, en esta oportunidad, el Fed manifestó un cambio en su posición frente a la inflación y el crecimiento, dando mayor énfasis a las tendencias recesivas de la economía que a un posible repunte de la inflación. En parte, sustentados en el menor sesgo inflacionario que muestran las autoridades monetarias de los Estados Unidos, los analistas



económicos prevén una disminución del orden de 50 puntos básicos (pb) en la tasa de interés durante el primer trimestre del año entrante, lo que podría dar inicio a una conjunta y coordinada suavización de la política monetaria mundial.

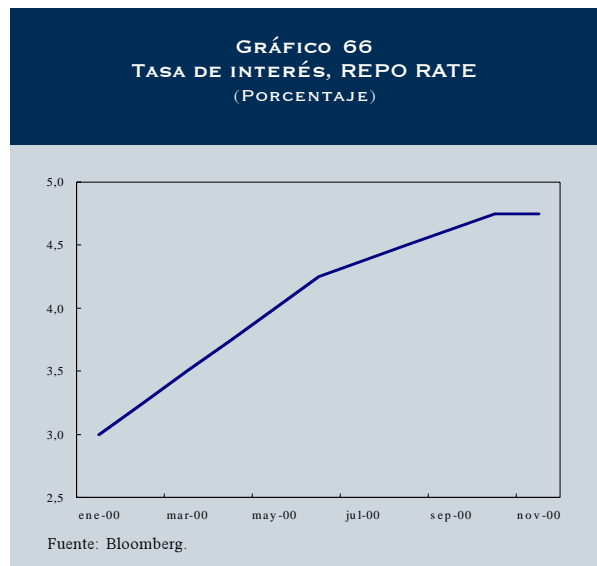
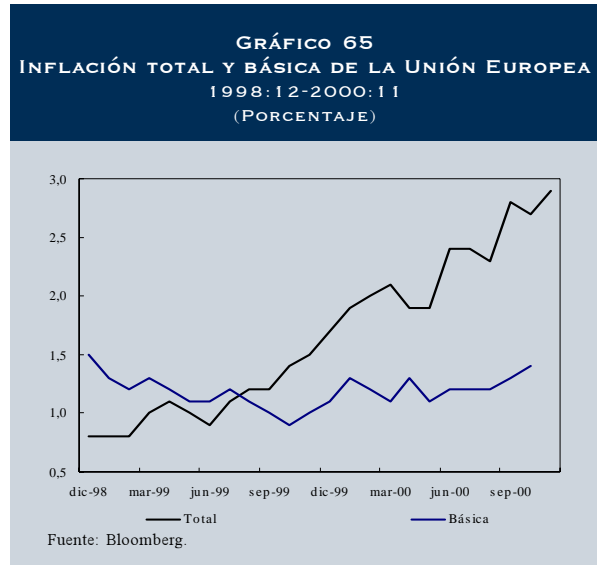
2. La Unión Europea

Durante los trimestres segundo y tercero de 2000, el crecimiento anual del PIB en los 11 países de la Unión Europea fue de 3,7% y 3,4%, respectivamente. El comportamiento observado del PIB en el tercer trimestre respondió principalmente a una desaceleración del gasto de los hogares, el cual desde principios de 1998 había pasado a ser uno de los principales facto-

res que explicaban el crecimiento de la región. Por otra parte, el gasto en inversión permaneció fuerte durante los meses pasados. Sin embargo, al igual que la economía norteamericana, la europea ya ha empezado a manifestar signos de enfriamiento: tanto el indicador de confianza de los consumidores como el de negocios cayeron en noviembre reflejando la percepción del deterioro de las condiciones económicas por parte de los hogares y de los empresarios, a pesar de que el primero se mantiene en niveles históricamente altos. Estas menores expectativas de crecimiento económico se ven confirmadas por el comportamiento de la producción industrial, la cual, en septiembre creció a una tasa anual de 5,6%, inferior a la alcanzada en agosto (6,5%). De igual manera, el crecimiento del crédito a los hogares ha empezado a disminuir al mismo tiempo que las ventas de automóviles han descendido hasta el punto de encontrarse muy por debajo de su nivel promedio histórico.

Adicionalmente, existe una serie de factores y riesgos que está afectando el crecimiento económico de la región y que puede llegar a dificultar el manejo macroeconómico de la misma. Como ya se señaló, la política monetaria conducida por el Banco Central Europeo (BCE) ha sufrido un fuerte endurecimiento durante todo este año, hecho que ha empezado a repercutir en el sector real de la economía. Por otra parte, el aumento en el precio del petróleo ha disminuido el ingreso real de los hogares con la consecuente disminución del consumo de los mismos. Por último, un riesgo latente es la inflación, cuya aceleración reciente está reflejando principalmente la depreciación del euro frente al dólar estadounidense y la subida del precio del petróleo en los mercados internacionales. Durante los meses de septiembre, octubre y noviembre, se reportó una inflación de 2,8%, 2,7% y 2,9% respectivamente, cifras de incremento anual muy por encima del 2,0% fijado como meta de inflación por el BCE a principios del año (Gráfico 65).

En razón de lo anterior, queda claro que el BCE todavía enfrenta un dilema entre crecimiento económico y estabilidad en los precios. Sin embargo, el menor crecimiento económico esperado unido con un descenso



esperado en los precios del petróleo para el próximo año y una mayor estabilidad en el comportamiento del euro podrían ser más importantes que el surgimiento de presiones sobre los precios. Es así como muchos analistas internacionales esperan ver un suavizamiento de la política monetaria por medio de una disminución en la tasa de interés durante la primera mitad de 2001 (Gráfico 66).

3. Japón

La economía japonesa ha empezado a recuperarse jalonada especialmente por el aumento de las utilidades corporativas y la inversión fija del sector privado. Sin embargo, y a pesar de las notables mejoras en el

empleo y en los ingresos, el consumo privado continúa siendo muy débil. Adicionalmente, la inversión pública ha permanecido estancada en los niveles del segundo trimestre de 2000. Así mismo, en razón del menor crecimiento mundial previsto para el próximo año, se espera que las exportaciones netas (exportaciones reales menos importaciones reales), disminuyan.

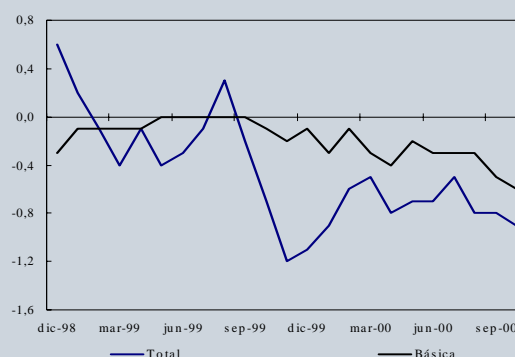
En cuanto a la inflación, el índice de precios al consumidor siguió mostrando la misma tendencia decreciente que en meses anteriores (Gráfico 67), a pesar de que los precios de los productos importados están aumentando a consecuencia del incremento en los precios internacionales de los *commodities* (0,0% en julio, -0,2% en agosto y -0,2% en septiembre).

Finalmente, el Banco Central del Japón ha dejado entrever su preocupación por la aún frágil recuperación económica, ya que el riesgo de que el reciente desarrollo en los mercados externo y financiero llegue a afectar negativamente la percepción de la economía por parte de los hogares y de los empresarios es alto. Sin embargo y a pesar de esto, es poco probable que se regrese a la política de tasa de interés de 0,0%, ya que el impacto de la subida de la tasa de interés sobre la recuperación económica fue insignificante y, en opinión de diversos analistas económicos, el hecho de bajar dicha tasa no tendría sentido alguno, a menos que se haga evidente una nueva recesión económica con su correspondiente espiral deflacionario o que se vea amenazada la estabilidad del sector financiero.

4. América Latina

En materia de crecimiento, la región se ha comportado satisfactoriamente en los últimos meses. La mayoría de los países ha crecido más rápidamente de lo esperado durante el tercer trimestre y se prevé que el ciclo de expansión económica continúe, aunque es previsible una moderación en el crecimiento de algunas economías, debido a la persistencia de los problemas en el ámbito político y además, por las condiciones globales menos favorables, las cuales podrían poner en peligro las exportaciones, los precios de los *commodities* y los flujos de capitales. Sin embargo, en opinión de analistas internacionales, a pesar de que la vulnerabilidad de la región a las fuerzas

GRÁFICO 67
INFLACIÓN TOTAL Y BÁSICA DEL JAPÓN
1998:12-2000:10
(PORCENTAJE)



Fuente: Bloomberg.

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

	1999	2000(*)	2001(*)
Estados Unidos	4,1	5,1	2,9
Japón	(0,3)	2,0	1,6
Unión Europea	2,3	3,3	2,7
Argentina	(3,4)	0,0	2,0
Brasil	0,9	4,0	4,0
Chile	(1,1)	5,0	5,0
Ecuador	(7,3)	2,0	3,6
México	3,7	7,0	3,8
Perú	1,4	4,0	0,3
Venezuela	(6,1)	3,5	5,0

(*) Pronósticos a diciembre.
Fuente: CEPAL, y J. P. Morgan.

externas persiste, ésta es mucho menor que la sufrida en trimestres anteriores, en parte, gracias a la puesta en marcha de políticas macroeconómicas acertadas. Adicionalmente, el relajamiento esperado en la política monetaria de los Estados Unidos y de la Unión Europea, despeja el panorama financiero para Latinoamérica en el próximo año. De esta forma, la región debe terminar con un crecimiento de 4,0% para 2000 y se prevé que alcance uno de 3,5% en 2001 (Cuadro 14).

Por países, los resultados económicos sin embargo, siguen siendo mixtos. México, al ser el país latinoamericano con mayor grado de integración con los Estados Unidos, debe verse más afectado que el resto de la región por el enfriamiento de la economía norteamericana y así, se espera que esta economía exhiba un crecimiento menor en 2001 que el observado en 2000. En cuanto a Brasil, es probable que su economía continúe creciendo, a pesar de que en los trimestres anteriores no haya presentado signos fuertes de vigor económico. Por otra parte, se prevé que la economía argentina permanecerá estancada durante la primera mitad de 2001 aunque el probable descenso de la tasa de interés de los Estados Unidos ayudará a reactivar su economía.

En cuanto a los países andinos, se prevé un mayor ritmo de crecimiento pese a que los problemas políticos siguen siendo el principal factor que añade incertidumbre a la región. Ecuador continúa exitosamente con su proceso de dolarización al mismo tiempo que su economía se encuentra mucho más estable que hace un año. Se espera que esta economía termine el año con una tasa de crecimiento anual de 2,0% y para 2001 se espera que alcance el 3,6%. Por su parte, en Venezuela, el alto precio del petróleo está dando al país ingresos adicionales para financiar ampliamente su gasto público y para estimular fuertemente su demanda privada, la cual ha venido expandiéndose rápidamente. De esta forma, Venezuela debe finalizar el año con un crecimiento real cercano al 3,5% y se espera que en 2001 registre un crecimiento cercano al 5,0%.

B. PRECIOS DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS

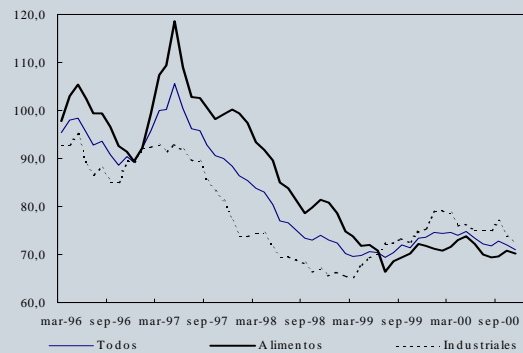
Los precios internacionales de los productos básicos influyen los precios al consumidor en Colombia a través de la importación directa de esos bienes para el consumo (p. ej. granos) o indirectamente, como insumo en la producción de bienes finales (p. ej. petróleo). Adicionalmente, los precios internacionales de algunos bienes básicos exportados por Colombia,

como el petróleo y el café, inciden significativamente sus balances externo y fiscal. En la medida que los precios internacionales de los productos básicos afectan los precios al consumidor y los balances macroeconómicos del país, su comportamiento es un determinante importante de la inflación, la estabilidad cambiaria y el crecimiento económico de corto plazo.

Los precios de los productos básicos, diferentes a petróleo, disminuyeron considerablemente entre mediados de 1997 y de 1999 (Gráfico 68). Esa caída contribuyó a la disminución de las presiones inflacionarias en Colombia y otros países. Si bien durante el segundo semestre de 1999 los precios internacionales de los productos básicos aumentaron un poco (6,2%), este incremento no se sostuvo y durante 2000 han exhibido una tendencia descendente. En efecto, el índice de precios para el conjunto de productos básicos de la revista *The Economist* disminuyó 5,1% entre mayo y noviembre pasados, ubicándose este último mes 3,2% por debajo del nivel observado en noviembre de 1999.

La caída de los precios internacionales de los productos básicos a partir del pasado mes de mayo se registró principalmente en los productos de uso industrial. El subíndice de industriales de *The Economist* mostró una caída de 5,2% entre mayo y noviembre, y se situó en este mismo mes 2,8% por debajo del observado en noviembre de 1999. Por su parte, el subíndice de precios de los alimentos au-

GRÁFICO 68
ÍNDICE DE LOS PRINCIPALES PRODUCTOS BÁSICOS
MENSUALES EXPORTADOS POR COLOMBIA
(1995 = 100)



Fuente: The Economist.

mentó cerca de 4,0% entre febrero y mayo, y a partir de entonces ha caído de nuevo para situarse en un nivel inferior al que tenía al comenzar este año.

1. Petróleo

A comienzos del mes de septiembre el precio del petróleo alcanzó U\$37 por barril, el nivel más alto desde la guerra del Golfo en 1990. Ante las presiones internacionales para disminuir el riesgo de efectos inflacionarios y recesivos en la economía mundial, el 10 de septiembre la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) acordó aumentar la producción diaria de petróleo a partir del 1 de octubre en 800.000 barriles, 300.000 más que los establecidos por el mecanismo de bandas¹¹. Asimismo, el 22 de septiembre Estados Unidos decidió liberar 30 millones de barriles de sus Reservas Estratégicas por un período de 30 días.

Con la aplicación de estas medidas se esperaba que los inventarios de combustible para calefacción aumentaran y se calmara el temor de una posible escasez del crudo en la temporada de invierno. Así, se tenía previsto que el precio del petróleo descendiera en el último trimestre a niveles de U\$30 por barril. Sin embargo, como se anticipó en el informe de inflación anterior, la velocidad de respuesta del precio del petróleo ante la medida adoptada por la OPEP fue lenta, entre otras razones, por el tiempo que tarda el transporte del crudo desde el Medio Oriente hasta los principales mercados, especialmente el de los Estados Unidos. Por otra parte, durante el cuarto trimestre se mantuvieron los temores de una posible escasez del crudo asociados con las amenazas de Iraq de suspender las exportaciones de petróleo¹² y con la agudización del conflicto palestino-israelí. Estas circunstancias presionaron los precios del crudo al alza durante los meses de octubre y noviembre a niveles de U\$36 por barril.

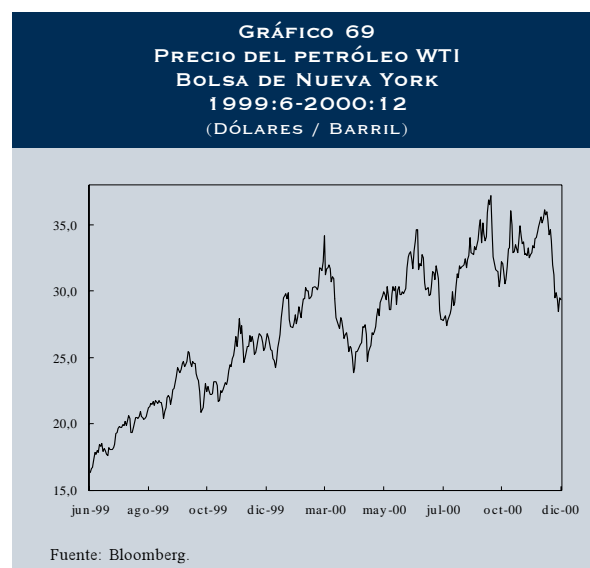
¹¹ Según este mecanismo, la OPEP se compromete a aumentar su producción diaria en 500.000 barriles si el precio promedio del crudo supera, por un período superior a 20 días, los U\$28 por barril, y a reducirla en igual volumen si el precio se sitúa por debajo de U\$22 por barril.

¹² Se estima que Iraq tiene una capacidad de producción de 2,8 millones de barriles por día, es decir, alrededor de 4,0% de la producción mundial de petróleo.

Como respuesta a este incremento continuo del precio, el 31 de octubre la OPEP decidió, nuevamente, aumentar la producción diaria en 500.000 barriles, tal como lo indica el mecanismo de bandas establecido por la organización. Gracias a ello y a los pronunciamientos de los Estados Unidos y de la Agencia Internacional de Energía señalando que estaban en plena capacidad de abastecer el mercado para compensar cualquier escasez, se redujo la incertidumbre sobre la disponibilidad del crudo en la temporada de invierno y disminuyó el precio en las primeras semanas de diciembre a niveles de U\$28 por barril (Gráfico 69).

En la actualidad hay señales de un incremento de los inventarios de crudo y combustible para calefacción en los Estados Unidos como respuesta a las medidas de incremento de la oferta tomadas por la OPEP desde septiembre. Este hecho, junto con el debilitamiento de la demanda de gasolina que debe resultar del enfriamiento de la economía americana, permiten esperar menores precios para el 2001. Algunos expertos prevén un precio para el barril de petróleo de U\$25, en promedio, para el próximo año.

El incremento en el precio del petróleo durante los dos primeros meses del cuarto trimestre y su importante descenso en diciembre se ha visto reflejado en el comportamiento de los precios de los contratos a futuro en la Bolsa de Nueva York (Gráfico 70). Estos precios habían presentado un repunte significati-



vo hasta noviembre, lo cual indicaba la gran incertidumbre de los agentes económicos ante la disponibilidad de crudo. Sin embargo, esta incertidumbre ha cedido como lo muestra el comportamiento de los contratos a futuro de uno, seis y 12 meses. Para el 12 de diciembre estos se cotizaban a U\$26,8, U\$24,9 y U\$23,8, respectivamente, muy por debajo de los niveles alcanzados un mes atrás (U\$34,6, U\$30,0 y U\$26,9). Así, los contratos a seis y 12 meses sugieren que para el año 2001 el mercado espera precios inferiores a los observados durante gran parte de 2000.

2. Café

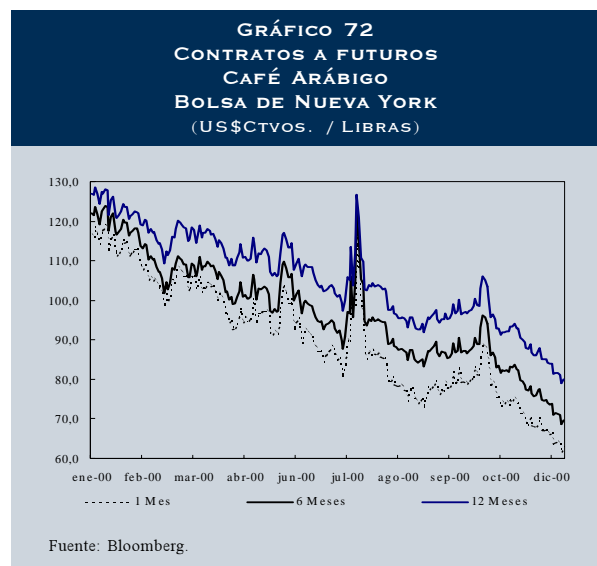
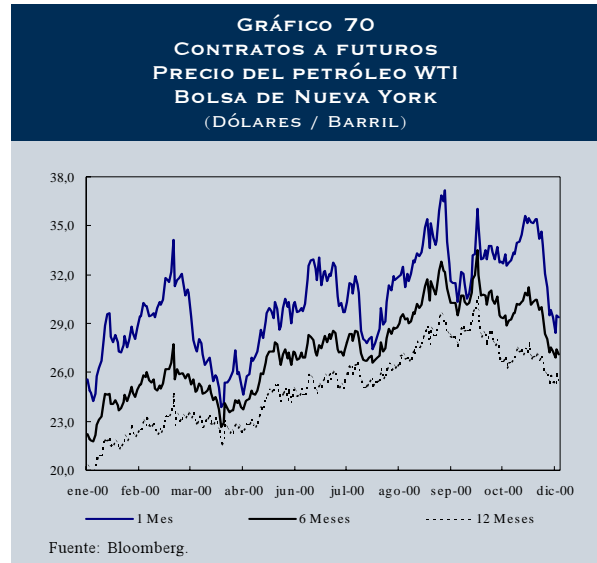
El precio internacional del café registró una fuerte caída en el año 2000, en comparación con el precio promedio registrado en 1999. A pesar de la puesta en marcha, el pasado mes de julio, del “Plan de Retención del Café” la cotización del café colombiano para la última semana de diciembre fue de U\$72,7 centavos/libra, el nivel más bajo de los últimos años (Gráfico 71). La misma tendencia se ha presentado en los precios de los contratos a futuro (Gráfico 72). La caída en el precio registrada en este último trimestre es atribuida, principalmente, a los mayores niveles de los inventarios de café en los países consumidores, especialmente en los Estados Unidos.

Inicialmente, el Plan de Retención del Café¹³ aplicado por la Asociación de Países Productores de Café (APPC)¹⁴ tenía como fin reducir los inventarios de los países consumidores y de esta forma ubicar el precio internacional del grano en niveles superiores a los U\$95 centavos/libra. Según este acuerdo, Brasil decidió retener seis millones de sacos entre julio de 2000 y julio de 2001 (tres millones más de lo planeado inicialmente) mientras que Colombia fijó la retención, para el año 2000, en un millón de sacos¹⁵. A pesar de contar con este mecanismo de estabilización

¹³ Según este acuerdo, las exportaciones de café se reducen en un 20,0% si el precio se ubica por debajo de U\$95 centavos/libra.

¹⁴ Los países ratificados como miembros de la APPC son Brasil, Colombia, Costa Rica, El Salvador, India, Indonesia, Venezuela, Angola, Costa de Marfil, Kenia, Tanzania, Tago, Uganda y República Democrática del Congo.

¹⁵ Cabe señalar que las exportaciones de café colombiano, para el último trimestre, fueron de 3,1 millones de sacos.



del precio, el efecto sobre la oferta mundial no se ha dejado sentir a la fecha y al finalizar el año los inventarios de café en los países consumidores continuaban siendo altos. Aún así, se espera una recuperación del precio del grano a partir de marzo o abril próximos, cuando las medidas dispuestas por la APPC deben lograr disminuir el exceso de oferta en el mercado.

C. PANORAMA FINANCIERO

El panorama financiero para Latinoamérica, y para todas las economías emergentes, continúa fuertemente influenciado por el comportamiento de la economía de los Estados Unidos y sus signos de enfriamiento. Los numerosos signos de desaceleración de la economía norteamericana, hacen entrever una posible disminución en la tasa de interés del Fed durante el primer semestre de 2000, factor que, se cree, ayudaría a estabilizar, e incluso disminuir, los *spreads* de la deuda soberana a 10 y 30 años durante 2001 (gráficos 73 y 74).

Sin embargo, las expectativas de una disminución en la tasa de interés norteamericana no son del todo alentadoras, ya que, el motor de esta decisión es evitar una recesión en los Estados Unidos, la cual podría perjudicar tanto las exportaciones latinoamericanas como los términos de intercambio de estas economías, aumentar la incertidumbre en la región, bajar los precios de algunos *commodities* y así, aumentar las posibilidades de una fuga de capitales de Latinoamérica.

Además del comportamiento de la economía americana, otro factor que podría estar afectando el panorama financiero de América Latina en los próximos meses es el futuro de la economía argentina, por el efecto contagio que una salida masiva de capitales de este país tendría sobre los mercados emergentes. El *spread* de la deuda soberana a 10 años de Argentina pasó de 762,1 pb el primero de septiembre a 901,8 pb a mediados de diciembre, habiendo alcanzado en noviembre un máximo de 1.053,7 pb. Los malos resultados macroeconómicos exhibidos por este país en unión con la incertidumbre política

GRÁFICO 73
SPREADS DE LA DEUDA LATINOAMERICANA A 10 AÑOS
(PUNTOS BÁSICOS SOBRE EL BONO DEL TESORO AMERICANO A 10 AÑOS)

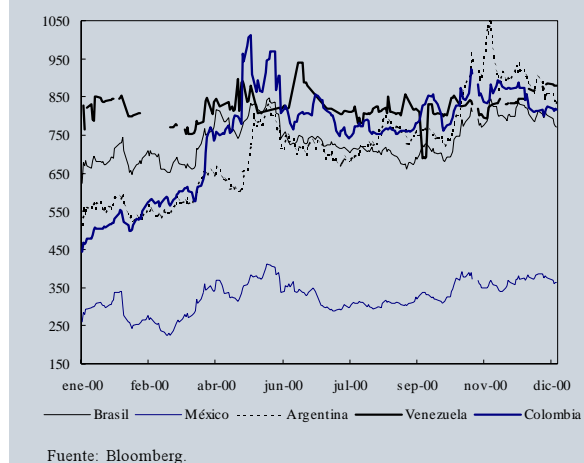


GRÁFICO 74
SPREADS DE LA DEUDA LATINOAMERICANA A 30 AÑOS
(PUNTOS BÁSICOS SOBRE EL BONO DEL TESORO AMERICANO A 30 AÑOS)



argentina, ocasionaron el gran aumento del *spread*. Si bien la Argentina ha recurrido al FMI, para subsanar estos problemas y otros de índole fiscal y de credibilidad, la implementación de los programas macroeconómicos y financieros de este organismo no garantizan la eliminación de ciertos peligros en el corto plazo para toda la región durante 2001. Es un hecho que los inversionistas extranjeros estarán monitoreando permanentemente los resultados que muestre en materia económica la Argentina, hecho que puede aumentar el grado de incertidumbre y vulnerabilidad de la región.

PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN

A. PRONÓSTICOS PARA LOS AÑOS 2001 Y 2002, CON BASE EN DISTINTOS MODELOS

En esta sección se presentan las proyecciones de inflación para finales de 2001 y de 2002 con información disponible en materia de precios hasta diciembre de 2000. Estas proyecciones se efectuaron suponiendo un crecimiento de la base monetaria que concuerde con el crecimiento de la línea de referencia definido por la Junta Directiva para 2001¹⁶. De igual manera, las proyecciones suponen un crecimiento para el resto de agregados monetarios coherente con esta línea de referencia, si bien aun son inciertos los efectos del impuesto del tres por mil sobre la demanda de los diferentes activos financieros. Para 2002 se supone un crecimiento de la base monetaria y resto de agregados monetarios que consulte la meta de inflación del 6,0%.

Respecto al Informe presentado en septiembre de 2000, las actuales proyecciones no contemplan cambios sustanciales en el resto de supuestos principales. Así, en materia de devaluación para 2001 se prevé una relativa estabilidad cambiaria, gracias a que se espera un buen desempeño de la balanza de pagos, que permitirá el cumplimiento de las metas de acumulación de reservas contemplado en el programa macroeconómico. Para 2002 se prevé una de-

valuación compatible con la estabilidad del tipo de cambio real. En materia de crecimiento para 2001, se considera que la meta del gobierno del 3,8% es viable, en tanto que para 2002 se espera un crecimiento del 4,5%. En cuanto a los precios de los bienes importados, se establece un crecimiento compatible con los supuestos de devaluación y con una inflación externa del 3,0%. Por último, no se prevén sobresaltos importantes en los precios de los alimentos a lo largo de 2001 y de 2002, de tal forma que al final de estos años sus precios relativos no deberán diferir significativamente de los observados a finales de 2000.

Utilizando los supuestos anteriores, los modelos de series de tiempo y estructurales muestran que es viable la meta de inflación del 8,0% para 2001. En particular, la combinación de proyecciones de los diferentes modelos, que ha demostrado ser un buen predictor de la inflación a horizontes de un año o más, pronostica una inflación de 7,6% para diciembre de 2001, ligeramente inferior al pronóstico efectuado en septiembre (8,1%). Para 2002, la mayoría de los modelos señalan que la inflación mantiene su tendencia decreciente respecto a los niveles esperados para 2001. Utilizando el mismo método de combinación de pronósticos se proyecta una inflación de 6,9%, suponiendo que la autoridad monetaria mantiene una política monetaria neutra. Debe señalarse, sin embargo, que los métodos econométricos que aquí se utilizan tienden a sobrestimar la inflación en horizontes largos, especialmente en épocas de desinflación como las que actualmente experimenta la economía colombiana, toda vez que dan mucho peso a los componentes inerciales de las series utilizadas.

¹⁶ Véase *Reportes del Emisor* 19, de diciembre de 2000 para una información más detallada al respecto. De acuerdo con las cifras observadas de base para finales de 2000, el crecimiento promedio de la línea de referencia es de 12,7% y el crecimiento a fin de año es de 4,3%.

B. RIESGOS PARA 2001

Los riesgos en materia de inflación que se identificaron en el Informe de septiembre siguen vigentes. En primer lugar, aún no se puede descartar nuevos incrementos en el precio internacional de los combustibles como resultado de recortes adicionales en las cuotas de producción de los países de la OPEP. En la actualidad, sin embargo, ha disminuido dicha probabilidad, ya que se espera un menor ritmo de crecimiento de la demanda mundial de crudo.

Así mismo, todavía subsiste el riesgo de un incremento en el precio de los alimentos por encima de lo previsto en las proyecciones. Variaciones climáticas no previsibles, como heladas intensas, por ejemplo,

pueden afectar la oferta de algunos alimentos primarios de gran peso en la canasta del consumidor como son la leche y la papa. Dado que estos eventos suelen suceder a comienzos de año, cuando un buen número de precios es reajustado, ello podría afectar negativamente las expectativas de inflación del público.

Por último, el incremento de los aranceles y el de la tarifa del IVA contemplados por la reforma tributaria, pueden tener un impacto adverso sobre precios en el corto plazo, pese a que su efecto neto en el largo plazo contribuye a reducir el déficit fiscal. Así mismo, si bien están dadas las condiciones económicas para garantizar la estabilidad del tipo de cambio a lo largo de 2001, el riesgo de una devaluación por encima de la prevista no se puede descartar, pues el mercado cambiario en Colombia es muy sensible a noticias en los frentes externos y de seguridad interna.

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 2001.