



---

**INFORME SOBRE INFLACIÓN**  
DICIEMBRE DE 1999

---

BANCO DE LA REPÚBLICA



## PRESENTACIÓN, RESUMEN Y CONCLUSIONES

✚ La inflación de 1999 medida por el índice de precios al consumidor (IPC) cerró en 9,2%, 0,1 puntos porcentuales por debajo de la inflación observada al finalizar el tercer trimestre. Esta disminución se produjo luego que la inflación anual al consumidor había aumentado en noviembre 0,4 puntos porcentuales. La tasa de inflación anual a diciembre es la más baja desde 1970, año en el cual fue de 6,6%. La inflación en 1999 fue inferior en 7,5 puntos porcentuales a la de 1998, y en 5,8 puntos porcentuales a la meta inflacionaria establecida para 1999. Por su parte, la inflación al productor, medida a través del índice de precios del productor (IPP), fue de 12,7%, 0,8 puntos porcentuales menor que la de 1998. La variación anual del IPP presentó un repunte importante entre junio (6,1%) y diciembre (12,7%) de 1999, asociado principalmente al comportamiento de los precios de la agricultura, silvicultura y pesca, cuyo crecimiento pasó de -6,0% en julio a 11,7% en diciembre.

✚ En diciembre de 1999 se completaron ocho meses consecutivos con una inflación al consumidor de un dígito. La caída en la tasa de inflación se registró en todos los grupos que conforman la canasta familiar. En especial, se destaca la disminución en el crecimiento de los precios de la vivienda, la cual pasó de crecer de 16,6% en diciembre de 1998 a 5,8% en igual mes de 1999; de la educación que pasó de 17,3% a 10,2%, y de los de alimentos que pasaron de 15,7% a 7,5%.

✚ En el año completo, el crecimiento de los precios al consumidor fue superior a la inflación promedio en transporte (18,7%), gastos varios (16,1%) y salud (15,1%). Los incrementos en el precio de la gasolina, la introducción del IVA a los artículos de aseo personal y la devaluación explican el aumento de los precios de estos grupos. Por debajo del promedio se situaron vestuario (3,1%), vivienda (5,8%) y alimentos (7,5%), estos últimos favorecidos por una abundante oferta agrícola, en especial en el primer semestre de 1999. En la clasificación económica del IPC, el grupo de transables, a raíz de la devaluación, registró un incremento en precios superior a la inflación promedio (10,0%). Dentro del grupo de no transables, los indexados también exhibieron un incremento en precios superior al promedio (10,2%), en parte debido al desmonte gradual de los subsidios en los servicios públicos.

✚ A lo largo del año, excepto en noviembre, se presentó una reducción en el crecimiento anual de los diferentes indicadores de inflación básica. En diciembre, el promedio de los indicadores (9,1%) cayó 0,9 puntos porcentuales con respecto al tercer trimestre del año y 0,5 puntos porcentuales con relación al registro del mes anterior. Como ha venido sucediendo

desde marzo, dos indicadores de inflación básica, el IPC sin alimentos (10,0%) y el núcleo inflacionario (9,8%), se situaron por encima de la inflación observada.

✚ Los diversos indicadores de actividad real disponibles a la fecha sugieren que la producción continuó contrayéndose durante el cuarto trimestre respecto al mismo período de 1998. Sin embargo, hechos como el aumento en el consumo de energía eléctrica en diciembre, el leve repunte de las ventas financiadas con tarjetas de crédito al mismo mes, la mayor utilización de la capacidad instalada a noviembre, el menor ritmo de contracción de las importaciones durante el último trimestre del año y las tasas de crecimiento anual positivas exhibidas por las exportaciones totales y no tradicionales durante noviembre permiten afirmar que el nivel de actividad económica en el último trimestre registró un incremento respecto al producto del trimestre inmediatamente anterior. El buen desempeño de los pedidos de la industria durante la segunda mitad de 1999 y hasta el mes de noviembre incluido, al igual que la reducción progresiva de las existencias en el mismo período, sugieren una recuperación de la producción en el año 2000. Dada la magnitud de la contracción acumulada en el último año y los bajos niveles observados de utilización de capacidad instalada, es posible prever que no se presentarán presiones inflacionarias en el presente año asociadas con excesos de demanda.

✚ El promedio móvil de orden 20 de la base monetaria cerró el mes de diciembre por encima del límite superior del corredor indicativo, como resultado del incremento en la demanda de efectivo y reserva inducido por los temores del público ante el problema informático del año 2000. Debe señalarse, sin embargo, que este gran aumento de la base a finales del año anterior se ha revertido rápidamente en las primeras semanas del presente año. Durante el cuarto trimestre, la cartera real continuó contrayéndose a una tasa similar a la observada a finales del tercer trimestre. Por último, las tasas pasivas nominales y reales para el promedio del cuarto trimestre disminuyeron respecto al nivel promedio observado en el tercer trimestre, en tanto que las tasas activas, nominal y real, se mantuvieron relativamente estables.

✚ Los modelos estructurales y de series de tiempo sugieren que la inflación al finalizar el año 2000 se ubicaría en un rango entre el 8% y el 10% y que para finales del 2001 la inflación podría continuar reduciéndose alrededor de 2 puntos porcentuales adicionales en relación con el rango mencionado. Los pronósticos efectuados a partir de la metodología de proyección por rubros confirman los resultados obtenidos por los modelos estadísticos para el año 2000. Esto sugiere que existe una alta probabilidad de que se cumpla la meta del 10%, e inclusive, que la probabilidad de alcanzar tasas inferiores a la meta no es despreciable si no se presentan choques de oferta negativos.

✚ El incremento de la tasa de desempleo durante 1999 ha impedido que la opinión pública valore en toda su magnitud los posibles beneficios de haber logrado una tasa de inflación de un dígito. Con la reducción de la inflación disminuyen las distorsiones de la economía, aumenta la eficiencia en la asignación de recursos y se reducen las transferencias injustificadas de ingreso, con lo cual es de esperar un incremento en la tasa de crecimiento de largo plazo de la economía y una mejora en el bienestar de la población. El país debe ser consciente de la importancia de este

tipo de ganancias y aprovechar la caída de la inflación en 1999 para consolidar hacia el futuro una tasa de inflación baja, similar a la de los países desarrollados.

✠ Analizado lo anterior y considerando las tendencias de las tasas de interés del mercado, la Junta Directiva decidió mantener el nivel y la estructura de las tasas de interés de intervención del Banco de la República.

La Junta Directiva,

Presidente

Juan Camilo Restrepo Salazar

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 1999**

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**

Oscar Bautista Montero

Edgar Caicedo García

Adolfo León Cobo Serna

Andrés González Gómez

Munir Andrés Jalil Barney

Daniel Mejía Londoño

Luis Fernando Melo Velandia

Jorge Enrique Ramos Forero



## CONTENIDO

I.	INDICES DE PRECIOS	11
	A. ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR	11
	B. ÍNDICE DE PRECIOS DEL PRODUCTOR	14
II.	DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN	15
	A. AGREGADOS MONETARIOS, TASAS DE INTERÉS Y TIPO DE CAMBIO	15
	B. OFERTA Y DEMANDA	21
	C. SALARIOS Y EMPLEO	26
	D. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA	31
	E. LA SITUACIÓN FISCAL	31
III.	MEDIDORES DE EXPECTATIVAS	34
	ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN	34
IV.	CONTEXTO INTERNACIONAL	37
	A. ASPECTOS GENERALES	37
	B. PRECIOS DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS	40
	C. PANORAMA FINANCIERO	40
V.	PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN	43
	A. PRONÓSTICO PARA LOS AÑOS 2000 Y 2001 CON BASE EN DISTINTOS MODELOS	43
	B. ESCENARIOS DE EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS	43



## INDICES DE PRECIOS

### A. ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR

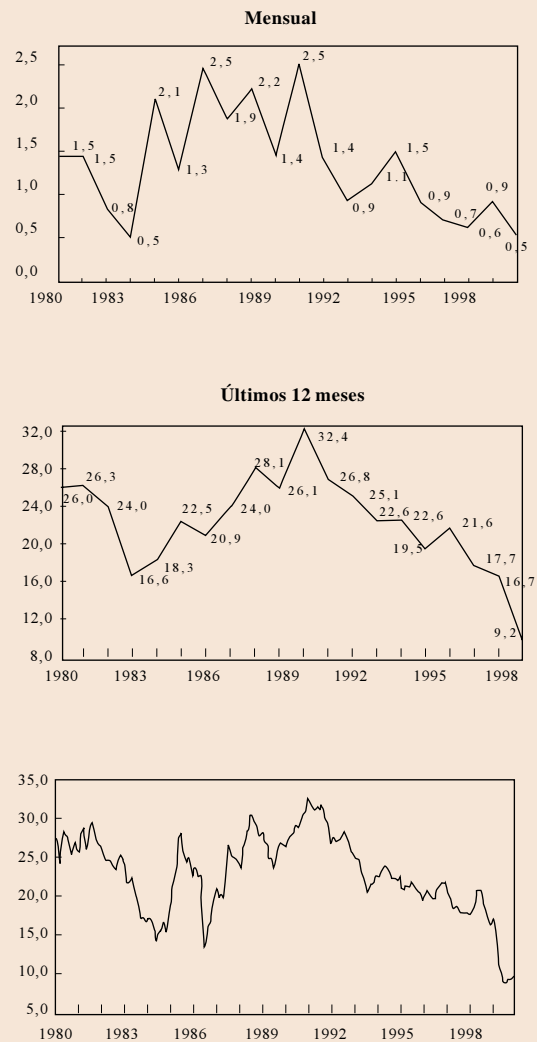
#### Comportamiento general

La inflación en 1999, medida como la variación anual del índice de precios al consumidor (IPC), fue de 9,2%, cifra similar a la registrada en el tercer trimestre de 1999 (9,3%) e inferior en 7,5 puntos porcentuales a la del año pasado (Gráfico 1 y Cuadro 1). Una variación anual del IPC de un dígito no se presentaba desde 1970, fecha en la cual alcanzó un 6,6%. Además, la inflación fue inferior en 5,8 puntos porcentuales a la meta inflacionaria establecida para 1999. La inflación al consumidor en diciembre (0,5%) es la menor registrada para un diciembre en los últimos 16 años.

El análisis por grupos del IPC muestra cómo el vestuario (3,1%), la vivienda (5,8%) y los alimentos (7,5%) facilitaron la reducción de la inflación al presentar variaciones anuales por debajo de la inflación observada. Un segundo componente de la canasta, compuesto por los grupos de transporte (18,7%), gastos varios (16,1%), salud (15,1%) y educación (10,2%), jalonó la inflación, al exhibir variaciones anuales de precios por encima de la inflación.

Los grupos que contribuyeron a una menor inflación se vieron afectados, además de la caída de la demanda, por la abundante oferta agrícola en el caso de los alimentos, por la crisis del sector de la construcción y del mercado inmobiliario en el caso de la vivienda y por los bajos incrementos de precios de los insumos, consecuencia de la fuerte entrada de importaciones, en el caso del vestuario.

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 1999)

	Mensual			Anual		
	1997	1998	1999	1997	1998	1999
<b>I. IPC</b>	0,6	0,9	0,5	17,7	16,7	9,2
Alimentos	(0,3)	0,5	1,0	16,4	15,7	7,5
Vivienda	1,1	1,6	0,3	17,6	16,6	5,8
Vestuario	0,8	0,5	0,2	9,4	7,8	3,1
Salud	0,4	0,6	0,2	21,5	20,6	15,1
Educación 1/	0,1	0,1	0,0	22,8	17,3	10,2
Transporte	2,4	1,2	0,9	21,3	20,2	18,7
Gastos varios	1,2	1,0	0,3	18,2	20,2	16,1
<b>II. Inflación básica 2/</b>	1,0	1,1	0,4	17,4	16,9	9,1
IPC sin alimentos 3/	1,0	1,1	0,4	18,2	17,1	10,0
Núcleo 4/				17,3	16,6	9,8
Media truncada 5/				17,2	17,2	8,8
Media asimétrica 6/				17,0	16,5	7,9
<b>III. IPP</b>	0,5	0,2	0,6	17,5	13,5	12,7
Según uso o destino económico						
Consumo intermedio	1,1	(0,1)	0,9	16,6	12,2	12,4
Consumo final	(0,5)	0,4	0,9	19,3	15,2	12,4
Bienes de capital	0,9	0,2	(1,0)	13,3	14,5	15,8
Materiales de construcción	1,3	0,7	0,1	17,5	12,4	14,3
Según procedencia						
Producidos y consumidos	0,4	0,2	1,1	17,7	13,6	11,6
Importados	1,3	(0,3)	(0,9)	15,9	12,6	16,1
Exportados 7/	1,8	(0,7)	0,9	36,5	4,3	26,7
Según origen industrial (CIU)						
Agricultura, silvicultura y pesca	(1,1)	(0,4)	2,6	23,3	10,0	11,7
Minería	3,1	(2,4)	0,5	5,5	(8,2)	31,1
Industria manufacturera	1,0	0,4	0,1	15,8	15,5	12,7
<b>IV. Otros indicadores de inflación básica</b>						
IPC sin alimentos, servicios y transporte 8/	0,7	0,7	0,1	17,2	15,5	7,8
Mediana 9/				18,0	14,5	5,0

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% 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% en la cola izquierda y 13% 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.

8/ Se excluye del IPC total los alimentos primarios, los servicios estatales (servicios públicos en general) y el transporte.

9/ Corresponde a la mediana ponderada de toda la canasta, calculada con la metodología IPC-60. Al respecto, véase Melo (1997).

Fuente: Banco de la República, SGEE, Tabulados de IPP, IPC y DANE .

Aquellos grupos de la canasta que presionaron un mayor incremento de precios se vieron afectados por varios factores. En primer lugar, el permanente ajuste mensual en el precio de la gasolina que se dio en los primeros 10 meses de 1999, lo cual indujo notables ajustes en las tarifas del transporte público y aéreo. En segundo lugar, por el cobro del impuesto al valor agregado (IVA) en artículos de aseo personal que jalonó los precios del grupo varios. En tercer lugar, por la devaluación que presionó un mayor incremento en los precios de las drogas en el grupo salud. Por último, por el programa de desmonte gradual de subsidios en los servicios públicos que generó incrementos por encima del 21% en teléfono y acueducto.

El Gráfico 2 ilustra el buen comportamiento de todas las medidas de *inflación básica* a lo largo de 1999. Este buen comportamiento se refleja en el hecho que tan sólo en el mes de noviembre tres de las cuatro medidas (núcleo, media asimétrica y media truncada) interrumpieron su decrecimiento en sus variaciones anuales. Sin embargo, dos de ellas, el núcleo (9,8%) y el IPC sin alimentos (10,0%) cerraron 1999 con una tasa superior a la de la inflación observada (Cuadro 1). Al finalizar el cuarto trimestre, la inflación básica, medida como un promedio de todos los indicadores, fue de 9,1%, inferior en 0,9 puntos porcentuales a la observada en el tercer trimestre de este año.

### Clasificación alterna: grupos aceleradores y desaceleradores de la inflación

En el Gráfico 3, se recoge la evolución anual de precios según una clasificación alterna, la cual divide la canasta del IPC en bienes transables<sup>1</sup> y no transables (indexados<sup>2</sup>, flexibles<sup>3</sup> y cíclicos<sup>4</sup>). En este gráfico se aprecia tres comportamientos. El de los bienes flexibles (agrícolas no procesados), los cuales luego de

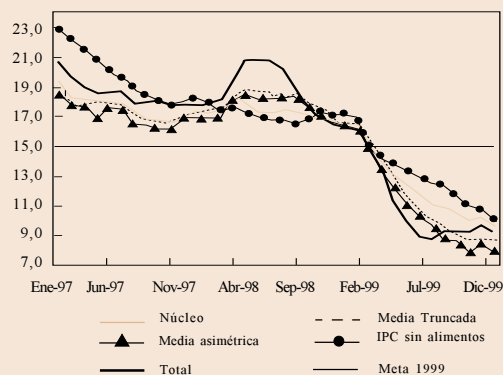
<sup>1</sup> Transables: textiles, calzado, tabaco, bebidas, cereales, lácteos, grasas, drogas, vehículos, electrodomésticos, etc.

<sup>2</sup> Indexados: arrendamientos, combustibles y servicios públicos, educación, transporte y otros.

<sup>3</sup> Flexibles: tubérculos, plátanos, hortalizas, legumbres y frutas.

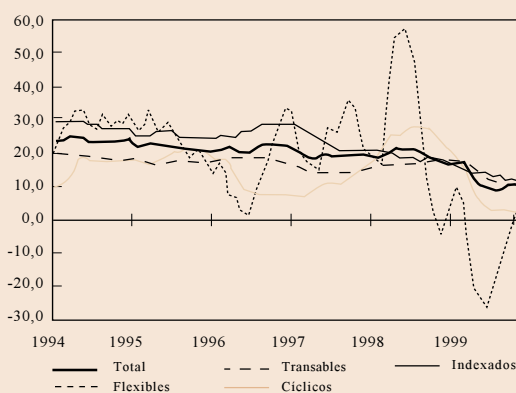
<sup>4</sup> Cíclicos: carnes y sus derivados.

GRÁFICO 2  
EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN TOTAL Y BÁSICA  
1997:1-1999:12  
(VARIACIONES PORCENTUALES ANUALES)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 3  
EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN  
BIENES TRANSABLES Y NO TRANSABLES  
1994:1-1999:12  
(VARIACIONES PORCENTUALES ANUALES)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

decrecer abruptamente en el primer semestre de 1999, repuntaron con igual intensidad durante el segundo semestre del año pasado, para cerrar 1999 con una variación anual de 6,9%. El del grupo de bienes indexados, los cuales exhibieron una tendencia descendente a lo largo de 1999, pasando de 17,9% (diciembre de 1998) a 10,2% (diciembre de 1999). Y el de los bienes transables y cíclicos, los que después de una caída en la variación anual de sus precios durante el primer semestre, mostraron una relativa estabilidad en el segundo semestre, para cerrar 1999 con una variación anual de 10,0% y 1,6%, respectivamente.

## B. ÍNDICE DE PRECIOS DEL PRODUCTOR

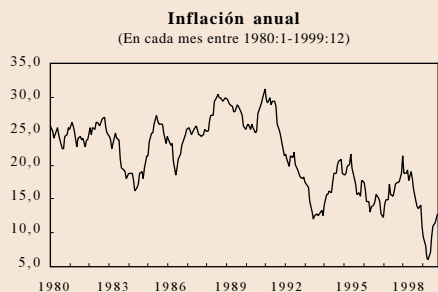
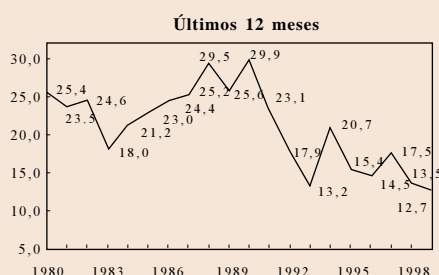
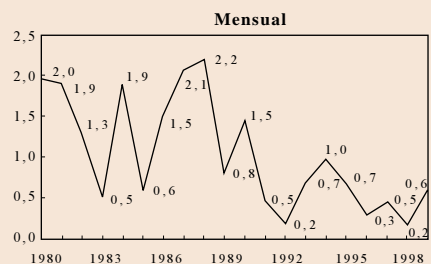
### Comportamiento general

La *inflación anual* del productor fue de 12,7%, inferior 0,8 puntos porcentuales a la registrada en 1998 (Cuadro 1). La *variación mensual* del índice de precios del productor (IPP) (0,6%) fue superior a la registrada en diciembre de 1998 (0,2%) y diciembre de 1997 (0,5%) (Gráfico 4).

En la clasificación por *procedencia* de los bienes, los importados (16,1%) experimentaron un reajuste de precios mayor que el crecimiento del IPP. Por el contrario, el reajuste de precios de los bienes producidos y consumidos (11,6%) fue inferior al crecimiento del IPP. Estos bienes acusaron un fuerte repunte a partir de julio, mes en el que apenas crecían 5,3%.

En la clasificación CIU, la minería mostró la mayor variación anual (31,1%), como consecuencia del fuerte repunte en los precios de los combustibles. La industria, por su parte, experimentó un crecimiento de 12,7%, mientras que la agricultura fue el grupo que señaló una menor variación de precios (11,7%). Este último grupo mostró una sustancial aceleración en el crecimiento de sus precios en el segundo semestre de 1999, pues en junio presentaba un crecimiento negativo (-6,0%).

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



Fuente: Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos (SGEE).

## DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN

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

En esta sección se considera algunos aspectos de la evolución de las variables monetarias y cambiarias, y de la oferta y la demanda de la economía.

#### 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.

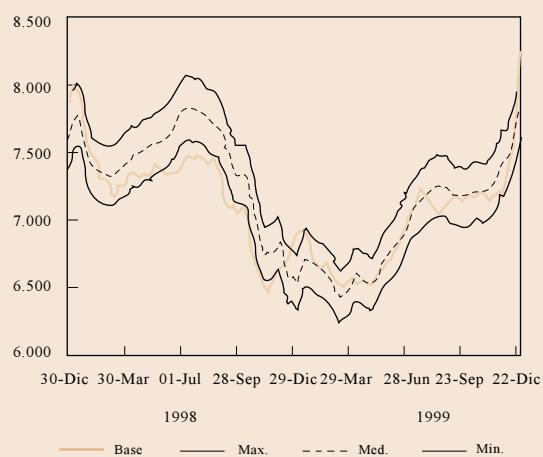
#### Base monetaria

La base monetaria al 31 de diciembre se situó en \$9.740 miles de millones (mm), con una tasa de crecimiento durante el año completo de 40,7%. Frente al corredor indicativo su promedio móvil diario de orden 20 finalizó en 1,9% por encima del límite superior (Gráfico 5).

En diciembre, la tasa de crecimiento anual del saldo promedio de la base monetaria fue de 24,2%, 22,7 puntos porcentuales mayor que el crecimiento presentado en el mes de septiembre. Por usos de la base monetaria, su comportamiento se explica por el incremento de la tasa de crecimiento anual de la reserva que pasó de -24,7% a 23,7%. Este incremento no fue compensado con la reducción en la tasa de crecimiento del efectivo, la cual paso de 30,8% a 24,5% (Gráfico 6).

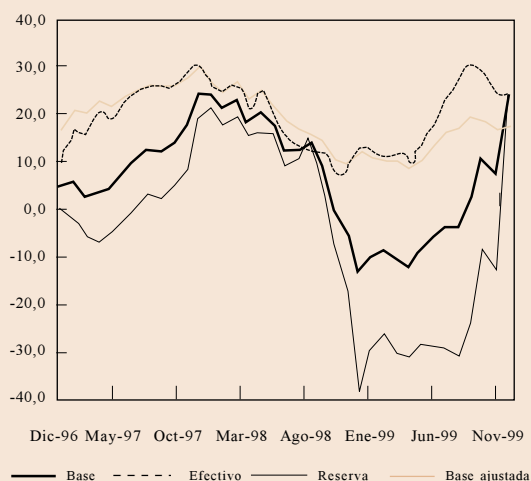
La tasa de crecimiento anual promedio de la base monetaria *ajustada*, al cierre de diciembre fue de

GRÁFICO 5  
BASE MONETARIA  
PROMEDIO MÓVIL DIARIO DE ORDEN 20  
(MILES DE MILLONES DE PESOS)



Fuente: Banco de la República, SGEE.

GRÁFICO 6  
BASE MONETARIA Y SUS USOS  
(VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL DEL PROMEDIO MENSUAL)



Fuente: Banco de la República, SGEE.

17,2%, 2,2 puntos porcentuales mayor que la presentada al cierre de septiembre. Esta variación anual resulta de corregir la demanda por reservas, aplicando a los pasivos sujetos a encaje (PSE) la estructura actual de encaje promedio (4,6%).

### Medios de pago M1

El saldo de M1 al 31 de diciembre cerró en \$12.857 mm con una variación durante el año completo de 22,1%. Su tasa de crecimiento anual promedio en este mismo mes se incrementó frente a la registrada en septiembre de 11,9% a 12,5%. Este comportamiento se explica por el mayor ritmo de crecimiento de las cuentas corrientes, que pasa de -0,8% a 3,9% (Gráfico 7).

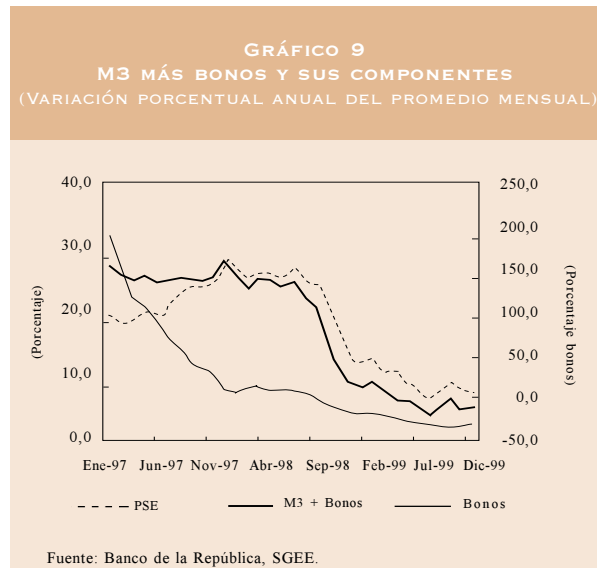
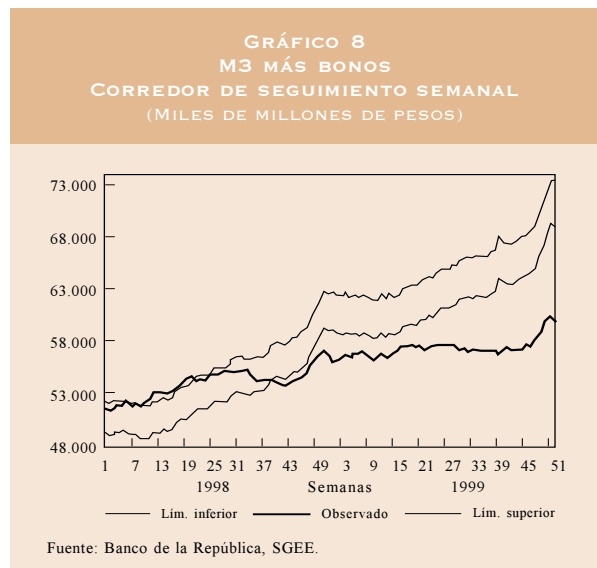
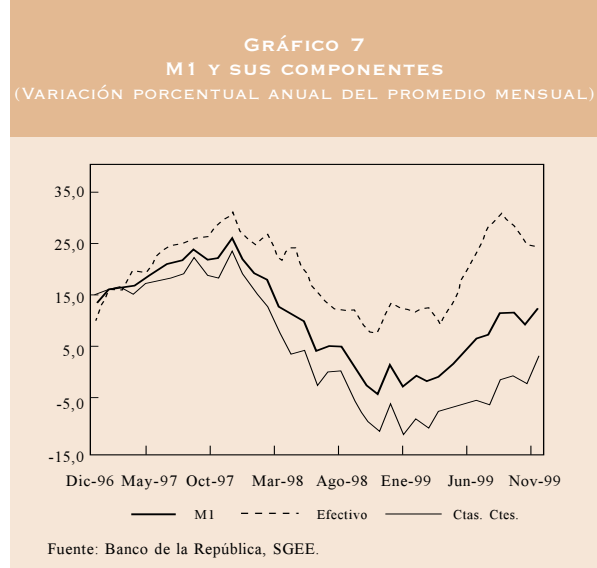
### M3 más bonos

El agregado monetario más amplio de liquidez, M3 más bonos, se situó el 31 de diciembre en \$60.002 mm con una tasa de crecimiento anual de 6,3%. Frente al corredor indicativo estuvo 15,2% por debajo del límite inferior (Gráfico 8).

La tasa de crecimiento anual del saldo promedio de M3 más bonos en diciembre aumentó frente a la de septiembre, al pasar de 5,0% a 5,6%. Este aumento se dio gracias al menor ritmo de contracción observado en bonos y a una leve aceleración en los PSE (Gráfico 9).

La tasa de crecimiento anual del saldo promedio de los PSE pasó de 7,2% en septiembre a 7,3% en diciembre. Esto se explica, principalmente, por las mayores tasas de crecimiento de las cuentas corrientes (ya explicado) y de las cuentas de ahorro, cuyo incremento pasó de 12% a 15,8% (Gráfico 10).

El multiplicador monetario promedio entre septiembre y diciembre descendió de 7,933 a 6,953. Este comportamiento se asocia exclusivamente al mayor coeficiente de efectivo, el cual pasó de 0,083 a 0,100, mientras que el coeficiente de reserva se mantuvo constante (Gráfico 11).





El multiplicador monetario promedio de la base monetaria *ajustada* también descendió entre septiembre y diciembre de 8,397 a 7,530.

### Crédito

Al 31 de diciembre, el saldo de la cartera total del sistema financiero, en moneda nacional y moneda extranjera, ascendió a \$48.609 mm con un crecimiento anual de -3,6%. En moneda nacional, la tasa de crecimiento anual fue -0,4% y en moneda extranjera de -27,8%. La tasa de crecimiento anual de esta última equivalente en dólares fue de -41,8%.

El crecimiento anual del saldo promedio de la cartera en diciembre fue menor que el presentado durante el mes de septiembre al pasar de -1,4% a -4,1% (Gráfico 12).

Por su parte, la tasa de crecimiento del saldo de la cartera bruta *real* en moneda nacional del sistema financiero en diciembre se redujo frente a la de septiembre al pasar de -6,5% a -7,2% (Gráfico 13).

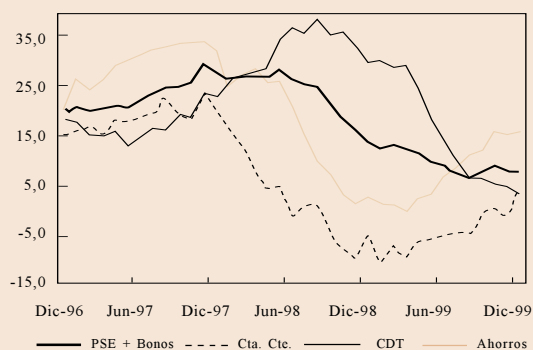
En cuanto a la cartera neta real, es decir la cartera bruta menos provisiones por cartera vencida, su crecimiento anual a diciembre fue de -12,2%, inferior al observado al finalizar el tercer trimestre, el cual fue de -10,4%. La contracción de la cartera a diciembre fue más notoria en el caso de las entidades financieras públicas, las cuales cerraron el año con una disminución anual de -21,6%, frente a una caída de -9,2% en las instituciones financieras privadas (Gráfico 14).

## 2. Tasas de interés

La tasa de captación promedio medida por el DTF se ubicó al cierre de diciembre de 1999 en 16,1%. Por su parte, la tasa media de colocación cerró en 26,3%. Para finales del tercer trimestre, los niveles de las tasas nominales de captación y colocación habían sido de 18,1% y 26,2%, respectivamente.

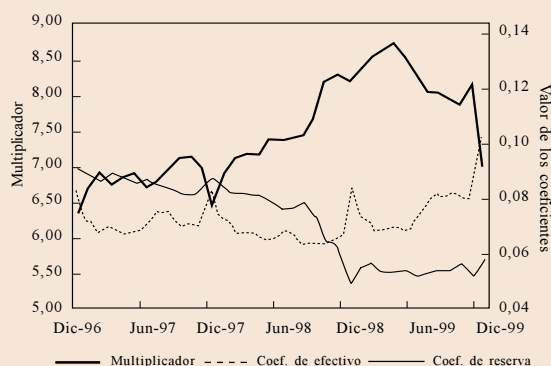
El margen de intermediación, medido a través de la diferencia entre tasas activas y pasivas fue de 10,3 puntos porcentuales, superior en 2,2 puntos al que se registró en el trimestre anterior (Gráficos 15 y 16).

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



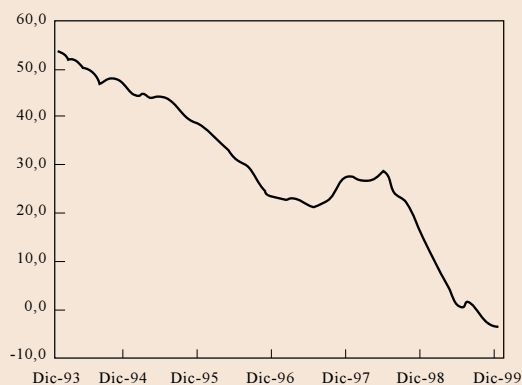
Fuente: Banco de la República, SGEE.

**GRÁFICO 11**  
MULTIPLICADOR DE M3 MÁS BONOS



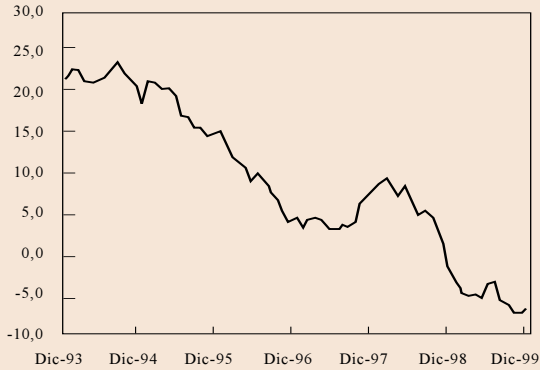
Fuente: Banco de la República, SGEE.

**GRÁFICO 12**  
CARTERA TOTAL  
DEL SISTEMA FINANCIERO SIN FEN  
(VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL DEL PROMEDIO MENSUAL)



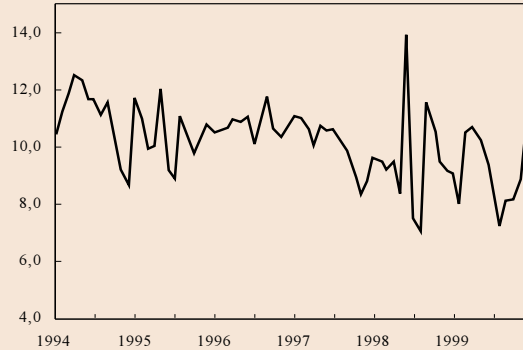
Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

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



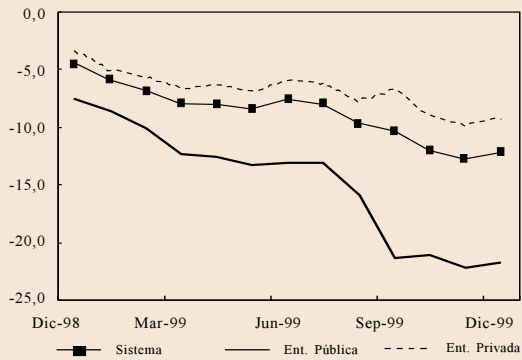
Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

**GRÁFICO 16**  
**DIFERENCIA ENTRE TASA ACTIVA Y PASIVA**  
**DEL SISTEMA FINANCIERO**  
**(PORCENTAJE)**



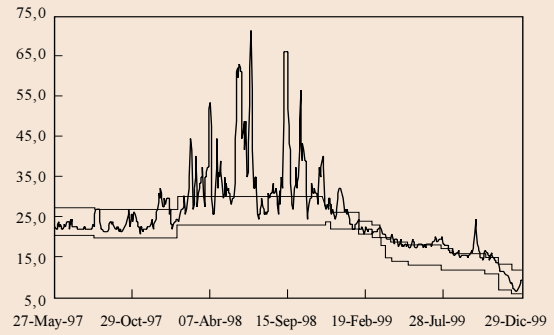
Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

**GRÁFICO 14**  
**CARTERA NETA REAL, TOTAL MONEDA NACIONAL**  
**(VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL)**



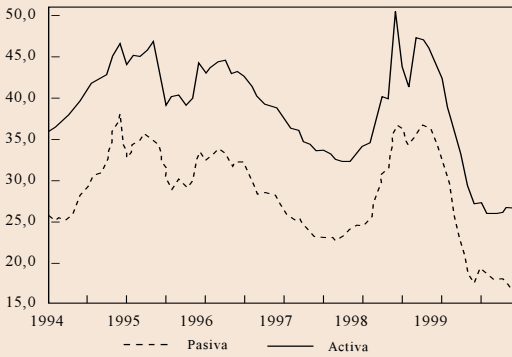
Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

**GRÁFICO 17**  
**FRANJA DE INTERVENCIÓN Y TIB**  
**1997:5-1999:12**  
**(PORCENTAJE)**



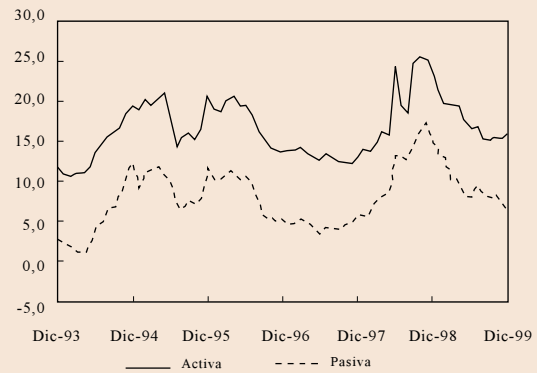
Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

**GRÁFICO 15**  
**TASAS DE INTERÉS ACTIVAS Y PASIVAS**  
**(TASA EFECTIVA ANUAL)**



Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

**GRÁFICO 18**  
**TASAS REALES DE CAPTACIÓN Y COLOCACIÓN**  
**DEL SISTEMA FINANCIERO**  
**(PORCENTAJE)**



Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

En cuanto a la tasa de interés interbancaria, ésta se situó al final del trimestre en 8,3% en promedio (Gráfico 17).

En materia de tasas reales (*ex post*), la de captación pasó de 8,0% al final del trimestre anterior a 6,2% al cierre de diciembre. Por su parte, la tasa real de colocación pasó de 15,4% a 15,7% en igual período (Gráfico 18).

El Gráfico 19 muestra cómo ha evolucionado la curva de la tasa básica a diferentes plazos durante los últimos nueve meses. Desde noviembre de 1998 se venía presentando una tendencia decreciente para todos los plazos, la cual se interrumpió entre junio y octubre de 1999. Entre noviembre y diciembre el nivel de dichas tasas continuó cayendo para ubicarse, en este último mes, en niveles que oscilan entre 13% en los plazos cortos y 16% en los largos.

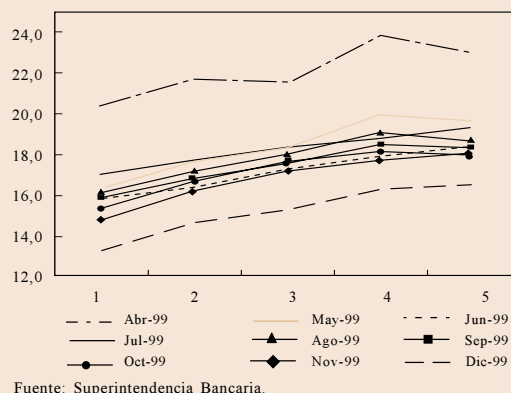
En el Gráfico 20 se puede ver el comportamiento de las curvas *spot* y *forward* para los últimos ocho meses. La curva *spot* (línea gruesa) muestra que la tendencia a la baja de las tasas de interés a 90 días que venía presentándose desde principios del año se interrumpió entre mayo y octubre, pero al igual que en el caso anterior, en los meses de noviembre y diciembre continuó bajando.

Cada uno de los puntos de las curvas *forward* (líneas delgadas) 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* entre los meses de junio y octubre tenían una forma plana, lo que implicaba que los agentes no esperaban grandes cambios en los retornos de los CDT a diferentes plazos. Sin embargo, a partir del mes de noviembre dichas curvas tomaron una tendencia al alza en los plazos más largos, lo cual implica que el mercado espera que los CDT a 90 días tengan mayores rendimientos en dichos plazos.

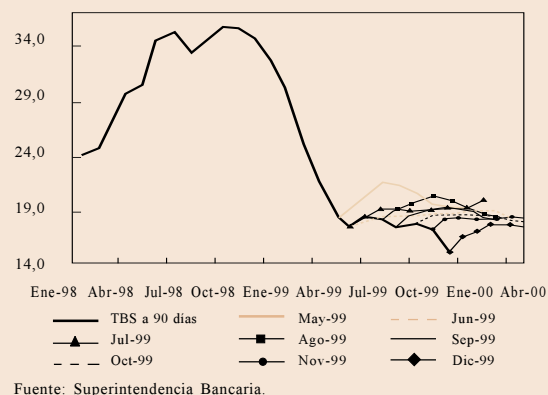
### 3. Diferenciales de rentabilidad

Para construir el indicador de rentabilidad externa se tomaron las devaluaciones implícitas pactadas en los

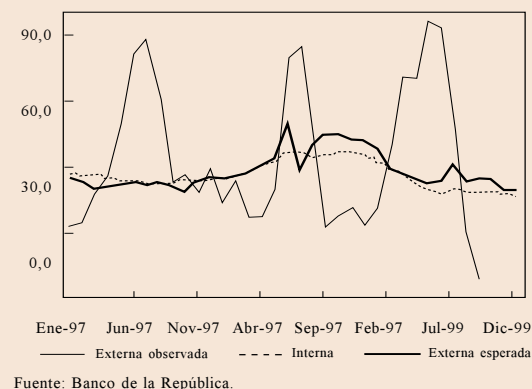
**GRÁFICO 19**  
TASA BÁSICA A DIFERENTES PLAZOS (TBS)  
CALCULADA POR LA SUPERINTENDENCIA BANCARIA  
(PORCENTAJE)



**GRÁFICO 20**  
PROYECCIÓN TBS A 90 DÍAS  
(PORCENTAJE)



**GRÁFICO 21**  
RENTABILIDAD EXTERNA E INTERNA ANUAL  
OBSERVADA VS ESPERADA  
(PORCENTAJE)



contratos *forward* de venta de dólares entre 80 y 100 días efectuados por el sistema financiero. La tasa externa de referencia que se tomó fue la Libor a 90 días y la tasa interna de referencia es el DTF.

En el Gráfico 21 se comparan la rentabilidad externa esperada, la rentabilidad de las inversiones internas (medidas por el DTF) y la externa observada, la cual está rezagada tres meses. Durante todo el año, la rentabilidad externa esperada ha sido mayor que la interna, sin embargo, ésta se redujo en los últimos meses del año 1999. Como se nota en el Gráfico 21, a partir de los meses de agosto y septiembre la rentabilidad externa observada ha sido negativa debido en gran parte a la revaluación nominal del peso que se observó durante los últimos meses del año.

#### 4. Tipo de cambio

La tasa de cambio nominal cerró el mes de diciembre en \$1.874 por dólar, con una devaluación anual de 21,5% (Gráfico 22).

Como puede verse en el Gráfico 23, durante el último trimestre del año la revaluación nominal fue de 7,1%.

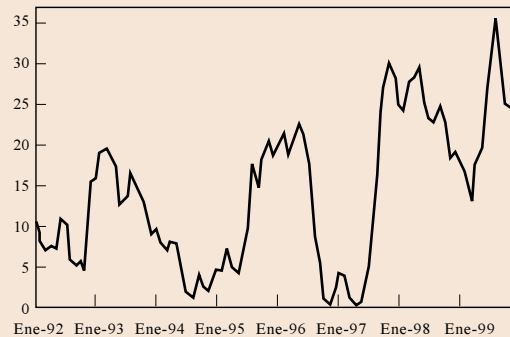
#### 5. Tipo de cambio real

En promedio, la tasa de cambio real medida por el ITCR1 (1994=100), que utiliza el índice de precios del productor del país y de sus 20 socios comerciales, se ubicó durante diciembre en 108,7. De esta manera, este indicador muestra una devaluación real anual de 4,9% (Gráficos 24 y 25).

Si se emplea el ITCR3 (1994=100), que utiliza el índice de precios al consumidor, se obtiene que la devaluación real anual en 1999 terminó en 9,7% (Gráfico 26).

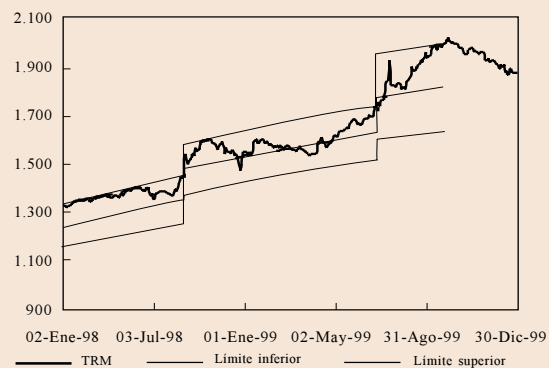
La diferencia entre estas dos medidas del tipo de cambio real obedece a que la inflación medida con el IPP, como se dijo antes, cerró el año en 12,7%, mientras que la inflación del IPC lo hizo en 9,2%.

GRÁFICO 22  
DEVALUACIÓN NOMINAL ANUAL  
(PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

GRÁFICO 23  
TASA REPRESENTATIVA DE MERCADO  
1998:1 - 1999:12  
(PESOS POR DÓLAR)



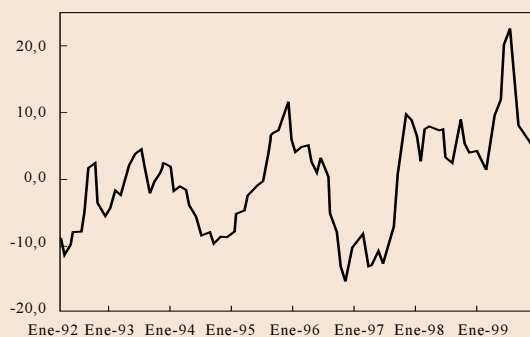
Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

GRÁFICO 24  
TASA DE CAMBIO REAL ITCR1  
1994=100  
1992:1-1999:12



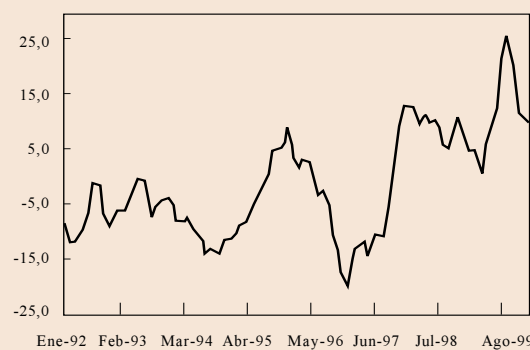
Fuente: Banco de la República, SGEE.

**GRÁFICO 25**  
**DEVALUACIÓN REAL ANUAL, ITCR1 (1994=100)**  
**1992:1-1999:12**  
**(PORCENTAJE)**



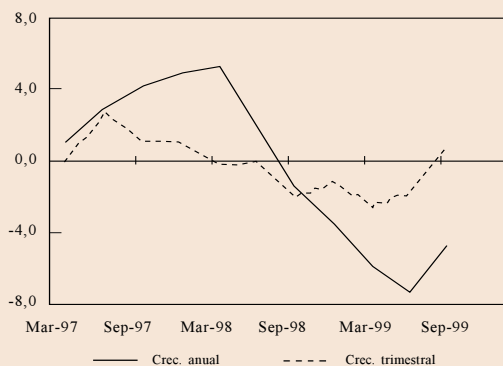
Fuente: Banco de la República, SGEE.

**GRÁFICO 26**  
**DEVALUACIÓN REAL ANUAL, ITCR3 (1994=100)**  
**1992:1-1999:12**  
**(PORCENTAJE)**



Fuente: Banco de la República, SGEE.

**GRÁFICO 27**  
**PRODUCTO INTERNO BRUTO TRIMESTRAL**



Fuente: DANE.

## B. OFERTA Y DEMANDA

A partir de los crecimientos anuales del PIB trimestral, resulta claro que durante el segundo semestre de 1999, la economía colombiana continuó contrayéndose aunque a un menor ritmo que el que se presentó durante el primer semestre. De acuerdo con estimaciones del DANE, para el tercer trimestre de 1999 la economía creció a una tasa anual de -4,6%, mientras que durante el primero y el segundo trimestres lo hizo a una tasa anual de -5,7% y -7,2%, respectivamente. Si se verifican las proyecciones del Departamento Nacional de Planeación (DNP) en torno a un decrecimiento del PIB del orden del 5% para todo 1999, la economía debió haber crecido -2,3% durante el cuarto trimestre del año anterior.

La evolución trimestral de la serie desestacionalizada del PIB también muestra un quiebre en las tendencias de decrecimiento desde mediados de 1999. Es más, durante el tercer trimestre, el crecimiento de esta variable fue positivo (0,8%) respecto al nivel observado en el segundo trimestre. Este es el primer crecimiento trimestral positivo que se observa desde el cuarto trimestre de 1997 (Gráfico 27).

Varios de los indicadores sobre el comportamiento de la actividad real disponibles a finales de 1999 corroboran la anterior apreciación. Un indicador clave en el comportamiento de la actividad económica de origen urbano, como es el consumo de energía eléctrica, muestra una contracción anual menor durante el cuarto trimestre (-2,7%) frente a la contracción observada en el tercer trimestre (-4,4%) (Gráfico 28). Es más, durante el mes de diciembre, el consumo de energía eléctrica tan sólo se redujo 0,9% respecto al observado en diciembre de 1998, siendo su nivel el segundo más alto para 1999 después del registrado en marzo.

Otro indicador que mostró algún repunte y que tuvo un desempeño muy pobre durante 1999 es el gasto financiado con tarjetas de crédito. En promedio, durante octubre y noviembre las ventas y avances

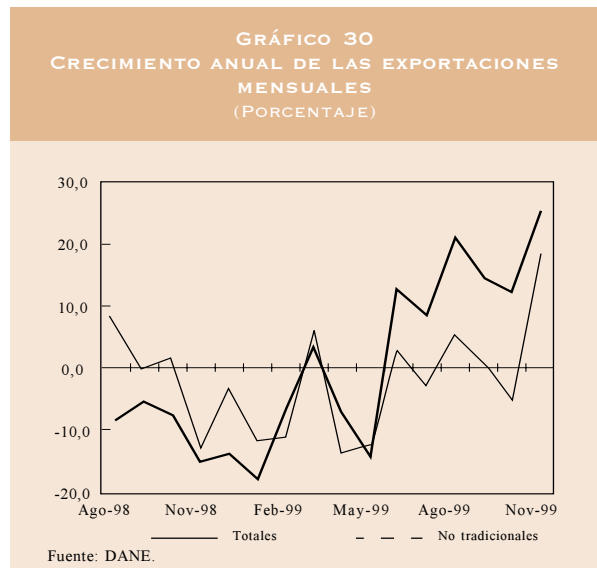
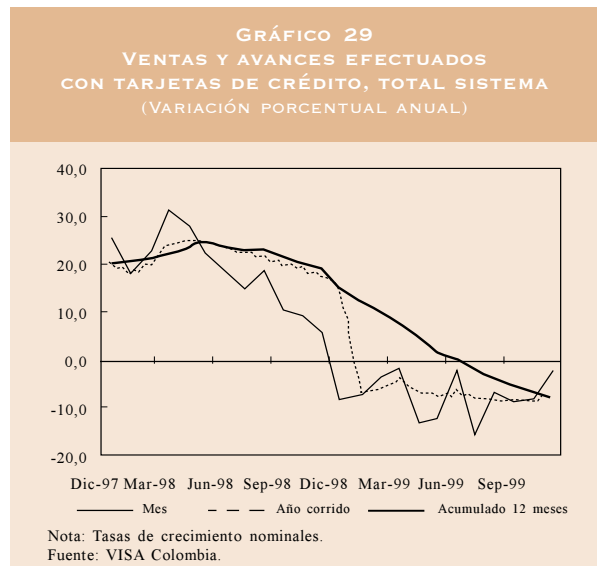
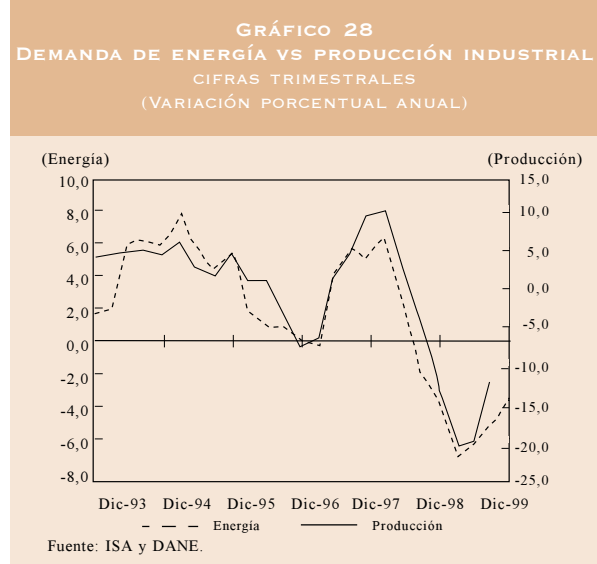
mensuales efectuados con tarjetas de crédito decrecieron anualmente 4,9%, lo cual se compara favorablemente respecto al decrecimiento observado durante el tercer trimestre y el cual fue de 10,3%. Todavía más significativo, durante el mes de noviembre las ventas realizadas con tarjetas de crédito (sin tener en cuenta los avances) exhibieron un crecimiento de 1,9% respecto a igual mes del año anterior, siendo la primera vez que se observa un avance positivo durante todo 1999 para este indicador (Gráfico 29).

De igual manera, algunos indicadores claves de la industria como son los pedidos, las existencias y la utilización de la capacidad instalada examinados más adelante, también sugieren que la economía se contrajo a un menor ritmo durante el cuarto trimestre de 1999.

En la actualidad resulta claro que buena parte de los problemas que han retrasado la reactivación económica tienen su origen en el comportamiento del crédito. Pese a la mayor disponibilidad de liquidez en los últimos meses del año y a la disminución sostenida de las tasas de interés durante 1999, el crédito no logró reaccionar e inclusive exhibió una contracción adicional a partir de octubre.

Como lo sugieren diversos análisis, la parálisis del crédito obedece no solo a la menor demanda de recursos como resultado de la recesión económica, sino que también tiene que ver con una restricción voluntaria de la oferta de fondos prestables realizada por los propios intermediarios financieros. Este fenómeno, que en la literatura económica se conoce como “*credit crunch*”, se presenta por diversas razones. Entre ellas sobresale la percepción de un riesgo inusualmente alto por parte de los intermediarios financieros de sus deudores potenciales y un deterioro en sus niveles de solvencia. Circunstancias como estas pueden conducir a racionar voluntariamente el crédito vía cantidades y no precios, induciendo a los intermediarios financieros a invertir sus excedentes de liquidez en activos con muy bajo nivel de riesgo como pueden ser los papeles de deuda pública<sup>5</sup>.

<sup>5</sup> Un análisis más detallado al respecto, se encuentra en “Balance macroeconómico y perspectivas para el año 2000”, Documento Conpes, diciembre 23 de 1999.



De todas maneras, hacia finales de 1999 se mantenía factores muy favorables hacia la reactivación económica. En primer lugar, durante el cuarto trimestre del año desapareció buena parte de la incertidumbre cambiaria que estuvo presente desde comienzos de 1998 y que afectaba las decisiones de inversión. En segundo lugar, la menor incertidumbre cambiaria permitió, a su vez, una política monetaria más laxa por parte del Banco de la República que condujo a reducciones adicionales en las tasas de interés real tanto activas como pasivas. En la actualidad, estas se encuentran muy cerca de sus promedios históricos. Por último, como se menciona en la Sección Internacional, un panorama externo más favorable, con repunte en los precios de algunos de nuestros principales productos de exportación durante los últimos meses de 1999, así como mejores perspectivas de crecimiento para varios de nuestros socios comerciales para el año 2000.

Las mejores perspectivas económicas durante el cuarto trimestre ya se han empezado a reflejar en un mejor desempeño de las exportaciones. Gracias al comportamiento de las exportaciones petroleras principalmente, las exportaciones totales crecieron año corrido a noviembre 3,9%. Y aunque las exportaciones no tradicionales seguían exhibiendo un crecimiento negativo para el año corrido a noviembre (-2,9%), este superaba el observado a finales del tercer trimestre. De hecho, el crecimiento promedio de las exportaciones no tradicionales mensuales fue positivo durante el tercer trimestre (1,0%) y durante los dos primeros meses del cuarto trimestre (7,0%) (Gráfico 30).

## 1. Producto Interno Bruto (PIB)

En el último trimestre, el DNP revisó las estimaciones de crecimiento para 1999 a la baja de -3,5% a -5,0%. Estas nuevas estimaciones coinciden con las más recientes efectuadas por analistas independientes como Fedesarrollo y ANIF, los cuales predicen un crecimiento para 1999 de -4,7% y -5,0%, respectivamente. Para el año 2000, el DNP proyecta un crecimiento positivo del orden del 3,0%, similar al esperado por la ANIF. Para este año, Fedesarrollo espera un crecimiento de 2,1%.

De acuerdo con las estimaciones del DNP con base en la última información observada al tercer trimestre, las exportaciones y el consumo de las administraciones públicas fueron los únicos componentes del gasto que mostraron un crecimiento positivo durante 1999. Los demás componentes del gasto registraron crecimientos negativos importantes, encabezados por la inversión privada que se contrajo, según las previsiones del DNP, en 65,4%. Inclusive, el consumo de hogares, el cual no suele mostrar crecimientos negativos prolongados durante períodos de recesión, se estima que se contrajo 7,4% (Cuadro 2).

Por ramas de actividad económica, al tercer trimestre la totalidad de las principales ramas de la producción con excepción de minas y canteras y de servicios comunales, sociales y personales presentaba crecimientos negativos (Cuadro 3). Esta situación no difiere de la observada durante el segundo trimestre. El comportamiento positivo de minas y canteras obedeció fundamentalmente al crecimiento de la producción de petróleo, en tanto que el mejor desempeño de servicios comunales se explica en parte por el crecimiento de los servicios de la administración pública.

CUADRO 2  
PRODUCTO INTERNO BRUTO,  
DISTRIBUCIÓN DEL GASTO  
(CRECIMIENTO REAL ANUAL)

	1999 (e)	2000 (p)
Total consumo	(4,9)	4,1
Consumo hogares	(7,4)	6,2
Consumos administraciones públicas	4,3	(2,7)
Formación bruta de capital fijo	(36,6)	2,6
Privada	(65,4)	33,3
Pública	(3,3)	(10,1)
Variación de existencias	(75,0)	13,0
<b>DEMANDA INTERNA</b>	(11,4)	3,9
Exportaciones	6,5	8,0
Importaciones	(26,0)	14,0
<b>PRODUCTO INTERNO BRUTO</b>	(5,0)	3,0

(e) Estimado.  
(p) Proyectado.  
Fuente: DNP.

Respecto a las ramas que mostraron crecimiento negativo durante el tercer trimestre, se destaca el decrecimiento en los sectores de la construcción y de la industria. De todas maneras, durante este trimestre, ambas ramas, al igual que el resto de las que exhibían crecimiento negativo, tuvieron una contracción menor que la observada el trimestre inmediatamente anterior.

Para el año completo, el DNP no prevé cambios sustanciales en este panorama. La construcción debe contraerse en cerca del 20%, en tanto que la industria manufacturera debe hacerlo en 14,6%. Los únicos sectores que muestran crecimientos positivos son minas y canteras y servicios comunales.

## 2. La industria

La última información disponible a octubre sugiere que la industria siguió contrayéndose a tasas apreciables durante el segundo semestre de 1999. Es más, en términos de crecimiento, la situación del sector no cambió mucho respecto de lo que se observó durante el primer semestre. De acuerdo con la Muestra

Mensual Manufacturera del DANE, el crecimiento año corrido de la producción real de la industria a octubre de 1999 fue de -17,2%, muy similar al observado durante agosto y septiembre. A finales del primer semestre, el ritmo de contracción del sector era levemente superior (-19,8%). Las tendencias mostradas por los datos del DANE se ven confirmados por la información de la Encuesta de Opinión Industrial de la ANDI (Gráfico 31).

Dado que a octubre ya se había efectuado buena parte de la producción que atiende la demanda de fin de año, no es posible esperar una recuperación significativa de esta variable en los meses de noviembre y diciembre. De esta forma, es factible esperar una fuerte contracción del sector para todo 1999. Aún así, a juzgar por el comportamiento del consumo de energía eléctrica reseñado con anterioridad, durante los meses de noviembre y diciembre puede presentarse una contracción de la producción industrial algo menor que la observada durante el tercer trimestre.

En cuanto a las perspectivas para el próximo año, la reducción continua de las existencias desde el se-

CUADRO 3  
PRODUCTO INTERNO BRUTO REAL POR RAMAS DE ACTIVIDAD ECONÓMICA  
SERIES DESESTACIONALIZADAS  
(VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL)

	1999		
	I	II	III
<b>PIB</b>	(5,73)	(7,25)	(4,61)
Agropecuaria, silvicultura, caza y pesca	0,98	(5,37)	(3,10)
Café sin tostar no descafeinado	3,66	(28,05)	(21,72)
Explotación de minas y canteras	12,21	8,42	3,86
Electricidad, gas y agua	(5,55)	(5,12)	(2,77)
Industria manufacturera	(18,32)	(17,28)	(12,45)
Construcción	(19,65)	(27,54)	(19,53)
Trabajos de construcción y construcción y edificaciones	(33,84)	(44,87)	(34,01)
Trabajos y obras de ingeniería civil	(5,67)	(7,12)	(4,84)
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	(9,04)	(10,72)	(7,83)
Transporte, almacenamiento y comunicación	(3,79)	(3,73)	(1,55)
Establecimientos Financ., Seguros, Inmueb. y Serv. Emp.	(7,78)	(7,88)	(7,58)
Servicios sociales, comunales y personales	1,59	2,80	2,94
Servicios de administración pública	2,39	3,88	4,09

Fuente: DNP.



gundo trimestre del año, tal y como lo señala la Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo, abre la posibilidad para una recuperación del sector. A una conclusión similar se llega observando el indicador de pedidos de Fedesarrollo, el cual se ha venido incrementando casi sin interrupción en los últimos seis meses (Gráfico 32).

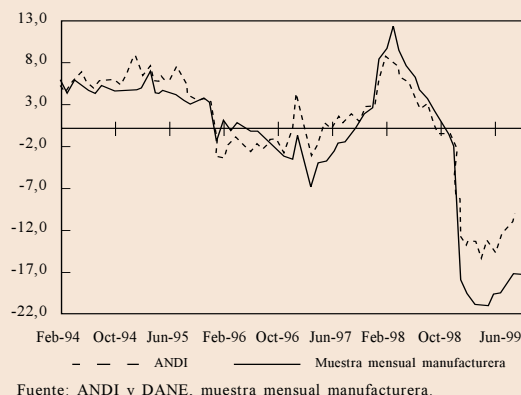
Las expectativas de los empresarios, de acuerdo con la encuesta de Fedesarrollo, también han sido favorables a la reactivación del sector tal como lo sugiere el comportamiento del clima de negocios, el cual se recuperó progresivamente en este período (Gráfico 33). Aún así, según la información de Fedesarrollo, durante octubre y noviembre las expectativas de situación económica, a seis meses, de los empresarios sufrieron un leve deterioro.

### 3. Consumo

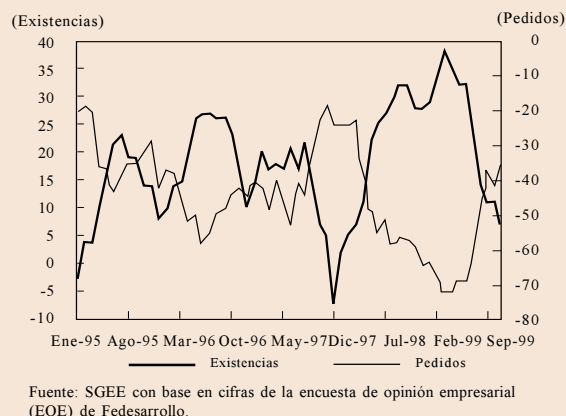
Tal como se había anticipado en el Informe sobre inflación del mes de septiembre, el consumo exhibió nuevamente un crecimiento negativo durante el tercer trimestre de 1999. Según las cifras observadas por el DANE, para este período el consumo final (público y privado) creció -1,7%, con lo cual se completan cuatro trimestres consecutivos de contracción de este tipo de gasto. Cabe señalar, sin embargo, que el decrecimiento observado durante este último trimestre es inferior al que se registró durante los dos primeros trimestres del año.

Para el cuarto trimestre la situación probablemente no varió de manera significativa. Indicadores como el índice real de ventas al por menor a octubre se contrajo 3,9% respecto a igual mes del año anterior, una contracción solo levemente inferior a la observada durante el tercer trimestre. Si bien el efectivo, que es tradicionalmente un indicador líder de las ventas al por menor y del consumo, creció notablemente durante el cuarto trimestre, esto no necesariamente anticipa un repunte equivalente de las ventas y del consumo. El repunte del efectivo puede obedecer a un cambio en la composición del portafolio de activos líquidos del público ante un creciente proceso de informalización y desintermediación financiera de la

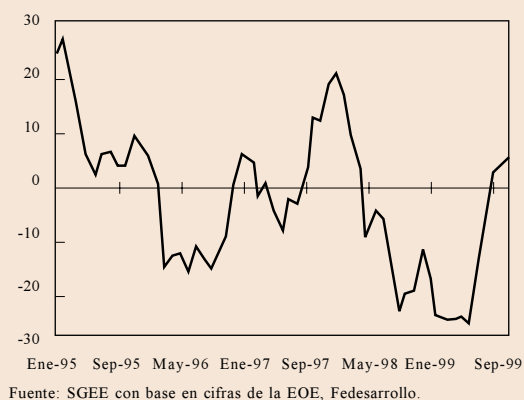
**GRÁFICO 31**  
ÍNDICE DE PRODUCCIÓN REAL DE LA INDUSTRIA  
(VARIACIÓN ANUAL AÑO CORRIDO)



**GRÁFICO 32**  
ENCUESTA DE OPINIÓN EMPRESARIAL  
(BALANCES-CIFRAS A NOVIEMBRE DE 1999)



**GRÁFICO 33**  
CLIMA DE NEGOCIOS  
(CIFRAS A NOVIEMBRE DE 1999)



economía y ante los temores generados en el público por el conocido problema informático del año 2000 (Gráfico 34).

De todas maneras, es factible esperar una contracción menor a diciembre, si se tiene en cuenta el mejor desempeño de las ventas con tarjetas de crédito en noviembre tal y como se señaló anteriormente.

#### 4. Inversión

La formación bruta de capital cayó 41% durante el tercer trimestre de 1999 en comparación con igual período de 1998. Durante los dos primeros trimestres del año también se registraron contracciones de magnitudes similares y es de esperar que durante el cuarto trimestre se haya presentado una situación similar a juzgar por el comportamiento de variables líderes como las importaciones de bienes de capital.

En efecto, para octubre, último mes para el cual se dispone de información, las importaciones de bienes de capital exhibieron un crecimiento anual año corrido de -40%. Esta gran contracción tan solo es levemente inferior a la observada durante los meses anteriores, gracias a que el nivel en dólares de las importaciones registró pequeños repuntes a partir de agosto (Gráfico 35).

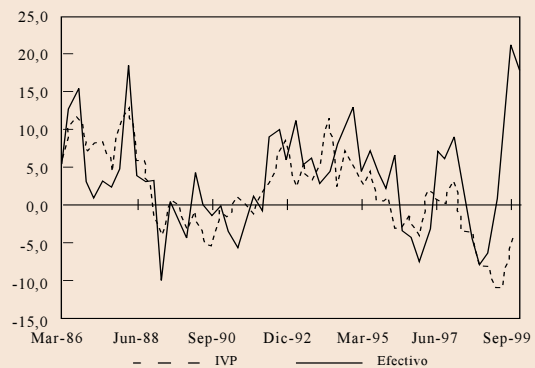
### C. SALARIOS Y EMPLEO

#### 1. Salarios industriales

Con base en la última información disponible a octubre, puede afirmarse que los reajustes de salarios nominales del sector industrial continuaron disminuyendo durante el segundo semestre de 1999, aunque a un ritmo levemente inferior que el que se observó a comienzos de año. El crecimiento del salario nominal promedio de los últimos 12 meses a octubre fue de 15,7% para el conjunto de trabajadores del sector industrial, siendo mucho menor para obreros (14,1%) que para empleados (17,5%) (Gráfico 36).

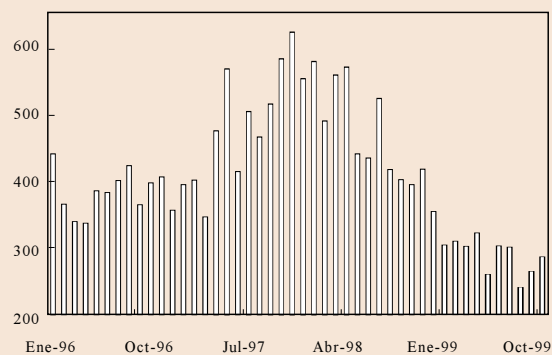
El menor ritmo de crecimiento del salario para obreros guarda relación con la mayor caída que registró

**GRÁFICO 34**  
EFFECTIVO VS ÍNDICE DE VENTAS AL POR MENOR  
PROMEDIOS TRIMESTRALES  
(VARIACIÓN PORCENTUAL REAL ANUAL)



Fuente: DANE y Banco de la República.

**GRÁFICO 35**  
IMPORTACIONES DE BIENES DE CAPITAL  
(MENSUALES, HASTA OCTUBRE DE 1998)



Fuente: DIAN - Manifiestos.

el empleo de este grupo de trabajadores durante lo corrido de 1999, en comparación con el de los empleados. Mientras el empleo del primer grupo descendió en los últimos 12 meses a octubre 12,7% en promedio, el empleo del segundo grupo descendió 7,2%. Esta circunstancia, denota entre otras cosas, una mayor flexibilidad del mercado laboral para obreros que para empleados.

A octubre, la reducción en los reajustes del salario nominal de la industria seguían sin reflejarse en una reducción de los reajustes del salario real. Por el contrario, la reducción más acelerada de la inflación seguía permitiendo ganancias reales adicionales en los

salarios de todos los trabajadores. Así, el salario real para los últimos doce meses terminados en octubre de 1999 se reajustó a una tasa anual de 3,1% para el conjunto de trabajadores del sector. Este reajuste resulta superior al observado a finales del segundo trimestre, el cual fue de 1,1% (Gráfico 37).

Es más, los incrementos adicionales en el salario real durante el segundo semestre de 1999 se dieron tanto para empleados como para obreros. Durante buena parte del primer semestre de 1999 estas ganancias del salario real se habían concentrado en el segmento de empleados exclusivamente.

## 2. Empleo

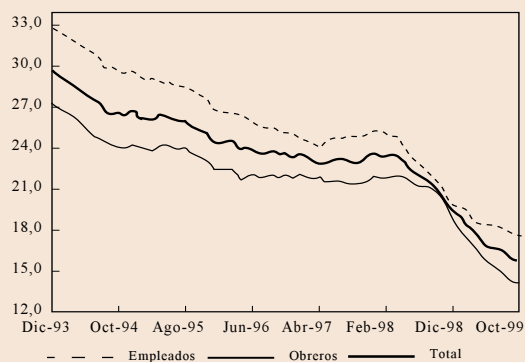
Entre septiembre y diciembre de 1999 la tasa de desempleo para las siete principales áreas metropolitanas del país descendió del 20,1% al 18,1% (Gráfico 38). Algunos analistas económicos y líderes sindicales manifestaron su escepticismo al atribuir este resultado más a un fenómeno estacional, que al inicio de una recuperación sostenida de la actividad económica.

Al estar determinada simultáneamente por factores de demanda y oferta de trabajo, la tasa de desempleo depende del comportamiento de la tasa de ocupación (TO) (ocupados/población en edad de trabajar), y de la tasa global de participación (TGP) (población económicamente activa/población en edad de trabajar)<sup>6</sup>. Los incrementos de la TO reducen el desempleo, en tanto que los de la TGP tienden a aumentarlo.

Las cifras no desestacionalizadas muestran que entre septiembre y diciembre de 1999 la TO para las siete principales áreas metropolitanas ascendió de 50,5% a 52,2%, alcanzando así el nivel más alto de los reportados durante el año (Gráfico 39). Este incremento de la TO obedeció a un aumento de 214.101 puestos de trabajo, en parte como respuesta al mayor nivel de actividad económica que caracteriza el último trimestre de cada año. De otro lado, durante este mismo período la TGP para las siete principales áreas metropolitanas continuó su tendencia ascendente al pasar de

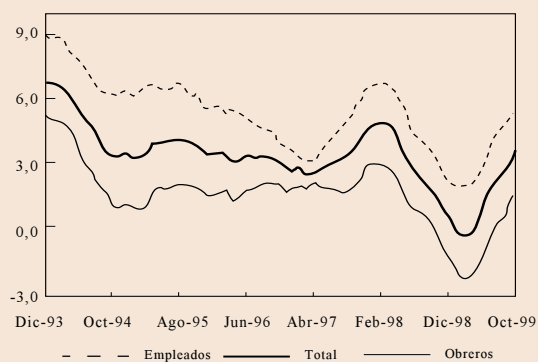
<sup>6</sup> Más concretamente, la relación es la siguiente: tasa de desempleo = 1 - (tasa de ocupación/tasa global de participación).

GRÁFICO 36  
SALARIO NOMINAL PROMEDIO ÚLTIMOS 12 MESES  
INDUSTRIA MANUFACTURERA  
(VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL)



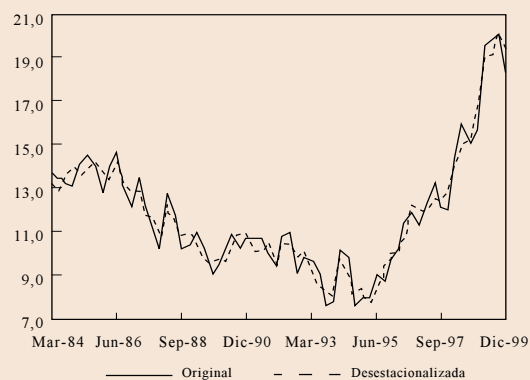
Fuente: DANE, muestra mensual manufacturera.

GRÁFICO 37  
SALARIO REAL PROMEDIO ÚLTIMOS 12 MESES  
INDUSTRIA MANUFACTURERA  
(VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL)



Fuente: DANE, muestra mensual manufacturera.

GRÁFICO 38  
TASA DE DESEMPLEO SIETE CIUDADES



Fuente: DANE, encuesta nacional de hogares.

63,2% a 63,7%, a raíz de un incremento de 93.940 personas en la población económicamente activa (Gráfico 40). De esta manera, el incremento en la demanda de trabajo durante el último trimestre superó el correspondiente aumento de oferta, dando lugar a la reducción de la tasa de desempleo antes anotada.

Frente a este resultado surge la pregunta sobre si la reducción observada en la tasa de desempleo responde exclusivamente a un fenómeno estacional, como algunos observadores lo sugirieron, o si al eliminar el elemento estacional subsiste alguna ganancia en este frente. La respuesta se obtiene utilizando cifras desestacionalizadas<sup>7</sup>. En este caso se observa que entre septiembre y diciembre el desempleo en las siete principales áreas metropolitanas se redujo de 20,3% a 19,2% (Gráfico 38), lo que evidencia que más allá del factor estacional, la economía logró hacer un modesto progreso en cuanto a la reducción de la tasa de desempleo. Esta tendencia podría acentuarse de cumplirse las proyecciones de crecimiento económico previstas para el año 2000. En términos desestacionalizados, la reducción de la tasa de desempleo se logró gracias tanto a un incremento de la TO de 50,9% a 51,1%, como a una reducción de la TGP de 63,8% a 63,4%. Bajo esta medida hubo entonces una confluencia de un incremento en la demanda de trabajo, y de un descenso en su oferta, que permitieron reducir en 1,1 puntos porcentuales la tasa de desempleo desestacionalizada.

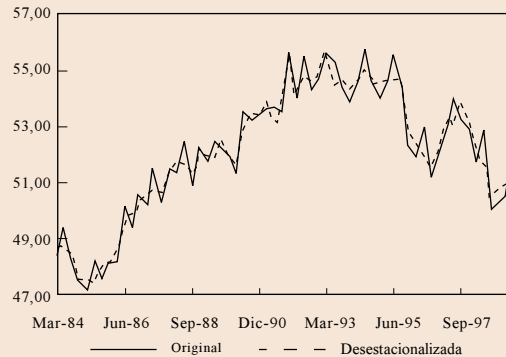
### 3. Pactos de incremento salarial

El Cuadro 4 contiene las cifras del Ministerio de Trabajo y Seguridad Social sobre incrementos salariales pactados a uno y dos años.

En la parte superior del cuadro se presenta el porcentaje de trabajadores beneficiados por negociaciones de incremento salarial a un año, entre enero y diciembre de 1999. Se observa que el 9,6% de los trabajadores beneficiados con los pactos firmados han logrado incrementos inferiores al 12%; el 20,5% incrementos entre 12% y 15%, el 46,4% incrementos entre 15% y

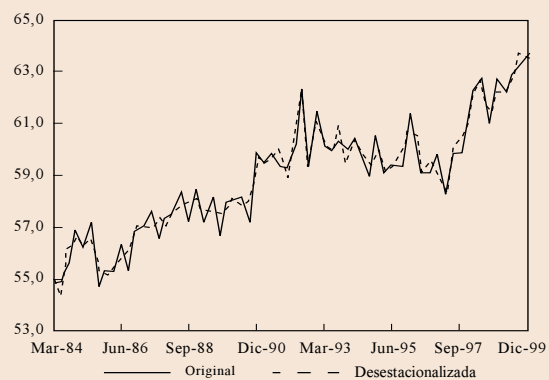
<sup>7</sup> La desestacionalización de las series fue calculada por el Banco de la República.

GRÁFICO 39  
TASA DE OCUPACIÓN



Fuente: DANE, encuesta nacional de hogares.

GRÁFICO 40  
TASA GLOBAL DE PARTICIPACIÓN



Fuente: DANE, encuesta nacional de hogares.

CUADRO 4  
PORCENTAJE DE BENEFICIADOS POR NIVEL  
DE INCREMENTO SALARIAL PACTADO  
(ENERO-DICIEMBRE, 1999)

Negociaciones a un año				
<12	[12-15]	[15-17]	[17-21,5]	
9,6	20,5	46,4	23,5	
Negociaciones a dos años				
<12	[12-17]	[17-21]	[IPC-IPC+3]	[SML-SML+3]
22,3	18,5	2,8	54,2	2,2

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

17%, y el 23,5 de los beneficiados han logrado incrementos entre el 17% y 21,5%. De esta forma, el 76,5% de los trabajadores obtuvieron incrementos salariales a un año por debajo del 17%, un porcentaje mayor que el registrado a finales del tercer trimestre. A septiembre de 1999, este porcentaje ascendió al 59%.

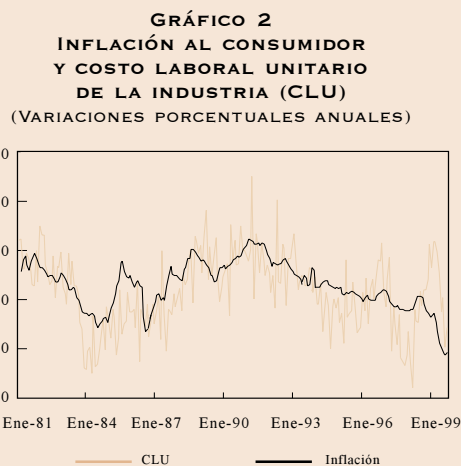
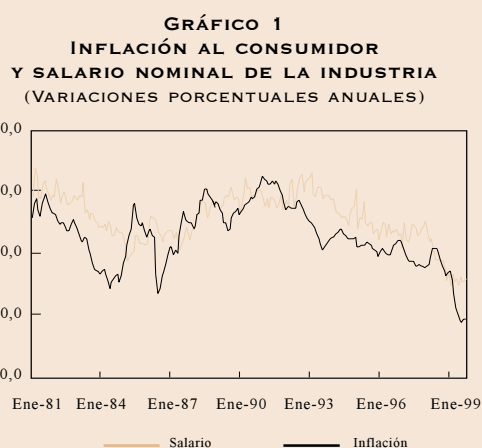
La segunda parte muestra el porcentaje de trabajadores beneficiados por pactos de incremento salarial realizados en 1999 para el 2001. En lo corrido

de 1999 la mayoría de los incrementos salariales se pactó entre el IPC y el IPC+3 puntos (54,2%). Cabe anotar que el porcentaje de trabajadores beneficiados con aumentos por debajo del 12% fue de 22,3%, y que solamente el 2,8% ha logrado pactar incrementos de su salario a dos años por encima del 17%. Al igual que con información a septiembre, a diciembre la mayoría de los trabajadores pactó incrementos salariales a dos años atados al IPC.

## LA RELACIÓN ENTRE SALARIOS E INFLACIÓN

- Un problema que usualmente enfrenta la política de reducción de la inflación es el de la inercia inflacionaria implícita en la forma como se pactan los salarios. En muchos casos, los salarios se fijan a través de contratos laborales que establecen reajustes salariales para varios años con base en la inflación pasada. En la medida en que los reajustes salariales se transfieran a los precios vía costos, esta forma de fijación de salarios puede hacer de la reducción de la inflación un proceso sumamente lento y, lo que es peor, un alto costo en términos del crecimiento económico de corto plazo.
- Precisar que tipo de relación empírica existe entre salarios e inflación se torna, así, una tarea importante para la autoridad económica, pues contribuye a la elección de aquel programa para reducir la inflación que conlleve el menor sacrificio en términos de crecimiento.
- En la literatura económica se han conocido dos enfoques básicos acerca de la relación entre salarios e inflación. El primero de ellos, denominado "keynesiano", supone que los cambios en los salarios inducen cambios en los precios. En efecto, una vez establecido el nivel de salario, las firmas fijan sus precios mediante un margen sobre sus costos, mecanismo conocido como "formación de precios con *mark-up*". Bajo este modelo, los incrementos en los salarios nominales por encima de los incrementos en la productividad se traducen en mayores precios. De esta forma, cambios en la tasa de aumento de los salarios causan cambios en la tasa de inflación.
- Ahora bien, un incremento de las tasas de interés induce una disminución del gasto de los consumidores y de las firmas. Un menor gasto conlleva, según este enfoque, un aumento de los inventarios de las empresas por encima de los niveles esperados, con lo cual se reduce su producción. La menor producción obliga a las firmas a reducir su demanda de trabajo, incrementando los niveles de desempleo y disminuyendo, en consecuencia, la tasa a la cual se elevan los salarios. De esta forma, cambios en la tasa de ajuste salarial preceden cambios en la tasa de inflación.
- Por otro lado se encuentra el enfoque "clásico" o "monetarista", el cual supone que los precios se ajustan más rápidamente que los salarios ante variaciones en la demanda. En este caso, un aumento de la tasa de interés reduce primero la tasa de inflación gracias a su efecto sobre la demanda agregada. Posteriormente, y como consecuencia de lo anterior, los incrementos salariales se atenuarán. Así, la disminución de la tasa de ajuste salarial refleja una disminución de la tasa de inflación.

- Teniendo en cuenta que la teoría económica ofrece argumentos a favor de cualquier tipo de relación entre estas variables, es necesario acudir al trabajo empírico para determinar cual es el mecanismo válido para una economía en particular. Para economías desarrolladas de baja inflación como la de Estados Unidos existen numerosos trabajos al respecto. Si bien algunos de ellos muestran que los cambios en los salarios (ajustados por incrementos en la productividad) preceden los cambios en la inflación<sup>1</sup>, la mayoría de la evidencia empírica reciente sugiere que la relación es a la inversa y que los salarios ofrecen muy poca información sobre el curso futuro de la inflación<sup>2</sup>.
- Las diferentes aproximaciones teóricas claramente sugieren que una relación entre estas dos variables, ha de tener en cuenta la productividad. Así, un aumento del salario nominal que se vea acompañado por incrementos de la productividad del trabajo en la misma magnitud no conduce a variaciones en los precios. Para realizar un análisis correcto se debe sustituir la variable de salario nominal por la de costo laboral unitario, la cual corresponde a la relación entre salario nominal y productividad, definiendo la productividad como la relación entre producción real y empleo. En los Gráficos 1 y 2 se presenta la relación entre las tasas de crecimiento anual del IPC, de los salarios nominales de la industria y del costo laboral unitario (CLU).
- Recientemente, el Banco de República efectuó un examen de esta relación en la industria. Para este ejercicio se emplearon series trimestrales del costo laboral unitario, de la inflación, y de indicadores de demanda y choques de oferta. Todas las variables fueron tratadas como promedios trimestrales para el período 1980-1999. Ambas series fueron desestacionalizadas. Aplicando el método de causalidad estadística de Granger se encontró evidencia de causalidad de precios a salarios. Así, la evidencia empírica en Colombia parecería sugerir que los ajustes salariales en un período determinado no brindan información sobre la inflación futura, lo que puede implicar que, aparte de los salarios, existen otros factores muy importantes que contribuyen a explicarla.



<sup>1</sup> Resultados de este tipo se encuentran en Shannon, R. y Wallace, M. (1986) "Wages and Inflation: An Investigation into Causality", *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. VIII No. 2, Winter 1985-1986

<sup>2</sup> Evidencia en este sentido se encuentra en Gordon (1988) y en Emery, K. y Chang, Ch. (1996) "Do Wages Help Predict Inflation?", *Federal Reserve Bank of Dallas Economic Review*, First Quarter 1996.

---

## D. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA

---

Durante el segundo semestre de 1999, la utilización de capacidad instalada exhibió un continuo repunte de acuerdo con los indicadores tanto de Fedesarrollo como de la ANDI. Las cifras de Fedesarrollo a noviembre muestran el repunte más significativo en este indicador durante todo 1999, lo que lo sitúa en niveles similares a los observados a comienzos de 1998. Aún así, el nivel de finales de 1999 continuaba siendo bastante inferior al nivel histórico promedio medido tanto a partir del indicador de Fedesarrollo como del indicador de la ANDI (Gráfico 41).

---

## E. LA SITUACIÓN FISCAL

---

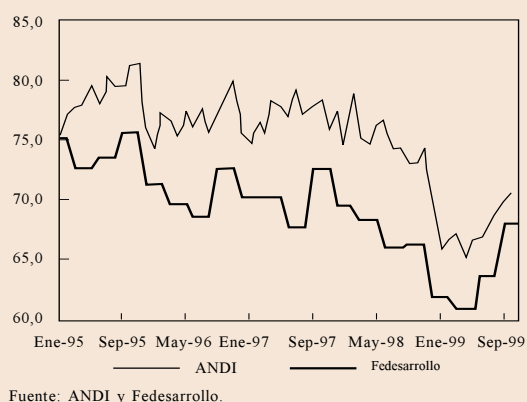
De acuerdo con información preliminar del CONFIS, el déficit del sector público no financiero ascendió a 4,7% del PIB en 1999. Esta cifra es muy similar a la que se proyectaba en el Informe sobre inflación del mes de septiembre.

Frente a 1998, el resultado fiscal del año significa un aumento en el tamaño del déficit consolidado de 1,4% del PIB. Este incremento tuvo su origen en el deterioro tanto de las finanzas de la administración central nacional como de las del resto del sector público. En particular, mientras entre 1998 y 1999 el superávit del resto del sector público disminuyó de 1,5% a 1% del PIB, el déficit del gobierno aumentó de 4,9% a 5,8% del PIB. No obstante, es importante anotar que el balance fiscal observado en 1999 se encuentra dentro de los límites definidos por el acuerdo con el Fondo Monetario Internacional a finales del año<sup>8</sup> (Cuadro 5).

---

<sup>8</sup> El déficit de 4,7% del PIB que obtiene el Confis es equivalente a un déficit de 6,2% del PIB con la metodología del FMI. El acuerdo con el FMI estableció que el déficit del sector público consolidado para 1999 no podría exceder de \$9.700 mm, es decir 6,4% del PIB.

GRÁFICO 41  
UTILIZACIÓN DE CAPACIDAD INSTALADA  
(CIFRAS A NOVIEMBRE DE 1999)



Respecto a las finanzas del Gobierno Central, los cálculos oficiales indican que al cierre de 1999 el crecimiento de los ingresos de operaciones efectivas fue de 19,2%. Al interior de los ingresos, las rentas de origen no tributario fueron las de mayor dinamismo gracias a la transferencia de las utilidades del Banco de la República por \$1,2 mm y al traslado de los excedentes financieros de algunos establecimientos públicos (\$0,9 mm). A diferencia de las rentas no tributarias, los ingresos por impuestos apenas exhibieron un crecimiento anual del 8,2%, a pesar de la ejecución de la reforma tributaria aprobada a finales de 1998 y de los recursos adicionales generados por la aplicación del impuesto sobre las transacciones financieras (Cuadro 6).

En general, el recaudo de los impuestos se vio afectado por la desaceleración de la actividad económica, que tuvo impacto tanto en los tributos de origen interno como en los impuestos a las importaciones. Mientras los impuestos de renta e IVA interno registraron un crecimiento nominal de solo 6,9%, los impuestos de aduanas y de IVA externo en conjunto, presentaron una reducción de 19,6%. El decaimiento en el recaudo de los tributos de origen externo está asociado con el comportamiento de las importaciones que presentaron una reducción cercana al 30% durante todo el año.

Con relación a los pagos, las cifras del CONFIS revelan una caída del 10,4% en inversión y un creci-

**CUADRO 5**  
**SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO**  
**DÉFICIT (-) O SUPERÁVIT (+)**  
**(PORCENTAJE DEL PIB)**

Concepto	1998	1999 (*)	2000 (Proy.)	Diferencia	
				1999/1998	2000/1999
Eléctrico	(0,6)	(0,4)	(0,0)	0,1	0,4
CARBOCOL	0,1	0,1	0,1	0,0	(0,0)
F.A.E.P.	0,1	0,3	0,4	0,2	0,1
ECOPETROL	0,1	0,7	0,6	0,6	(0,1)
TELECOM	0,1	0,0	0,1	(0,1)	0,1
Metro de Medellín	0,1	0,1	0,1	(0,0)	0,0
Resto de entidades	(0,1)	0,1	0,1	0,2	0,1
Seguridad social	1,6	0,6	0,9	(0,9)	0,3
Regional y local	(0,0)	0,2	(0,7)	0,2	(0,9)
Entidades no incluidas	0,1	(0,6)	0,1	(0,7)	0,6
Fondo Nacional del Café	0,0	(0,1)	(0,0)	(0,1)	0,1
Gobierno Nacional	(4,9)	(5,8)	(5,4)	(0,9)	0,4
Total	(3,4)	(4,7)	(3,8)	(1,4)	0,9
Total con privatizaciones	(2,9)	(4,7)	(0,5)	(1,9)	4,2

(\*) Cálculo preliminar.

(Proy.) Proyección.

Fuente: CONFIS.

**CUADRO 6**  
**GOBIERNO NACIONAL CENTRAL:**  
**OPERACIONES EFECTIVAS**  
**(MILES DE MILLONES DE PESOS)**

	1998	1999 (*)	2000 (Proy.)	Var %	
				1999/1998	2000/1999
<b>I. Ingresos de operaciones efectivas (A + B)</b>	16.880,1	20.119,9	22.953,4	19,2	14,1
A. Ingresos tributarios	14.825,4	16.037,0	19.465,9	8,2	21,4
Renta e IVA interno	10.147,2	10.848,1	11.996,7	6,9	10,6
Aduanas e IVA externo	4.015,1	3.227,4	4.725,6	(19,6)	46,4
Gasolina	641,8	707,9	918,1	10,3	29,7
Otros 1/	21,3	1.253,6	1.825,5	5.785,4	45,6
B. Ingresos no tributarios y otros 2/	2.054,7	4.082,9	3.487,5	98,7	(14,6)
<b>II. Gastos totales (A+B+C+D)</b>	23.820,0	28.868,9	32.301,4	21,2	11,9
A. Intereses	4.089,7	4.952,6	6.961,4	21,1	40,6
B. Funcionamiento	17.121,1	21.165,2	22.110,1	23,6	4,5
Servicios personales	3.547,0	4.134,3	4.453,8	16,6	7,7
Gastos generales	1.315,3	1.221,6	1.155,9	(7,1)	(5,4)
Transferencias	12.258,8	15.809,3	16.500,4	29,0	4,4
Situado	3.300,7	4.660,2	3.982,9	41,2	(14,5)
Cesión	2.480,3	3.216,8	3.374,8	29,7	4,9
Otras	6.477,8	7.932,3	9.142,7	22,5	15,3
C. Inversión	2.280,4	2.042,1	2.525,8	(10,4)	23,7
D. Préstamo neto	328,8	709,0	704,1	115,6	(0,7)
<b>III. Déficit (-) o Superávit (+) (I - II)</b>	(6.939,9)	(8.749,0)	(9.348,0)	26,1	6,8
<b>IV. Financiamiento (A+B+C)</b>	6.939,9	8.749,0	9.348,0	26,1	6,8
A. Crédito externo neto	2.701,3	3.116,6	3.040,4	15,4	(2,4)
Desembolsos	3.699,9	4.711,1	4.832,6	27,3	2,6
Amortizaciones	998,6	1.594,5	1.792,2	59,7	12,4
B. Crédito interno neto	3.997,0	4.802,4	2.974,7	20,2	(38,1)
Desembolsos	7.709,2	11.395,0	9.141,0	47,8	(19,8)
Amortizaciones	3.712,2	6.592,6	6.166,3	77,6	(6,5)
C. Privatizaciones y otros	241,6	830,0	3.332,9	243,5	301,6
<b>IV. Déficit como porcentaje del PIB</b>	(4,9)	(5,8)	(5,4)		

(\*) Cálculo preliminar.

(Proy.) Proyección.

1/ Incluye el impuesto del dos por mil.

2/ Incluye la transferencia de utilidades del Banco de la República.

Fuente: CONFIS.



miento del 21,1% y 23,6% en intereses y en funcionamiento, respectivamente. Dentro de este último rubro sobresalen las erogaciones por servicios personales y los pagos por transferencias, cuyos crecimientos respectivos alcanzan 16,6% y 29,0%. La expansión de las transferencias estuvo ligada a los pagos por situado fiscal y a la cesión de ingresos corrientes a municipios, los cuales experimentaron incrementos del 41,2% y del 29,7%, respectivamente<sup>9</sup>. El préstamo neto, que incluye entre otras partidas la capitalización de la Caja Agraria por \$150 mm, registró una expansión cercana al 115% a lo largo del año.

El financiamiento del déficit recayó en el crédito interno y externo. El saldo de la deuda se incrementó en \$3.116,6 mm para el crédito externo y en \$4.802,4 mm para el interno. Es importante señalar que los desembolsos de crédito interno ascendieron a \$11.395 mm, de los cuales \$11.198 mm corresponden a TES y \$196 mm a bonos de seguridad y paz.

---

<sup>9</sup> El crecimiento de las transferencias por concepto del situado fiscal tuvo origen en el optimismo inicial del gobierno sobre el recaudo de impuestos y en la imposibilidad legal para ajustar este tipo de gastos con base en la evolución de los ingresos corrientes a lo largo del año. Ello significa que la sobreestimación de ingresos que se observó a principios de 1999 sólo se corregirá a través de un reaforo negativo de las transferencias por situado en el año 2000.

Con respecto a los demás sectores y entidades, se destaca la evolución favorable de las finanzas de Ecopetrol y el deterioro experimentado por el sector de seguridad social. El mejoramiento de la situación financiera de Ecopetrol está asociado al buen comportamiento de los precios internacionales del crudo a lo largo del año. No obstante, debe tenerse en cuenta que la caída en la demanda interna de combustibles, producto de la desaceleración de la actividad económica, ha impedido la obtención de un mejor resultado financiero para la empresa. Por su parte, el sector de la seguridad social se vio afectado por el traslado de afiliados hacia los fondos privados, por la imposibilidad legal del Instituto de Seguros Sociales para vincular nuevos afiliados en el área de salud y por el pago de una transferencia de Cajanal por cerca de \$800 mm al gobierno.

Finalmente, para el año 2000 el CONFIS proyecta un déficit consolidado sin privatizaciones equivalente al 3,8% del PIB<sup>10</sup>. Al considerar como ingreso el valor de estas privatizaciones el déficit del sector público financiero se reduce a 0,5% del PIB. Frente a 1999, estos estimativos implican una reducción en el tamaño del déficit consolidado de 0,9% del PIB, de los cuales 0,4% del PIB se explica por el Gobierno Central y 0,5% por el resto del sector público.

---

<sup>10</sup> El valor de las privatizaciones se estima en 3,2% del PIB e incluye entre otras, la venta de ISA, ISAGEN y Carbocol.

### III

## MEDIDORES DE EXPECTATIVAS

### ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

#### Resultados

La encuesta de expectativas realizada por el Banco de la República revela que las expectativas de inflación disminuyeron a lo largo de 1999. En particular, la encuesta realizada durante el cuarto trimestre muestra que las expectativas de inflación anual a diciembre de 1999 eran de 9,9 %. Estas resultaron inferiores en 2,3 puntos porcentuales a las observadas en la encuesta del tercer trimestre (Gráfico 42).

De la misma forma, la encuesta muestra que las expectativas de *inflación de largo plazo* mantuvieron una tendencia decreciente en el cuarto trimestre de 1999 (Gráfico 43). Los agentes esperaban, en diciembre de 1999, una inflación del 10,4% para diciembre del 2000, mientras que en septiembre esperaban 11,3%.

En cuanto a la *tasa de devaluación* al finalizar 1999, los agentes esperaban que fuese en promedio 22,6%, cifra que es 4,7 puntos porcentuales inferior a la revelada por los agentes en el trimestre anterior (Gráfico 44).

El crecimiento esperado del PIB para 1999 es -3,5%, cifra inferior en 1,9 puntos porcentuales a la manifestada por los agentes en el mes de septiembre (Gráfico 45).

Las preguntas de la encuesta dirigidas a entender cómo perciben los agentes las condiciones *crediticias* de la economía se pueden apreciar en los Gráficos 46 al 49.

GRÁFICO 42  
INFLACIÓN ESPERADA AL FINAL DEL AÑO  
(PORCENTAJE)

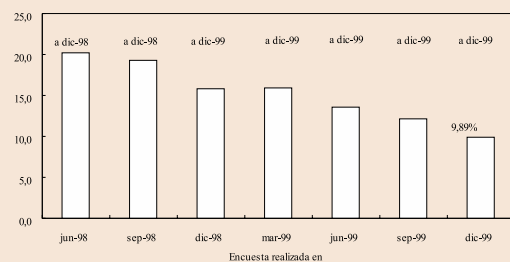


GRÁFICO 43  
INFLACIÓN ESPERADA AL FINAL  
DEL SIGUIENTE AÑO  
(PORCENTAJE)

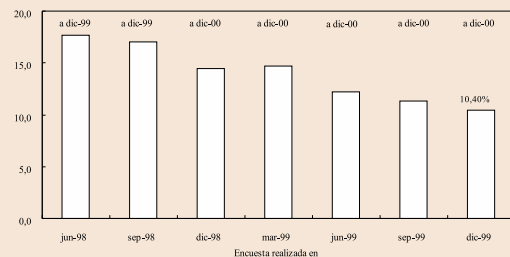
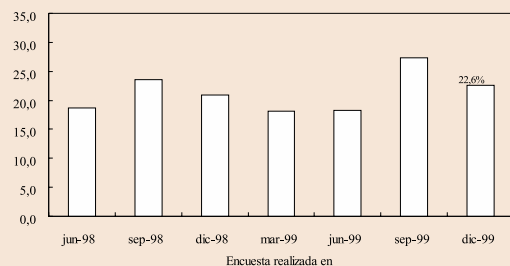
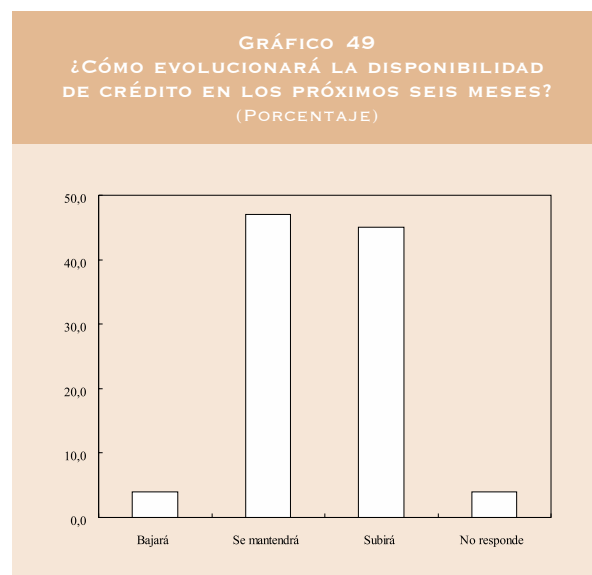
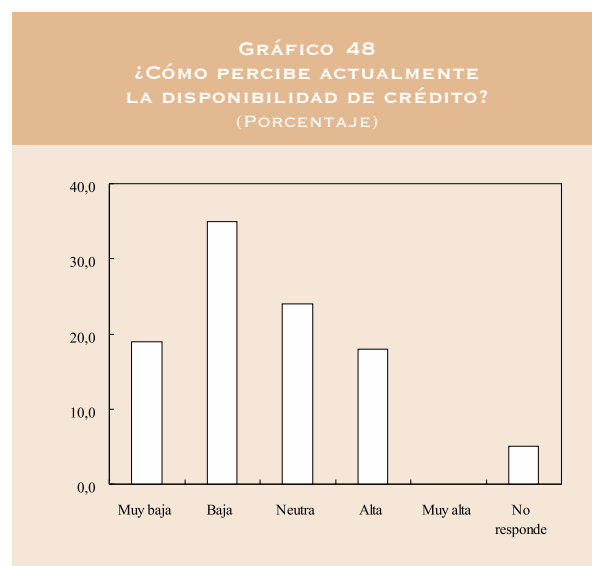
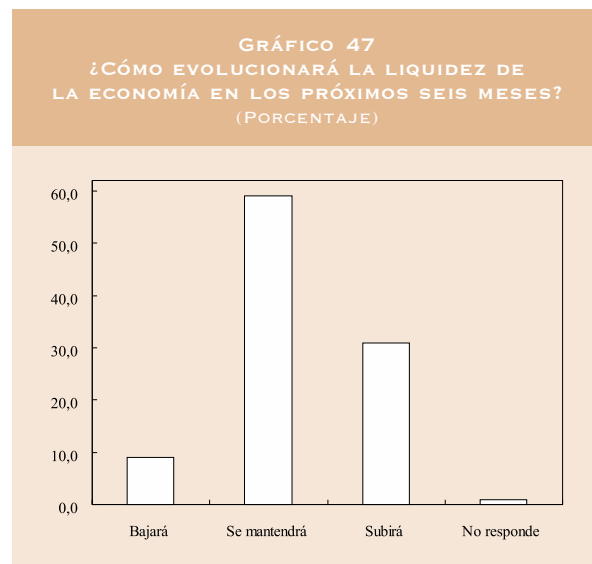
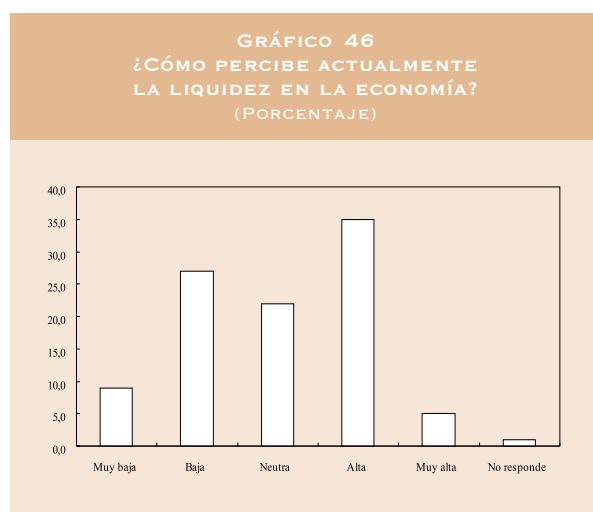
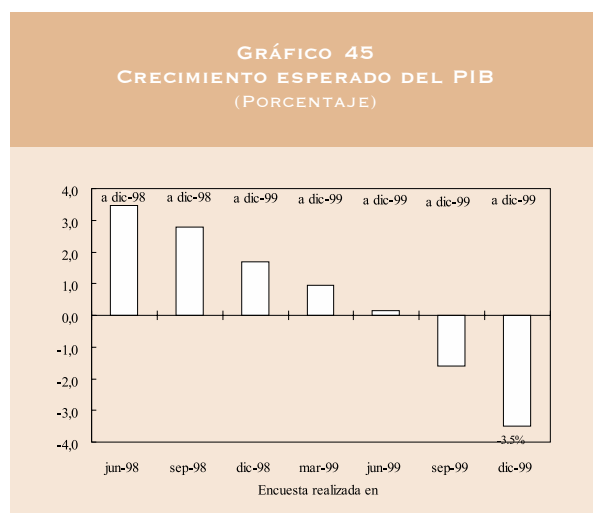


GRÁFICO 44  
TASA DE DEVALUACIÓN ESPERADA  
AL FINAL DEL AÑO  
(PORCENTAJE)

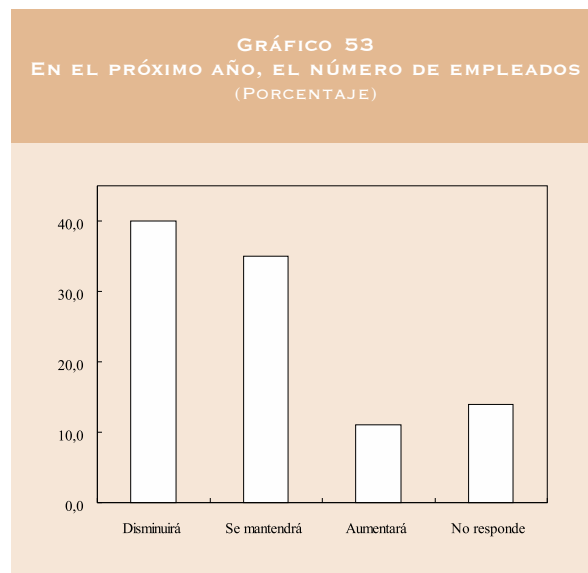
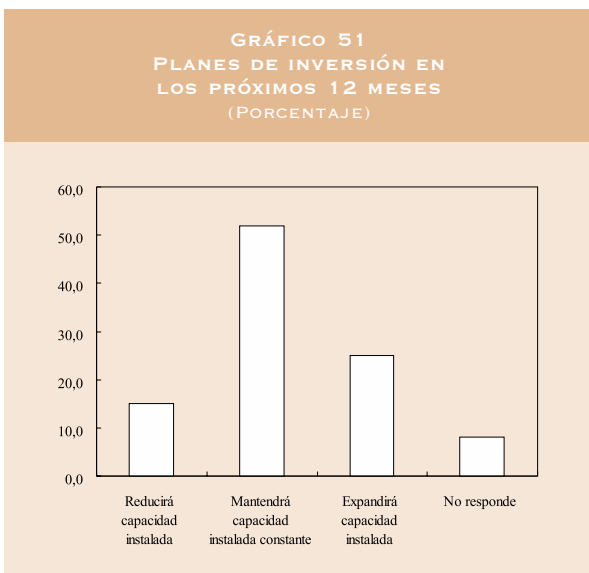
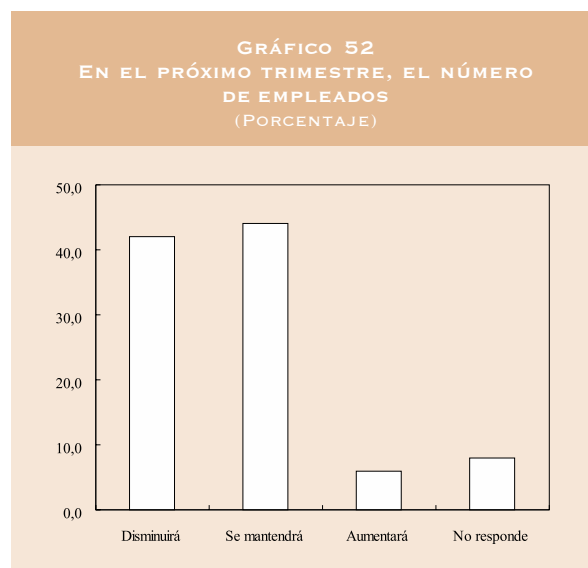


El 9% de los agentes encuestados percibe que la liquidez es muy baja, el 27% que es baja, el 22% la percibe neutra y el 35% percibe que la liquidez es alta. Sobre el comportamiento de la liquidez de la economía hacia el futuro sí parece existir algún acuerdo, mientras que el 59% de los encuestados espera que su percepción actual se mantenga, el 31% espera que la liquidez aumente y sólo el 9% piensa que bajará. Acerca de la disponibilidad de crédito en la economía, la perciben como baja el 35% de los agentes, neutra el 24% y sólo el 18% la percibe alta. En cuanto a la disponibilidad de crédito hacia el futuro las opiniones están divididas en cuanto a si se mantendrá o aumentará: el 47% de los agentes percibe que se mantendrá, el 45%, que subirá y sólo el 4%, que bajará.



La sección de la encuesta que tiene que ver con la *actividad económica* (Gráficos 50 y 51) muestra que un 48% de los encuestados ejecutaron menos proyectos de los que tenían planeados en los últimos 12 meses, el 41% realizó los proyectos planeados, y sólo el 4% ejecutó más de lo planeado. Para los próximos 12 meses un 52% de los encuestados mantendrá su capacidad instalada constante, un 25% planea realizar inversiones para expandirla y sólo el 15% planea reducirla.

Por último, las preguntas sobre *empleo* (Gráficos 52 y 53) dieron como resultado que, para el próximo trimestre, el 44% de los encuestados mantendrá constante el número de empleados, el 42% lo reducirá, y sólo el 6% está pensando en aumentarlos. Para el próximo año, el 35% de los encuestados piensa mantener constante su planta de personal, el 40% está pensando reducirlo y sólo el 11% piensa aumentar el número de empleados en su empresa.



## IV

### CONTEXTO INTERNACIONAL

---

#### A. ASPECTOS GENERALES

---

Durante el último trimestre de 1999 se presentó una mejoría en las condiciones económicas internacionales. Luego del alza conjunta de la tasa de interés de los Estados Unidos (25 puntos básicos, pb, noviembre, 1999) y Europa (50 pb, noviembre, 1999), y la positiva reacción del sistema financiero internacional a estos aumentos, disminuyeron los temores de un recalentamiento de la economía de los Estados Unidos, y de una aceleración de la inflación internacional. Adicionalmente, se observaron señales de recuperación en la Unión Europea, principalmente jalónada por la devaluación del euro frente al dólar y las políticas monetarias expansivas del Banco Central Europeo (BCE). Por su parte, Asia continuó presentando una recuperación sorpresiva. Sin embargo, no existe un consenso frente a la estabilidad del repunte de la economía japonesa debido fundamentalmente a la apreciación reciente del yen frente al dólar y a la falta de reformas estructurales en el sistema financiero. América Latina, por su parte, presentó evidencias mixtas para la recuperación económica. Sin embargo, se tienen perspectivas positivas a este respecto, debido fundamentalmente, al comportamiento de los precios de los productos básicos, la creciente demanda internacional, los aumentos de la liquidez global y los posibles acuerdos de las distintas economías con el FMI.

El comportamiento de las economías desarrolladas durante el segundo semestre de 1999 se puede decir que fue exitoso. Los Estados Unidos, Japón y la Unión Europea (UE) realizaron cambios en su política eco-

nómica conducentes a lograr la recuperación de las economías y/o garantizar la sostenibilidad de la actividad económica reciente.

El auge de la economía de los Estados Unidos, que se ha manifestado en una mayor presión sobre el mercado de trabajo, en un aumento atípico de los créditos privados y en una reducción del ahorro privado, ha generado una controversia sobre la posibilidad de una caída fuerte del producto para el año 2000. Sin embargo, la positiva respuesta del sistema financiero internacional al aumento de las tasas de interés por parte de la autoridad monetaria de los Estados Unidos, FED, hacen prever que la demanda de crédito volverá a su curso normal, y por tanto, la estabilidad de la economía americana será un hecho para el próximo año. De hecho, durante 1999 se estimó que la economía americana registraría un crecimiento de 3,8%, alto para los estándares de una economía desarrollada y se prevé que durante el 2000 esta economía siga mostrando un muy buen desempeño con un crecimiento de 3,1% (Cuadro 7).

Si en los primeros meses del año 2000 la economía americana no muestra signos de enfriamiento, el FED se verá en la necesidad de aumentar de nuevo sus tasas de interés. Los principales analistas internacionales coinciden en afirmar que la principal variable que se analiza a la hora de tomar una decisión sobre incrementos futuros de la tasa de interés será la evolución del gasto de los hogares. El crecimiento de este agregado ha sido superior al de los ingresos de este grupo, lo cual ha implicado una caída histórica en la tasa de ahorro y un aumento del crédito financiado en gran medida con la valorización de sus activos financieros.

**CUADRO 7**  
**CRECIMIENTO ECONÓMICO, 1999 Y 2000**  
(VARIACIÓN PORCENTUAL)

	Trimestral			Anual	
	I	II	III	1999	2000
<b>Países desarrollados 1/</b>					
Estados Unidos	3,7	1,9	5,7	3,8	3,1
Alemania	2,5	0,5	2,9	2,3	2,7
Japón	6,3	3,9	(3,8)	0,9	0,3
<b>Países emergentes América Latina 2/</b>					
Argentina	(3,0)	(4,9)	n.d.	(0,4)	4,0
Brasil				(2,7)	5,2
Chile				(0,5)	3,2
Chile	(2,7)	(3,7)	(1,5)	(0,7)	5,5
Ecuador	(4,4)	(6,6)	(7,1)	(9,0)	2,0
México	1,9	3,2	4,6	3,4	4,5
Perú				2,3	4,0
Venezuela	(9,4)	(9,6)	n.d.	(7,0)	3,0

n.d. No disponible.

1/ Corresponde al crecimiento del trimestre respectivo frente al trimestre inmediatamente anterior anualizado.

2/ Corresponde al crecimiento del trimestre respectivo frente a igual trimestre del año anterior.

Fuente: Bloomberg, WEFA, Golman Sachs.

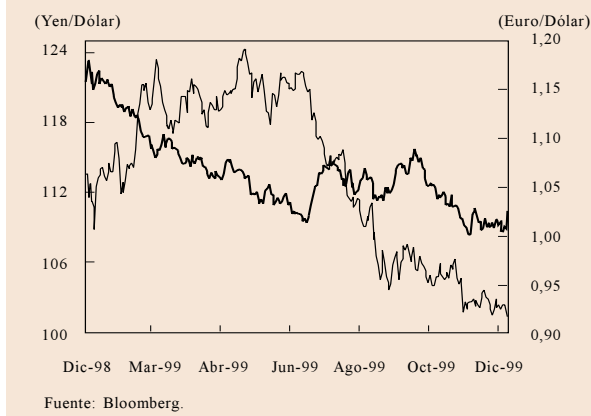
Por su parte, la UE ajustó su política monetaria con el ánimo de mejorar el desenvolvimiento de la economía de la región. El aumento de 50 puntos básicos en la tasa REPO alemana realizado por el BCE durante el mes de noviembre de 1999, con el ánimo de aliviar las expectativas inflacionarias, se pudo llevar a cabo sobre la base de un crecimiento fuerte del crédito y una alta confianza en la recuperación. Sin embargo, existe en el interior de la zona europea una preocupación creciente por la caída del euro frente al dólar. Si bien, la devaluación del euro frente al dólar ha generado un creciente desaliento de los inversionistas sobre Europa, en comparación con Japón e inclusive Inglaterra, también ha jalonado el crecimiento de las exportaciones y la recuperación de algunas de las economías. Este último hecho ha sido utilizado para explicar la posición del BCE de no realizar aumentos fuertes de las tasas de interés que puedan contrarrestar la caída del euro.

Se espera entonces que la UE, presente un buen desempeño durante el año 2000. El crecimiento del producto interno neto, esperado para este año es 2,9%,

superior en 0,9 puntos porcentuales al crecimiento de 1999. Por su parte, se espera que la inflación al finalizar el presente año sea de 1,5%, superior en 0,5 puntos porcentuales a la de 1999. Este aumento previsto de la inflación se basa fundamentalmente en el comportamiento de los precios del petróleo, y los arreglos salariales esperados. La tasa de inflación esperada no supera la meta de inflación del 2%, por lo cual no se deben esperar aumentos de la tasa de interés de la zona.

Respecto a la economía japonesa, ésta ha presentado comportamientos positivos, debido principalmente al buen desempeño de las exportaciones dirigidas al Asia, especialmente hacia países como Corea del Sur y Malasia. Ello ha sido posible a pesar de la revaluación del yen frente al dólar presentada durante el último trimestre de 1999 (Gráfico 54). Sin embargo, el buen desempeño de esta economía no se espera que sea sostenido, debido fundamentalmente al alto superávit de la cuenta corriente; a la tendencia de los inversionistas japoneses a preferir las inversiones en Europa; y a la entrada de capitales financieros que

GRÁFICO 54  
TASA DE CAMBIO



apuestan a la recuperación de la segunda economía más grande del mundo, factores estos que presionan hacia una apreciación del yen. Dado todo lo anterior, y a pesar de los esfuerzos del gobierno en cuanto al uso de políticas fiscales más agresivas, no cabe esperar que la recuperación del Japón se mantenga al mismo ritmo que se presentó en 1999. Las tasas de crecimiento del producto nacional bruto previstas para 1999 y el 2000 son 0,9% y 0,3%, respectivamente (Cuadro 7).

De acuerdo con algunos analistas<sup>11</sup>, el comportamiento de los tipos de cambio durante este período juega un papel fundamental en la evaluación de diferentes escenarios de desempeño de las economías desarrolladas. El panorama general indica que existe un estrecho diferencial de rentabilidad entre las distintas economías, conjuntamente con un yen muy alto, y un euro muy bajo con respecto al dólar. En la actualidad, no es predecible una recomposición del valor de las monedas en el mediano plazo, lo que significa que el yen permanecerá fuerte frente al dólar, mientras el euro presentará la tendencia contraria.

América Latina presenta evidencias encontradas frente a la recuperación económica y el fortalecimiento financiero. Sin embargo, se espera que la

región retome la senda del crecimiento económico durante el año 2000, debido fundamentalmente al fortalecimiento de la demanda externa, al incremento en el comportamiento de los precios internacionales de los productos básicos y los tipos de cambio más competitivos.

De este modo, se espera que el fortalecimiento de la demanda internacional refuerce el crecimiento de todas las economías de la región, teniendo un efecto fundamentalmente importante sobre México, Argentina y Chile, países que mantienen una fuerte relación comercial con los Estados Unidos, Europa y Japón, respectivamente. Este mismo factor tendría efectos secundarios para Colombia, Ecuador y Venezuela, países que dependen en mayor medida del comercio intrarregional.

De igual manera, se espera que el comportamiento de los precios de los productos básicos siga teniendo efectos importantes en la recuperación de las economías de la región, principalmente en el caso de Chile y Perú, países que basan sus exportaciones en los minerales. Además, en el caso de Venezuela y Colombia, se observará un repunte en sus exportaciones debido fundamentalmente al comportamiento del precio del petróleo.

Durante 1999, el crecimiento de la economía regional se estima en -0,4% de acuerdo con los distintos analistas internacionales. Los mismos pronósticos apuntan a un crecimiento de la economía de la región para el año 2000 del orden del 4,0%. El crecimiento estará liderado fundamentalmente por Chile (5,5%), Argentina (5,2%), México (4,5%) y Perú (4,0%), seguido por Brasil (3,2%) y Venezuela (3,0%) con menores tasas (Cuadro 7).

Dado todo lo anterior, el crecimiento global ponderado por el volumen de comercio exterior colombiano el año 2000 es de 3%, superior al observado durante 1999 (1%) y el cual se juzga suficiente para sostener un crecimiento de las exportaciones no tradicionales del 12%, tal como lo prevén las proyecciones oficiales.

<sup>11</sup> Business Week, December 13, 1999.

En cuanto a la inflación, con excepción de Venezuela y Ecuador, es concebible que esta sea de un dígito durante el año 2000 para las principales economías de América Latina. La inflación durante 1999 cayó para la mayoría de las economías de la región, debido fundamentalmente a la desaceleración de la demanda interna. Las excepciones fueron Brasil y Ecuador, en donde la inflación pasó de 1,7% en 1998 a 9,1% en 1999 y de 44% a 64%, respectivamente. El comportamiento de la inflación de Brasil se debió a la devaluación del tipo de cambio y a choques exógenos originados por adversas condiciones climáticas. Aunque se espera que este comportamiento sea transitorio, existen características de una inflación latente en la economía brasileña. En particular, se espera que el impacto de la devaluación sobre la inflación, que no se presentó durante 1999, se produzca con la recuperación de la economía del Brasil. Tampoco se excluye la posibilidad de nuevos choques climáticos y externos que puedan acentuarlo.

Por su parte, la elevada tasa de inflación ecuatoriana obedece al comportamiento del tipo de cambio y a la evolución de los agregados monetarios. Durante 1999, el tipo de cambio de este país presentó la devaluación más alta de su historia (145,7%).

---

## B. PRECIOS DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS

---

Los precios de café y petróleo, fundamentales para la recuperación económica colombiana, han presentado un repunte durante los últimos meses. El precio del café pasó de 0.93 US\$/libra en septiembre a 1.28 US\$/libra en diciembre (Gráfico 55). Los pronósticos del precio del café realizados por el grupo de analistas de los productos básicos del Banco Mundial indican que el precio de una libra en el exterior será US\$ 1.04 en promedio durante el año 2000, muy similar al promedio de 1999. Las proyecciones del Banco Mundial, sin embargo, no tienen en cuenta los efectos sobre los precios internacionales que podría tener la reducción de la oferta exportable bra-

sileña a consecuencia de la sequía que se presentó en ese país al finalizar 1999 (1.1 US\$/libra). Estas circunstancias podrían sostener los precios internacionales en niveles similares a los observados a finales de 1999 y durante los primeros meses del año 2000.

Por su parte, el precio del petróleo presentó un repunte durante el segundo semestre de 1999, debido a la implantación del pacto de cuotas de la OPEP. El precio internacional del petróleo WTI pasó de 17.9 US\$/barril en junio de 1999 a 26.1 US\$/barril en diciembre del mismo año (Gráfico 56). En cuanto al comportamiento futuro de este precio, los diferentes analistas coinciden en afirmar que podría estabilizarse alrededor de los 18.5 US\$/barril durante el 2000 de mantenerse el pacto. Sin embargo, el comportamiento de la producción de los países dentro del pacto y fuera de él, la liquidación de los inventarios existentes y el comportamiento de la demanda internacional podría implicar variaciones en estos pronósticos compatibles con niveles superiores a 21 US\$/barril durante el año 2000<sup>12</sup>.

Durante el último trimestre de 1999, los productos básicos internacionales exportados por Colombia presentaron una tendencia creciente tanto frente al trimestre anterior como con respecto al mismo trimestre de 1998. Dada la información disponible hasta septiembre de 1999, el Banco Mundial pronosticaba un repunte de los precios de la mayoría de los principales productos básicos exportados por Colombia para el año 2000. Esto se explica fundamentalmente por la creciente demanda internacional (Gráfico 57).

---

## C. PANORAMA FINANCIERO

---

Aunque la mayoría de los países de América Latina presentan fases recesivas en su economía y algún grado de inestabilidad macroeconómica, la percepción de

---

<sup>12</sup> El dato es el resultado del promedio de los pronósticos de diferentes entidades internacionales. Como Goldman Sacks, Salomon Smith Barney, etc.



GRÁFICO 55  
 PRECIOS DEL CAFÉ ARABIGO-COLOMBIA  
 BOLSA DE NUEVA YORK  
 (US\$CTVOS./LIBRA)



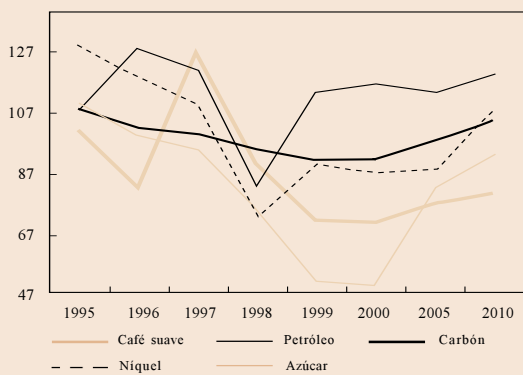
Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO 56  
 PRECIO DEL PETRÓLEO WTI  
 BOLSA DE NUEVA YORK  
 (DÓLAR/BARRIL)



Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO 57  
 ÍNDICE DE PRECIOS DE LOS PRINCIPALES  
 COMMODITIES EXPORTADOS POR COLOMBIA  
 (DÓLARES CORRIENTES)



Fuente: Banco Mundial.

los mercados hacia la región ha mejorado. Lo anterior se refleja en la reanudación de los flujos de capitales hacia algunos países, en la recuperación de los mercados bursátiles y en la disminución de los *spreads* de los bonos de deuda soberana.

Los *spreads* de deuda latinoamericana a 10 y 30 años han presentado una disminución durante el último trimestre, debido en gran parte a la confianza que se tiene en las medidas económicas puestas en marcha por la mayoría de los países latinoamericanos. Los buenos resultados de la economía brasileña, los resultados de inflación y crecimiento mejicanos junto con la negociación que está llevando a cabo Argentina con el FMI, han mejorado las expectativas de crecimiento de la región y por consiguiente, los capitales han iniciado su regreso hacia algunos de los países. Salvo el comportamiento del *spread* de la deuda venezolana el cual se ha mantenido constante, todas las economías han presentado disminuciones en sus *spreads* tanto a 10 como a 30 años, y en la actualidad estos se ubican en 460 pb en promedio para el *spread* a 10 años, y en 530 pb en promedio para el *spread* a 30 años (Gráficos 58 y 59).

Estas mejores perspectivas para la región se observan incluso en momentos en los que existen expectativas alcistas en la tasa de interés de los países desarrollados. En el caso de las tasas de interés de los bonos del tesoro de los Estados Unidos, estas ya han registrado un incremento de 0,5 puntos porcentuales en el último trimestre, y se espera que continúen con la senda creciente debido a los temores de que los incrementos en la demanda interna de los Estados Unidos previstos para el año 2000 hagan resurgir presiones inflacionarias indeseables. A la fecha, el crecimiento de la demanda ha sido cubierto fácilmente por una amplia oferta gracias a importantes ganancias en materia de productividad, pero parece improbable que esta circunstancia se extienda por mucho más tiempo.

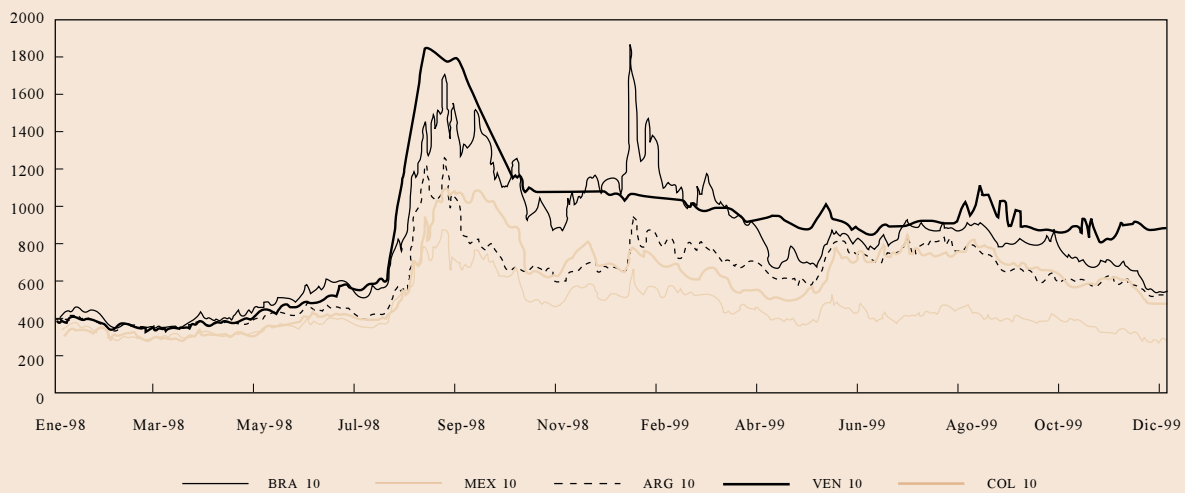
En el caso de Europa, en la medida en que se espera una recuperación de dichas economías en el presente año podrían surgir presiones inflacionarias que, eventualmente, se traducirían en incrementos de las tasas de interés.

En cualquier caso, el comportamiento de los *spreads* en el último trimestre, parece confirmar el hecho de que los cambios en las tasas de interés de los Estados Unidos y Europa no afectan las condiciones de crédito de las economías latinoamericanas tanto como sí lo pueden hacer las condiciones internas de cada país. Este fenómeno es aún más válido si se tiene en cuenta que con la crisis rusa parece haberse presenta-

do una diferenciación de los *spreads* de deuda latinoamericanos respecto de los *spreads* de otros países emergentes, lo cual ha sido benéfico ya que ha permitido que los mercados tengan una mejor información acerca de la calidad y vulnerabilidad de cada crédito soberano<sup>13</sup>.

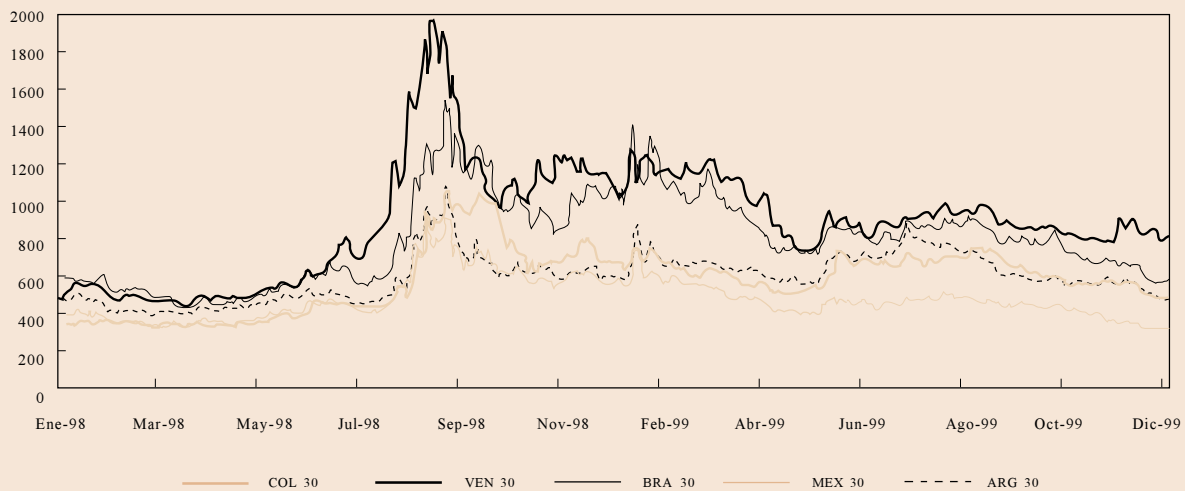
<sup>13</sup> Fischer Stanley. "Learning the Lessons of Financial Crises: The Roles of the Public and Private Sectors".

GRÁFICO 58  
SPREADS DE LA DEUDA LATINOAMERICANA A 10 AÑOS  
(PUNTOS BÁSICOS SOBRE EL BONO DEL TESORO AMERICANO A 10 AÑOS)



Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO 59  
SPREADS DE LA DEUDA LATINOAMERICANA A 30 AÑOS  
(PUNTOS BÁSICOS SOBRE EL BONO DEL TESORO AMERICANO A 30 AÑOS)



Fuente: Bloomberg.

## PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN

---

### A. PRONÓSTICO PARA LOS AÑOS 2000 Y 2001 CON BASE EN DISTINTOS MODELOS

---

Para pronosticar el comportamiento inflacionario en los años 2000 y 2001, el Banco de la República efectuó la estimación de diversos modelos estadísticos del tipo ARIMA y estructural. Para la realización de estas estimaciones se supone que durante el año 2000 la economía entrará en una fase de recuperación con un crecimiento positivo moderado, el cual se acelerará durante el 2001. De igual manera, se supone que las tasas de crecimiento de los agregados monetarios estarán acordes con la meta de inflación fijada por el Banco de la República del 10% para el año 2000 y con la programación financiera definida en el contexto del acuerdo con el Fondo Monetario Internacional. En cuanto a la devaluación, los supuestos contemplados en el ejercicio de proyección de la inflación implican que el tipo de cambio real observado a finales de 1999 se mantiene constante durante el año 2000 y se recupera levemente en el 2001.

Los modelos muestran que la inflación al finalizar el año 2000 se ubicaría en un rango entre el 8% y el 10%, y para el siguiente año los modelos sugieren que la inflación podría continuar reduciéndose alrededor de dos puntos porcentuales adicionales en relación con el rango mencionado.

---

### B. ESCENARIOS DE EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS

---

Adicionalmente a los modelos estadísticos, se efectuó un ejercicio de proyección de la inflación para el

año 2000 de tipo analítico, el cual prevé varios escenarios posibles de crecimiento de precios para los diferentes rubros de la canasta del IPC del DANE actualmente vigente. Este ejercicio tuvo en cuenta la dinámica reciente de los precios de cada uno de los principales grupos de la canasta del DANE y su posible evolución en el presente año de acuerdo con varios supuestos. Entre ellos vale la pena mencionar la normalización de la estacionalidad del precio de los alimentos durante el año 2000 y por consiguiente, el incremento de sus precios relativos. Para el incremento de los precios relativos de los alimentos se supusieron dos situaciones: una en la cual estos aumentaron en una magnitud equivalente al incremento anual promedio observado en los últimos 25 años y la otra en la que el repunte en los precios es equivalente al máximo observado en esos años. De igual manera, se supone que los precios internacionales del petróleo se mantendrán durante el año 2000 en niveles similares a los alcanzados a finales de 1999, por lo cual, el precio doméstico de los combustibles deberá variar de acuerdo con la devaluación. Por último, se tiene en cuenta que el efecto de la introducción del IVA efectuado a varios productos de la canasta durante 1999 no se mantiene durante el año 2000.

En términos generales, se tienen tres escenarios. Uno, el más pesimista y alcista; otro optimista, y un último que corresponde al escenario intermedio. Los resultados de estos ejercicios nos permiten concluir que la inflación para el año 2000 estaría entre 7% y 10,8%. Si se considera el escenario promedio como el más realista, la inflación a finales del año 2000 podría ubicarse en 8,2%. Es de anotar, que el escenario aquí propuesto no tiene respaldo en un modelo macroeconómico de consistencia global, como tampoco es sensible a cambios en la política monetaria.

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 Cartoprint Ltda  
en enero de 2000.