



---

**INFORME SOBRE INFLACIÓN**  
SEPTIEMBRE DE 2000

---

BANCO DE LA REPÚBLICA

## PRESENTACIÓN, RESUMEN Y CONCLUSIONES

### LA ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA

✕ En su reunión del 13 de octubre de 2000, la Junta Directiva del Banco de la República revisó la estrategia para la conducción de la política monetaria, introdujo algunas modificaciones a los parámetros de las variables más importantes en el proceso de decisión de la política y consideró conveniente precisar al público los criterios que guían dicho proceso.

✕ La política monetaria continuará teniendo como objetivo el logro de tasas de inflación coherentes con el mandato constitucional de garantizar la estabilidad de precios, en coordinación con una política macroeconómica general que propenda por el crecimiento del producto y el empleo. Se espera conseguir este objetivo mediante la definición de metas de inflación gradualmente decrecientes.

✕ Hasta ahora, para alcanzar dichas metas la Junta Directiva ha definido un programa monetario a partir de una trayectoria de la base monetaria que se considera congruente con el logro de las metas de inflación presentes y futuras, y con el resto del programa macroeconómico del Gobierno. Periódicamente la Junta ha analizado la situación monetaria e inflacionaria con base en los siguientes elementos:

- El examen del comportamiento del promedio móvil diario de orden 20 de la base monetaria respecto a un corredor de +/-3,0% alrededor de la trayectoria definida inicialmente.
- La identificación de cambios significativos del nivel y la composición de la base monetaria.
- La evaluación de un conjunto de indicadores y pronósticos de inflación y actividad económica.

✕ Con base en este análisis, se han tomado decisiones sobre las modificaciones de la postura de la política monetaria que se consideran necesarias. La explicación de estas decisiones, la exposición del proceso de análisis y la presentación de la información relevante en el mismo se han publicado en los informes sobre inflación trimestrales, los informes al Congreso de la República y comunicados de prensa mensuales.

✕ Conviene anotar que las decisiones de la Junta sobre la postura de su política no han respondido mecánicamente o exclusivamente a las desviaciones del promedio de la base monetaria respecto a su corredor. De hecho, en los últimos meses la Junta Directiva del Banco de la República ha

permitido tales desviaciones porque ha identificado cambios en la velocidad de circulación de la base monetaria que requieren un mayor crecimiento de este agregado sin poner en peligro el logro de las metas de inflación. Dichos cambios se relacionan con el impacto del impuesto a las transacciones financieras en la demanda de efectivo y de cuentas corrientes por parte del público, como se mencionó en el Informe al Congreso de julio pasado y en comunicados de prensa anteriores. Adicionalmente, las proyecciones de inflación y los indicadores de actividad real han sugerido que la postura reciente de la política monetaria era congruente con la meta de inflación.

✕ La revisión de la estrategia monetaria adoptada busca, en primer término, aclarar al público el proceso de decisión de política de la Junta, recalando que la evaluación de los indicadores y pronósticos de inflación y de otras variables económicas tiene tanta importancia como el examen del comportamiento de la base monetaria respecto a su trayectoria de referencia. De esta manera, se avanza en el proceso de incorporar elementos de un esquema de *Inflación Objetivo* en la estrategia monetaria de la Junta. En segundo término, introduce algunos cambios en el nivel y el promedio móvil de la trayectoria de referencia de la base monetaria.

✕ A continuación, se expone los principales elementos de la estrategia de política monetaria definida por la Junta:

✕ Las decisiones se seguirán tomando con base en los siguientes elementos:

- La meta de inflación.
- La evaluación del estado general de la economía, de las tendencias y perspectivas de la inflación y de la situación de desempleo.
- El seguimiento al comportamiento de la cantidad de dinero respecto a valores de referencia previamente definidos para ser conducentes al logro de la meta de inflación.

✕ Con el propósito de guiar la formación de las expectativas de inflación y tomando en cuenta la existencia de rezagos en los efectos de la política monetaria sobre los precios, las metas de inflación son multianuales. Para los años 2001 y 2002, la Junta ratifica las metas de 8,0% y 6,0%, respectivamente.

✕ La Junta, en su proceso interno de toma de decisiones, continuará realizando mensualmente una evaluación detallada de las presiones inflacionarias y de las perspectivas de la inflación. La evaluación se hará a partir de un informe realizado por el equipo técnico del Banco. Trimestralmente, se seguirá publicando un Informe sobre Inflación para que los mercados conozcan la percepción de la Junta sobre la probabilidad de cumplir la meta de inflación y evalúen la coherencia de las acciones de la Junta con el análisis técnico. Si la evaluación sugiere que bajo las condiciones vigentes de la política monetaria la inflación se desviará de la meta del año en curso o el siguiente, la Junta procederá a modificar la postura de su política.

✕ El comportamiento del dinero, en especial de la base monetaria y su composición, juega un papel importante en el proceso de toma de decisiones de la Junta. Por esta razón, se fijará un valor de referencia para la base monetaria, construido de manera coherente con la meta de inflación, la

proyección del crecimiento real del PIB y cambios previsibles en la velocidad de circulación. La Junta evaluará las presiones inflacionarias y analizará el comportamiento de la base monetaria respecto al valor de referencia. Bajo condiciones normales, desviaciones significativas de la base monetaria en relación con su valor de referencia señalan riesgos de no cumplir las metas de inflación.

✕ Al igual que en el pasado, el concepto de valor de referencia de la base monetaria no significa un compromiso del Banco de la República de corregir mecánicamente cualquier desviación de *corto plazo* de la base respecto a su valor de referencia. Teniendo en cuenta el aumento en la demanda de efectivo y cuentas corrientes, la Junta ha considerado desde hace varias semanas que, en lo que resta del año 2000, la línea de referencia de la base monetaria debe ser aproximadamente superior en 7,0% al centro del corredor de base monetaria definido a finales del año anterior. Cuando la base monetaria se desvíe significativamente y por un período de varias semanas de los valores de referencia, la Junta tomará medidas de política o explicará públicamente por qué no las toma. Esto último puede suceder cuando los indicadores y pronósticos de la inflación y otras variables económicas arrojen evidencia fuerte sobre el cumplimiento de las metas de inflación. Para un fácil seguimiento de este agregado en relación con la línea de referencia, el Banco publicará semanalmente la base observada y los promedios móviles de 45 y 20 días de la base observada y el valor de referencia. De manera rutinaria, la Junta evaluará los valores de referencia de la base monetaria y podrá modificarlos si existen sólidas razones técnicas para hacerlo, mientras no se comprometa el logro de las metas de inflación.

✕ Los cambios en la estrategia buscan darle una mayor transparencia al proceso de decisión de la Junta Directiva y facilitar el entendimiento de la política monetaria.

#### EVALUACIÓN SOBRE LA SITUACIÓN INFLACIONARIA EN SEPTIEMBRE DE 2000

✕ En la misma reunión del 13 de octubre de 2000, la Junta Directiva efectuó un análisis de la situación inflacionaria al mes de septiembre de este año, cuyos principales resultados se presentan a continuación:

✕ En septiembre, la inflación al consumidor, medida como la variación anual del Índice de Precios al Consumidor (IPC), fue de 9,2%, inferior en 0,5 puntos porcentuales a la registrada en junio de este año e inferior en 0,1 puntos porcentuales a la de septiembre de 1999. Este crecimiento anual del IPC es el menor para un septiembre desde 1971, y con éste se completaron 17 meses consecutivos con una inflación igual o menor que 10,0%.

✕ La inflación, año corrido, a septiembre alcanzó un crecimiento de 7,7%, inferior en 0,1 puntos porcentuales al registro del mismo período de 1999. Dentro de los rubros que más contribuyeron a la inflación trimestral sobresalen vehículos, acueducto, alcantarillado y aseo, taxi y combustibles. Estos cinco ítems explican cerca del 62,0% de la inflación del tercer trimestre. Al igual que en el primer semestre del año, durante el tercer trimestre el incremento del precio de la gasolina y la devaluación fueron los factores que más presionaron el alza de precios junto con el desmonte de los subsidios de los servicios públicos. Durante estos últimos tres meses los alimentos

dejaron de acelerar la inflación tal y como se había observado en buena parte del primer semestre y por el contrario contribuyeron a reducirla al presentar variaciones mensuales negativas o nulas en sus precios.

✕ En el año completo, el crecimiento de precios fue superior al promedio en el grupo transporte (17,2%), gastos varios (15,0%), salud (10,0%) y educación (9,4%). Por debajo del promedio de la inflación observada se situaron los grupos vestuario (2,9%), vivienda (5,8%) y alimentos (8,2%).

✕ En la clasificación alterna (transables y no transables) el hecho más sobresaliente en el tercer trimestre lo constituye la disminución de la variación anual de precios para el grupo de no transables, la cual pasó de 10,4% en junio a 9,6% en septiembre. Esta disminución se explica fundamentalmente por la menor variación registrada en los precios del subgrupo de bienes flexibles (tubérculos, hortalizas y frutas) en septiembre (13,3%) frente a lo observado tres meses atrás (25,5%) y obedece al muy buen desempeño de la oferta agrícola durante estos últimos tres meses. Respecto a los bienes transables, en septiembre la variación anual de precios fue de 9,9%, superior a la observada en junio (9,4%), lo que pone de presente la incidencia que ha tenido la devaluación en los precios al consumidor.

✕ La inflación básica medida como la tasa de crecimiento anual promedio de los cuatro indicadores calculados por el Banco de la República fue de 8,5%, al finalizar el tercer trimestre, disminuyendo 0,5 puntos porcentuales con respecto al registro de junio. Este descenso se explica por el menor crecimiento de la media truncada y la media asimétrica. La inflación núcleo registró un ligero incremento mientras el IPC sin alimentos permaneció estable. Cuando del promedio se excluye la media asimétrica para evitar la alta volatilidad que últimamente ha mostrado este indicador tal y como se explica en el capítulo I, la inflación básica así medida se sitúa en septiembre en 9,0%, superior en 0,1 puntos porcentuales a la de junio.

✕ La inflación anual del productor, medida como la variación anual del Índice de Precios del Productor (IPP) fue 12,9% al finalizar el tercer trimestre, superior dos puntos porcentuales a la registrada en septiembre de 1999 e inferior en 2,7 puntos porcentuales a la observada en junio de este año. La desaceleración de la inflación anual al productor durante el tercer trimestre obedeció esencialmente a la menor variación anual de precios de los bienes industriales y de los bienes de origen agropecuario y se dio a pesar de un importante repunte en los precios de la minería, debido al repunte en el precio de los combustibles.

✕ La proyección de la inflación básica promedio utilizando los cuatro indicadores para diciembre de 2000 es en la actualidad de 8,2%, inferior en 0,3 puntos porcentuales a la prevista con cifras a junio. Si se excluye la media asimétrica, el promedio proyectado a diciembre es de 8,7%, muy similar al pronóstico efectuado hace tres meses.

✕ Al finalizar el tercer trimestre, el promedio móvil de orden 20 de la base monetaria se situó 2,8% por encima del techo del corredor. Esto obedeció a que el crecimiento del saldo promedio del efectivo fue superior al crecimiento implícito contemplado en el límite superior del corredor de base. Como se señaló oportunamente en el Informe anterior y se confirma en este, el mayor crecimiento que han venido registrando los agregados monetarios más líquidos (Base y M1) ha

obedecido al incremento en la demanda del efectivo por diversos motivos, dentro de los que sobresalen el bajo nivel de las tasas de interés y la ampliación del impuesto del dos por mil. En razón de ello, este incremento no deberá afectar los precios a través de incrementos en la demanda agregada por encima de los inicialmente previstos.

✕ Para septiembre, las carteras nominal y real del sistema financiero continuaron contrayéndose a tasas similares a las observadas el trimestre anterior. La excepción dentro del sistema financiero sigue siendo la cartera de las entidades financieras privadas, excluidas las corporaciones de ahorro y vivienda (CAV) y los bancos hipotecarios, la cual continúa presentando crecimientos positivos del orden del 3,5%. Por otro lado, el indicador de cartera, resultante de sumar a la cartera bruta aquellos retiros efectuados por los intermediarios financieros de los balances en los últimos 18 meses, mostraba un crecimiento anual a agosto de 3,5% para el sistema financiero en conjunto. Finalmente, al término del tercer trimestre, las tasas de interés nominal y real fueron superiores a las observadas en junio. La tasa nominal pasiva promedio en septiembre fue de 12,9%, en tanto que la activa se situó en 28,9%. Frente a junio, los incrementos de estas tasas fueron de 0,9 y 5,0 puntos porcentuales respectivamente. En cuanto a las tasas reales, en septiembre la pasiva se situó en 3,4%, en tanto que la activa lo hizo en 18,1%. Estos valores son superiores en 0,8 y 3,4 puntos porcentuales, a los observados hace tres meses. Al finalizar el tercer trimestre, la tasa pasiva real continuó por debajo de su promedio histórico, en tanto que la tasa activa real se situó por encima de este nivel.

✕ Según se desprende del comportamiento de los diferentes indicadores del sector real, durante el tercer trimestre la economía continuó expandiéndose a un ritmo similar al que se observó en el segundo trimestre. En estos últimos meses el crecimiento ha seguido siendo liderado por el sector industrial y por las exportaciones menores, sin embargo, otros sectores como el comercio y algunos servicios también están dando muestras importantes de reactivación. De igual manera, el comportamiento reciente de los indicadores de pedidos y existencias de la industria y las favorables expectativas de los empresarios permiten ser optimistas respecto al crecimiento económico en los próximos meses. Los niveles actuales de las tasas de interés y las buenas perspectivas de crecimiento internacional apoyan esta apreciación. Gracias a la recuperación económica los diferentes indicadores de capacidad instalada han continuado repuntando y en la actualidad se encuentran cerca de sus niveles históricos promedio. A pesar de ello, los actuales niveles de producción siguen siendo inferiores a los observados con anterioridad a la recesión para la mayoría de las ramas, por lo que no se prevé que surjan presiones inflacionarias de demanda importantes en los próximos meses.

✕ La reducción en el ritmo de devaluación observado en las últimas semanas se ha reflejado en una disminución de los pronósticos de inflación para diciembre de este año y para el próximo, incrementando en principio la probabilidad de cumplir la meta del 8,0% en 2001. Aún así, la volatilidad de la tasa de cambio y el alto nivel de incertidumbre que encierran los pronósticos de inflación a más de un año, exige ser muy prudentes al ponderar los riesgos todavía existentes. Estos se centran aún en un posible repunte de los precios de los alimentos por factores cíclicos y en menor medida, en nuevos incrementos de los precios de los combustibles. De igual manera, si bien no es arriesgado prever para lo que resta del año estabilidad en el frente cambiario, la incertidumbre al respecto sigue siendo alta para el próximo año. Así mismo, no debe descartarse una eventual sorpresa por el lado de los precios de arrendamientos para 2001, en especial si se tiene en cuenta

que la crisis del sector de la construcción puede haber reducido de manera importante la oferta de inmuebles para arrendamiento. Por último, la evidencia empírica internacional y la de Colombia indican que las reformas a la estructura del IVA tienden a producir efectos favorables sobre la inflación en el largo plazo en la medida en que contribuyen al equilibrio fiscal, pero pueden tener efectos desfavorables sobre precios en el corto plazo.

✚ Dado el buen desempeño de los precios en el último mes, acorde con la meta de inflación del 10,0% para este año, la estabilidad que registra la inflación básica y la reducción en varios pronósticos de inflación e inflación básica para 2000 y 2001, la Junta ha decidido mantener su postura de política inalterada.

La Junta Directiva,

Presidente

Juan Manuel Santos Calderón

Ministro de Hacienda y Crédito Público

Directores

Sergio Clavijo Vergara

Luis Bernardo Flórez Enciso

Antonio Hernández Gamarra

Salomón Kalmanovitz Krauter

Leonardo Villar Gómez

Gerente General

Miguel Urrutia Montoya

**INFORME SOBRE INFLACIÓN**  
**SEPTIEMBRE DE 2000**

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

SUBGERENCIA DE ESTUDIOS ECONÓMICOS

Hernando Vargas Herrera

**Subgerente**

UNIDAD DE PROGRAMACIÓN E INFLACIÓN

Jorge Hernán Toro Córdoba

**Director**

SECCIÓN DE INFLACIÓN

Adolfo León Cobo Serna

**Jefe**

Jeanneth Rocío Betancourt García

Édgar Caicedo García

Daniel Mejía Londoño

Luis Fernando Melo Velandia

Jorge Enrique Ramos Forero

Norberto Rodríguez Niño

## CONTENIDO

I.	ÍNDICES DE PRECIOS	15
	A. ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR	15
	B. ÍNDICE DE PRECIOS DEL PRODUCTOR	20
II.	DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN	21
	A. AGREGADOS MONETARIOS, TASAS DE INTERÉS Y TIPO DE CAMBIO	21
	B. OFERTA Y DEMANDA	28
	C. SALARIOS Y EMPLEO	34
	D. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA	36
	E. SITUACIÓN FISCAL	37
III.	ENCUESTA DE EXPECTATIVAS: PRINCIPALES RESULTADOS	44
	A. PRINCIPALES RESULTADOS	44
	B. PROYECCIONES DE BANCOS DE INVERSIÓN Y FIRMAS CALIFICADORAS DE RIESGO	48
IV.	CONTEXTO INTERNACIONAL	49
	A. ASPECTOS GENERALES	49
	B. PRECIOS DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS	52
	C. PANORAMA FINANCIERO	55
V.	PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN	57
	A. PRONÓSTICOS PARA LOS AÑOS 2000 Y 2001, CON BASE EN DISTINTOS MODELOS	57
	B. RIESGOS PARA 2001	58

## ÍNDICES DE PRECIOS

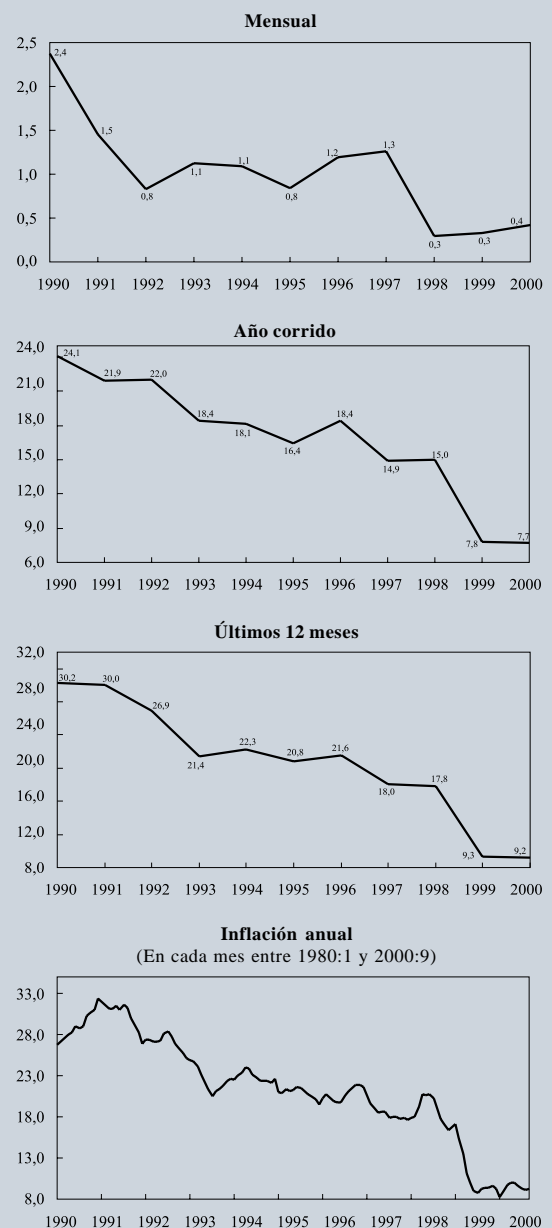
### A. ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR

#### 1. Comportamiento general

A septiembre, la inflación medida como la variación anual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) fue de 9,2%, nivel 0,5 puntos porcentuales por debajo del registro al finalizar el segundo trimestre de 2000 (9,7%), e inferior en 0,1 puntos porcentuales a la inflación de septiembre de 1999 (9,3%) (Gráfico 1 y Cuadro 1). Con la tasa de crecimiento anual de septiembre se completaron 17 meses con una inflación igual o inferior a 10,0%. Durante los primeros nueve meses de 2000 los precios al consumidor alcanzaron un incremento de 7,7%, muy cercano al observado en igual período de 1999 (7,8%). La inflación al consumidor en el mes de septiembre (0,4%), resultó un poco superior a la observada en septiembre de 1999 (0,3%) e igual mes de 1998 (0,3%). Sin embargo, este crecimiento es el tercero más bajo para un septiembre desde 1978.

En junio (-0,02%) y julio (-0,04%) de este año se presentaron dos registros mensuales de inflación negativa. Este evento no se apreciaba desde 1986, año en el cual también se presentaron crecimientos negativos en el IPC durante dos meses consecutivos (mayo y junio). Este buen comportamiento, junto con los bajos crecimientos mensuales del IPC de agosto (0,3%) y septiembre (0,4%), permitieron que la inflación del tercer trimestre de este año fuera baja (0,7%) e inferior a la del segundo (1,5%) y primer trimestres (5,4%). Es importante señalar que durante el primer trimestre se produjo el 70,0% de la inflación acumulada en los primeros nueve meses del

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



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

**CUADRO 1**  
**INDICADORES DE INFLACIÓN**  
(VARIACIONES PORCENTUALES A SEPTIEMBRE DE 2000)

	Mensual			Año corrido			Anual		
	1998	1999	2000	1998	1999	2000	1998	1999	2000
<b>I. IPC</b>	0,3	0,3	0,4	15,0	7,8	7,7	17,8	9,3	9,2
Alimentos	(1,5)	0,1	0,3	17,6	6,0	6,7	20,3	4,2	8,2
Vivienda	1,2	0,2	0,4	12,4	4,7	4,7	15,6	8,6	5,8
Vestuario	0,4	0,2	0,2	6,1	2,7	2,5	8,3	4,4	2,9
Salud	0,7	1,3	0,5	18,8	13,9	8,9	20,4	15,7	10,0
Educación 1/	1,7	0,0	0,8	16,4	9,7	8,8	18,4	8,9	9,4
Transporte	0,3	1,6	0,6	17,0	15,7	14,2	21,0	18,9	17,2
Gastos varios	1,3	0,5	0,4	15,7	14,4	13,3	19,9	18,9	15,0
<b>II. Inflación básica 2/</b>	1,1	0,4	0,5	13,9	8,5	8,2	17,4	10,0	8,5
IPC sin alimentos 3/	1,1	0,4	0,5	13,9	8,5	8,2	16,7	11,6	9,6
Núcleo 4/							17,2	10,5	9,1
Media truncada 5/							17,9	9,1	8,3
Media asimétrica 6/							17,7	8,7	7,3
<b>III. IPP</b>	0,0	1,5	0,8	12,5	10,0	10,2	16,5	10,9	12,9
Según uso o destino económico									
Consumo intermedio	0,1	1,3	1,1	10,5	8,9	9,4	14,9	10,6	12,8
Consumo final	(0,5)	1,1	0,7	15,8	9,7	10,6	18,9	9,1	13,3
Bienes de capital	1,8	3,7	0,1	10,9	16,2	12,2	16,0	20,1	11,7
Materiales de construcción	2,3	1,2	0,7	9,1	10,9	9,9	13,4	14,3	13,3
Según procedencia									
Producidos y consumidos	(0,3)	0,7	0,8	13,1	7,8	9,2	16,7	8,3	13,1
Importados	2,9	3,7	0,6	8,5	16,7	13,1	14,7	21,2	12,4
Exportados 7/	3,8	2,7	2,5	(2,9)	21,0	15,3	5,9	30,0	20,7
Según origen industrial (CIU)									
Agric., Silvíc. y pesca	(1,9)	(0,4)	1,1	14,2	6,4	7,2	16,1	2,5	12,6
Minería	(6,8)	0,3	5,4	(17,5)	28,6	29,7	(8,9)	43,1	32,2
Industria manufacturera	1,0	0,2	0,6	12,8	10,6	10,4	17,3	13,2	12,5

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 20,0% de la ponderación con aquellos items que entre enero de 1990 y abril de 1999 registraron la mayor volatilidad de precios.

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

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

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

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

año, reflejo de la estacionalidad del IPC, el cual suele incrementarse en los primeros meses del año, para después moderar su crecimiento.

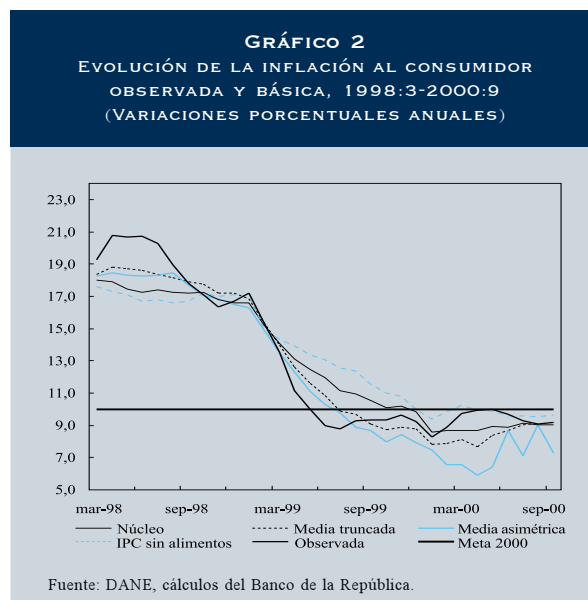
Durante el tercer trimestre, dos medidas de inflación básica<sup>1</sup>, el IPC sin alimentos y la inflación núcleo, mostraron una relativa estabilidad tal y como lo han hecho desde comienzos de año. Por su parte, la media truncada disminuyó en septiembre respecto al dato de junio y retornó a los niveles observados a comienzos de año. Finalmente, la media simétrica siguió mostrando una alta inestabilidad en los últimos meses, lo cual obedece a problemas estadísticos relacionados con la incorporación irregular de los arriendos en su cálculo<sup>2</sup> (Gráfico 2).

Para septiembre, la inflación básica medida como un promedio de todos los cuatro indicadores señalados fue de 8,5%, y presentó una disminución con respecto al promedio calculado para finales del segundo trimestre (9,0%) (Cuadro 1). Al excluir la media simétrica del cálculo, la inflación básica promedio muestra gran estabilidad en los últimos meses al exhibir en septiembre el mismo nivel de junio de 2000 (9,0%). A septiembre, tan sólo el IPC sin alimentos superó el registro de inflación observada y ningún indicador superó la meta de inflación para el año 2000.

En cuanto a la inflación anual por ciudades, la tasa más alta se registró en Cúcuta (11,3%) y Montería (11,3%). A estas ciudades les siguen Bucaramanga (10,3%) y Barranquilla (10,0%). Por el contrario, las áreas urbanas con menor inflación fueron Neiva (7,9%) y Cali (8,0%) (Cuadro 2).

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

<sup>2</sup> Este indicador cambia su canasta cada mes en respuesta a la mayor o menor volatilidad de los ítems. Esta característica del indicador se convierte en un problema, cuando un rubro con tanto peso en la canasta como los arriendos se incorpora o no al cálculo final de la inflación básica.



## 2. Comportamiento de los principales componentes

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

La baja inflación acumulada en el tercer trimestre del año 2000 (0,7%) es consecuencia, en gran medida, de la caída trimestral de los precios de los alimentos -1,2%, lo cual se dio gracias a la salida de cosechas de buena cantidad de productos agrícolas. De otro lado, la reducción de precios de los alimentos contrarrestó, en parte, el incremento en los precios de vehículos, acueducto, pasaje aéreo, taxi y combustibles. En conjunto, estos rubros explicaron más del 60,0% de la inflación del tercer trimestre. A juzgar por estos resultados, los sucesos que produjeron más presiones alcistas sobre la inflación en este período del año fueron el continuo incremento en el precio internacional de los

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

	Mensual			Año corrido			Anual		
	1998	1999	2000	1998	1999	2000	1998	1999	2000
Total	0,3	0,3	0,4	15,0	7,8	7,7	17,8	9,3	9,2
Bogotá	0,2	0,0	0,4	14,3	7,9	7,9	17,2	10,4	9,2
Medellín	0,1	0,4	0,5	15,4	8,0	7,2	19,2	9,7	9,2
Cali	1,7	0,7	0,6	13,6	6,4	6,9	15,9	7,2	8,0
Barranquilla	0,2	0,5	0,6	15,7	7,2	7,5	18,1	8,4	10,0
Bucaramanga	(0,0)	0,6	0,3	14,3	8,6	8,8	17,0	9,3	10,3
Manizales	0,4	0,7	0,3	15,2	8,3	7,3	18,4	8,9	9,2
Pasto	1,4	1,4	0,6	16,7	10,6	9,3	19,8	11,9	9,5
Pereira	0,2	1,1	0,3	15,1	9,0	7,5	17,8	10,0	8,8
Cúcuta	0,3	0,0	0,3	18,4	8,2	9,5	21,3	10,0	11,3
Montería	(0,3)	0,3	0,7	17,4	6,7	9,4	18,7	8,1	11,3
Neiva	1,4	0,7	0,1	13,6	8,5	7,4	17,0	8,6	7,9
Cartagena	(0,5)	(0,3)	0,2	17,4	6,4	8,2	19,5	6,9	9,8
Villavicencio	0,0	0,3	0,2	16,0	6,7	7,2	19,2	6,5	8,5

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

combustibles, la devaluación y el desmonte de subsidios en los servicios públicos.

El análisis por componentes principales del IPC muestra comportamientos extremos entre los diversos grupos que conforman la canasta del consumidor. Mientras los precios de vestuario (2,9%) y vivienda (5,8%) registraron variaciones anuales muy por debajo de la inflación observada, grupos como el transporte (17,2%) y gastos varios (15,0%) vienen jalonando la inflación significativamente (Cuadro 1). Estos últimos grupos se han visto afectados durante el año 2000 por los continuos ajustes en el precio interno de la gasolina, por la devaluación, y también por el notable ajuste de las tarifas de los servicios financieros, cuyo crecimiento en los últimos 12 meses supera el 20,0%. El resto de grupos: los alimentos (8,2%), la salud (10,0%) y la educación (9,4%) exhibieron crecimientos anuales de precios cercanos a la inflación observada.

### 3. Clasificación alterna: bienes transables y no transables

En el Gráfico 3 se recoge la evolución anual de los precios, de acuerdo con una clasificación alterna, la cual divide la canasta del IPC en bienes transables<sup>3</sup> y no transables (indexados<sup>4</sup>, flexibles<sup>5</sup> y cíclicos<sup>6</sup>). El hecho más sobresaliente en los últimos tres meses en relación con esta clasificación tiene que ver con la aceleración de la inflación anual de los bienes transables, la cual pasó de 9,4% en junio a 9,9% en septiembre. Como se mencionó anteriormente, esta aceleración tiene su origen sobre todo en el incre-

<sup>3</sup> Transables incluye textiles, calzado, tabaco, bebidas, cereales, lácteos, grasas, drogas, vehículos, electrodomésticos, etc.

<sup>4</sup> Indexados corresponde a arrendamientos, combustibles y servicios públicos, educación, transporte y otros.

<sup>5</sup> Flexibles compuestos por tubérculos, plátanos, hortalizas, legumbres y frutas.

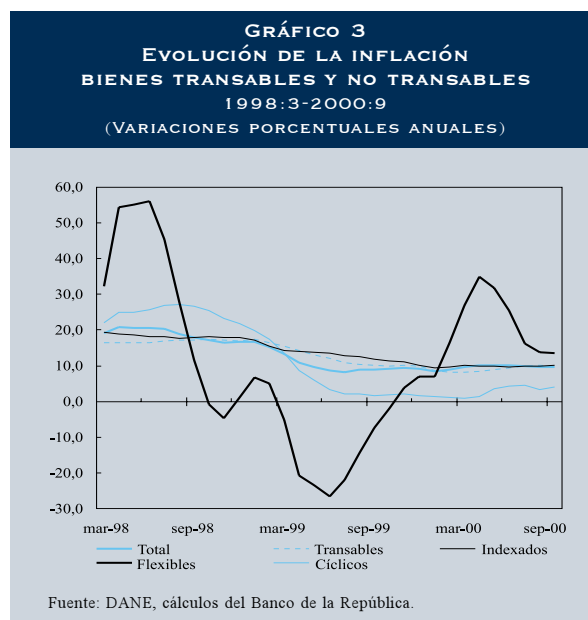
<sup>6</sup> Cíclicos incluye carnes y sus derivados.

mento en los precios de los combustibles y en la devaluación de los últimos meses. Sin embargo, para los últimos 12 meses este grupo ejerció un efecto neutro, ni acelerador ni desacelerador, sobre la inflación total.

Por su parte, los precios de los bienes no transables contribuyeron a desacelerar la inflación en este período, y compensaron así, el mayor incremento en los precios de los transables. Entre junio y septiembre, la inflación anual de los no transables pasó de 10,4% a 9,6%. El comportamiento de los precios de este tipo de bienes en estos últimos meses estuvo fuertemente influido por la evolución de los bienes flexibles (tubérculos, hortalizas y frutas) cuya variación anual se redujo sustancialmente por las razones ya expuestas, pasando de 25,5% en junio a 13,4% en septiembre.

Además del buen comportamiento de los flexibles, otro factor que contribuyó a reducir la inflación de los bienes no transables en el tercer trimestre fue la reducción en la inflación de los bienes cíclicos. Ambos hechos lograron compensar el repunte de la inflación de bienes indexados de 9,6% en junio a 10,1% en septiembre.

Sin embargo, para los últimos 12 meses los precios de los bienes indexados contribuyeron a desacelerar la inflación en -0,7 puntos porcentuales, en tanto que los de



los bienes cíclicos y flexibles contribuyeron a acelerarla en 0,2 y 1,3 puntos porcentuales, respectivamente (Cuadro 3). Para los bienes flexibles esto obedeció a los muy bajos niveles que registraron sus precios en el segundo semestre del año pasado<sup>7</sup>.

<sup>7</sup> Al analizar en cuáles grupos se concentra la desaceleración de la inflación, debemos tener presente que aquel grupo con una inflación menor que la registrada por el promedio nacional en un período determinado, no necesariamente está contribuyendo a desacelerar la inflación de un período a otro. Esto sólo sucede cuando la contribución de un grupo a la inflación en el período vigente es menor que la contribución exhibida por el mismo grupo un período anterior.

**CUADRO 3**  
**ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR, 1999-2000**  
(A SEPTIEMBRE)

Descripción	Variación		Contribución año completo		Contribución a la aceleración 1/ 2000-1999 Puntos %
	1999	2000	1999	2000	
Total	9,0	9,7	9,0	9,7 2/	0,7
Transables	10,2	9,9	3,9	3,8	(0,1)
No transables	8,2	9,6	5,1	5,9	0,8
Indexados	11,7	10,1	5,5	4,8	(0,7)
Flexibles	(7,3)	13,4	(0,5)	0,8	1,3
Cíclicos	1,6	3,9	0,1	0,3	0,2

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

2/ La inflación total no necesariamente corresponde a lo observado por el DANE, porque para construir esta clasificación se requiere efectuar un empalme de la vieja canasta (IPC-60) con la nueva canasta (IPC-98), proceso en el cual se pierde alguna información.

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

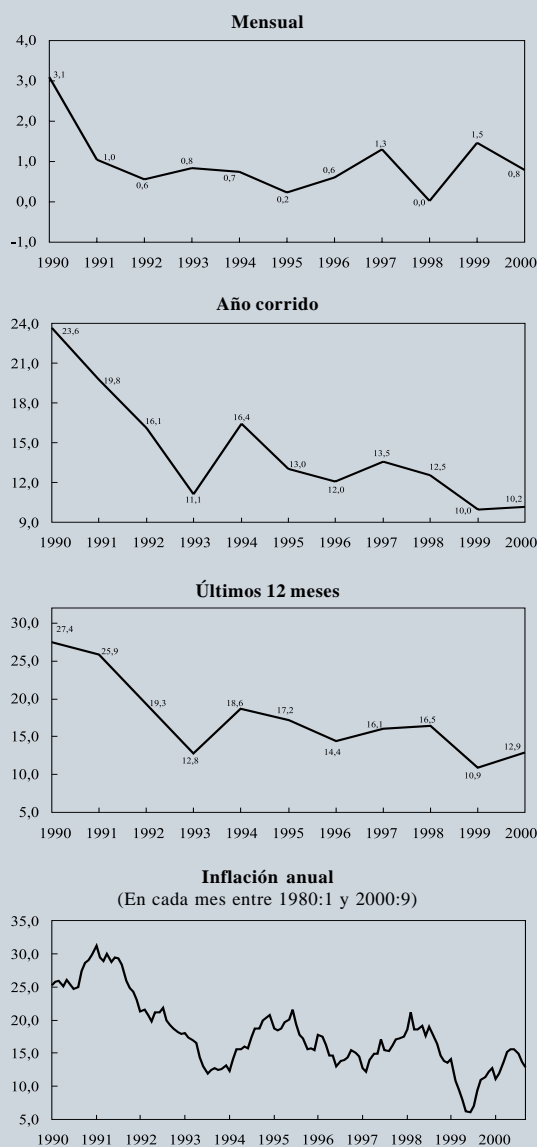
## B. ÍNDICE DE PRECIOS DEL PRODUCTOR

La inflación anual del productor, medida como la variación anual del Índice de Precios del Productor (IPP) fue 12,9%, superior dos puntos porcentuales a la registrada en septiembre de 1999 (Cuadro 1). A pesar de lo anterior, la inflación de los precios del productor viene mostrando en los últimos meses una tendencia clara al descenso como señala el hecho que a septiembre ésta fue de 2,7 puntos porcentuales menor que la de junio. Esta desaceleración de la inflación del productor en el tercer trimestre es consecuencia directa del menor crecimiento de los precios de los productos industriales y agropecuarios. En lo corrido del año, el IPP experimentó una variación de 10,2%, desempeño muy similar al del período anterior (10,0%) (Gráfico 4). De otro lado, el crecimiento mensual del IPP fue de 0,8%, inferior en 0,7 puntos porcentuales al registro de septiembre de 1999.

En la clasificación por procedencia de los bienes, se destaca la caída de la variación anual en el IPP de los bienes importados, al pasar de 21,4% en junio a 12,4% en septiembre. La reducción de la inflación anual de los precios de los bienes importados obedece, ante todo, a un fenómeno estadístico relacionado con el gran incremento de estos precios durante el tercer trimestre de 1999. A pesar de ello, los precios del productor de los bienes importados han jalonado de manera importante la inflación del productor durante el año 2000, como lo señala el hecho que su inflación año corrido a septiembre, ha sido de 13,1%, muy superior a la inflación año corrido para el IPP total (10,2%).

Por su parte, en estos últimos meses, los precios de los bienes producidos y consumidos presentaron una estabilidad en su tasa de crecimiento, cerrando el tercer trimestre con una inflación de 13,1%. En cuanto a los precios del productor, según la clasificación CIIU, al finalizar el segundo trimestre, el IPP de la minería crecía 22,0%. A lo largo del tercer trimestre

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



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

este grupo registró sustanciales incrementos mensuales, como el observado en septiembre (5,4%), llevando al IPP anual de la minería a crecer un 32,2% al terminar el tercer trimestre. Contrario a la evolución de los precios de la minería, el IPP de la agricultura, silvicultura, caza y pesca (12,6%), y el de la industria (12,5%) exhibieron crecimientos, aunque por debajo, cercanos a la inflación del productor.

## DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN

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

#### 1. Agregados monetarios

El análisis del comportamiento de los agregados monetarios se realiza a partir de la evolución de la base monetaria, los medios de pago, la oferta monetaria ampliada y la cartera del sistema financiero.

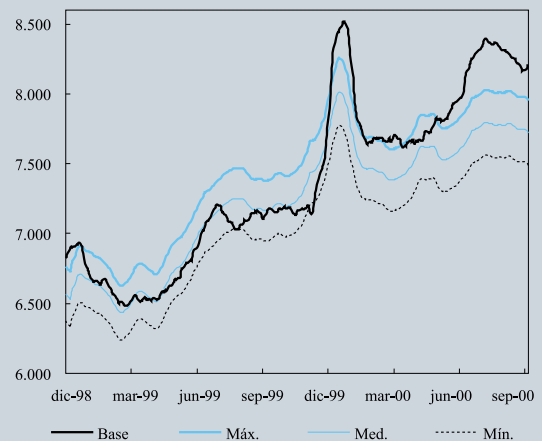
#### Base monetaria

La base monetaria al 29 de septiembre se situó en \$7.873 miles de millones (mm), con una tasa de crecimiento durante el año completo de 5,0%. Su promedio móvil de orden 20 finalizó 2,8% por encima del límite superior del corredor establecido por la Junta Directiva del Banco de la República (Gráfico 5). Esto obedeció a que el crecimiento anual del saldo promedio del efectivo (25,4%) fue superior al crecimiento implícito contemplado en el límite superior del corredor de base (13,6%). Como se mencionó en el informe anterior, el alto ritmo de crecimiento del efectivo ha sido una característica del período reciente en especial desde mediados de 1999 (Gráfico 6). En estas condiciones, el mayor crecimiento de la base no es una fuente de presiones inflacionarias.

#### Medios de pago M1

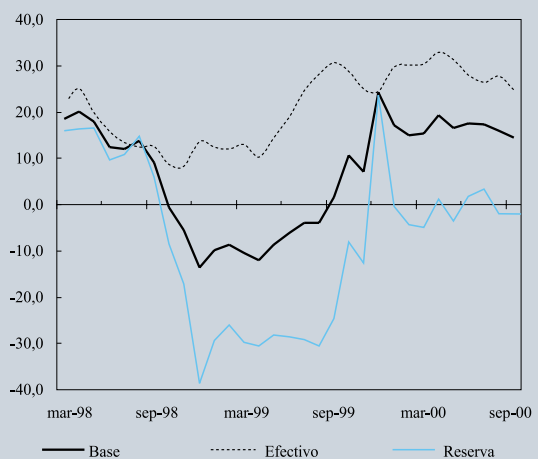
El saldo de M1 al 29 de septiembre cerró en \$12.656 mm con una variación anual de 34,4% y en año corrido de -1,6%. Para este mes, la tasa de crecimiento anual de su saldo promedio fue menor que la registrada en junio, al pasar de 35,6% a 34,7%. Este compor-

**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.

tamiento resulta exclusivamente de un menor ritmo de crecimiento del efectivo que pasó de 27,9% en junio a 25,4% en septiembre, y se dio a pesar del incremento en la tasa de crecimiento de las cuentas corrientes, de 42,2% en junio a 43,1% en septiembre (Gráfico 7).

### M3 más bonos

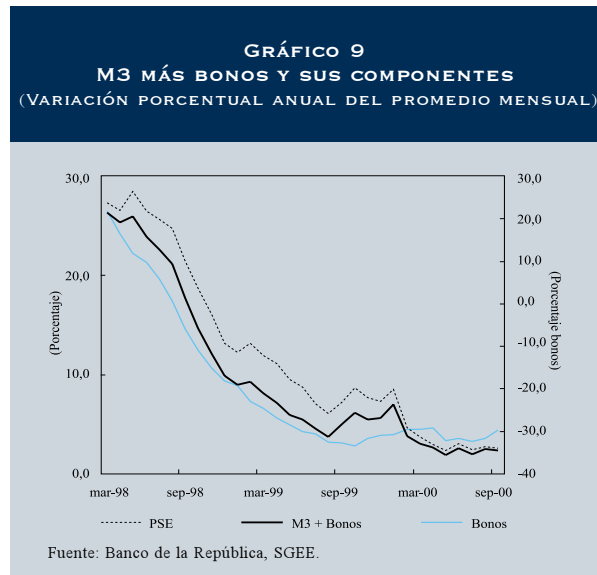
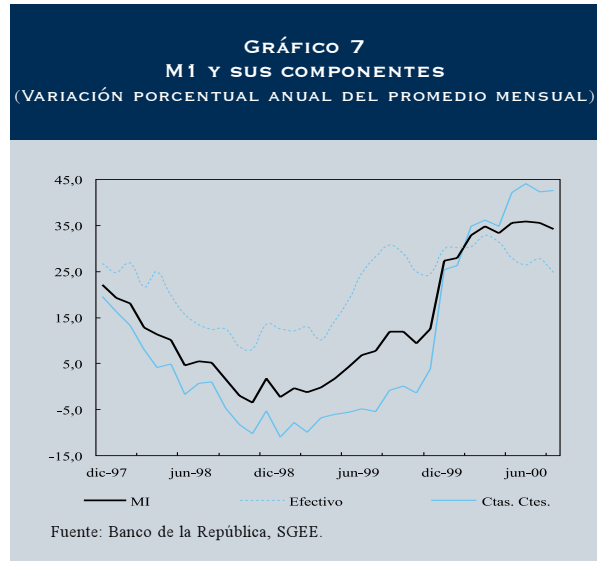
El saldo del agregado monetario más amplio de liquidez, M3 más bonos, se situó el 29 de septiembre en \$58.593 mm (Gráfico 8), con una tasa de crecimiento anual de 3,1%. La tasa de crecimiento anual de su saldo promedio en septiembre fue ligeramente menor que la de junio, al pasar de 2,6% a 2,5%. Esta reducción obedeció al menor ritmo de crecimiento del efectivo y de los pasivos sujetos a encaje (PSE) (Gráfico 9). Estos últimos pasaron de 3,1% en junio a 2,7% en septiembre. La tendencia descendente de los PSE se explica principalmente por la menor tasa de crecimiento de las cuentas de ahorro, la cual pasó de 3,2% en junio a -1,0% en septiembre, y por el mayor ritmo de contracción de los CDT de -1,8% en junio a -3,1% en septiembre, y se dio a pesar del incremento en la tasa de crecimiento anual de las cuentas corrientes, ya comentado (Gráfico 10).

Entre junio y septiembre el multiplicador monetario promedio de M3 más bonos registró una caída de 7,221 a 7,089. Este comportamiento se asocia al mayor coeficiente de efectivo, el cual pasó de 0,100 a 0,103. Por el contrario, el coeficiente de reserva cayó de 0,053 en junio a 0,052 en septiembre (Gráfico 11).

### Crédito

El saldo de la cartera neta total del sistema financiero sin FEN, en moneda nacional y moneda extranjera, ascendió el 29 de septiembre a \$46.288 mm con crecimiento de -9,8% anual y -8,2% en el año corrido. En moneda nacional, su tasa de crecimiento anual fue -7,6% y en moneda extranjera -28,6%. La tasa de crecimiento anual de la cartera en moneda extranjera equivalente en dólares fue de -35,2%.

El crecimiento anual del saldo promedio de la cartera bruta nominal en moneda nacional para el conjunto



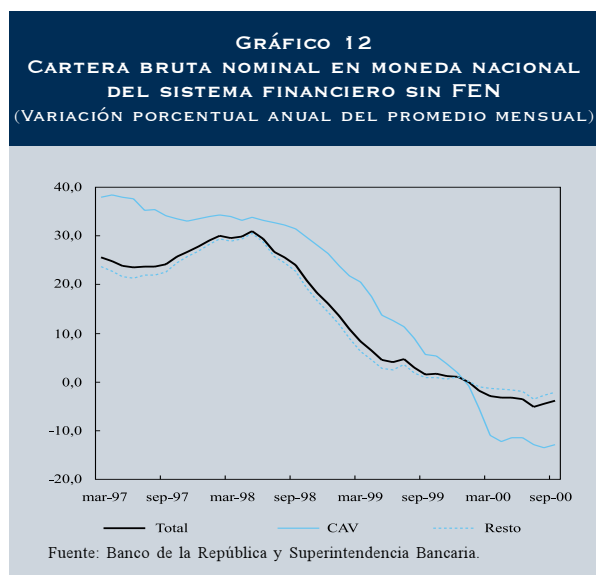
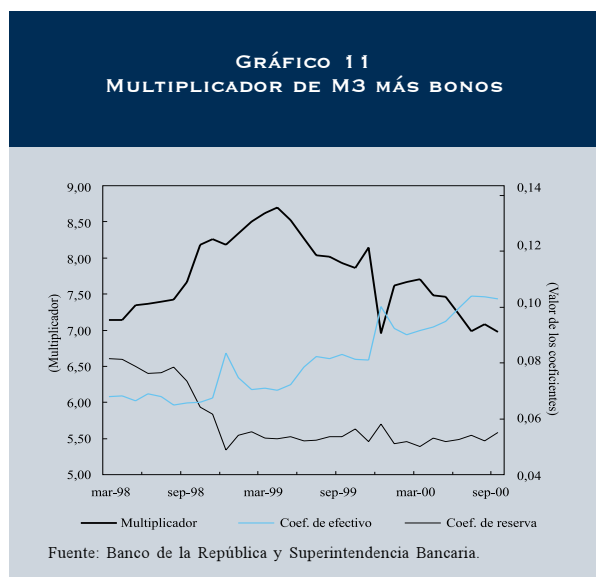
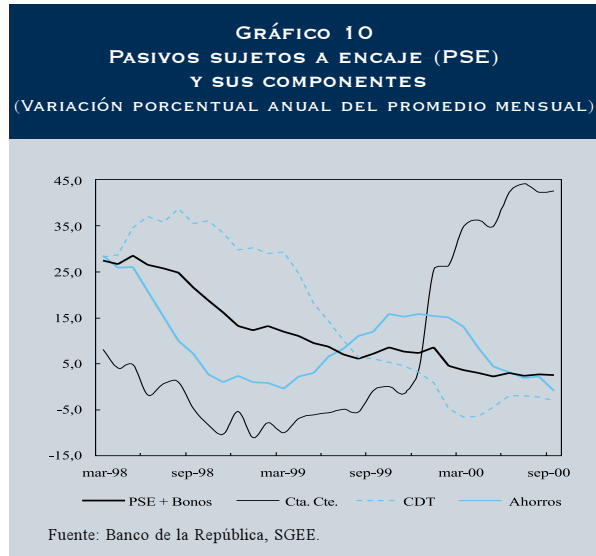
de intermediarios financieros en el mes de septiembre fue levemente menor que el de junio, al pasar de -4,0% a -4,1%. Al excluir las corporaciones de ahorro y vivienda (CAV) (resto del sistema), la tasa de crecimiento de esta cartera pasa de -2,5% a -2,4%. Por su parte, la tasa de contracción de la cartera de las corporaciones de ahorro y vivienda aumenta de -11,5% a -13,0% (Gráfico 12).

En términos reales, tanto la cartera bruta en moneda nacional del sistema financiero como la cartera bruta excluida las CAV se contrajeron a un menor ritmo en septiembre frente al observado en junio. En el primer caso, la tasa de crecimiento en septiembre fue -12,2% frente a una tasa de -12,4% en junio. En cuanto a la cartera sin CAV, su crecimiento en este último mes fue -10,6% ante -11,1% registrado tres meses atrás (Gráfico 13).

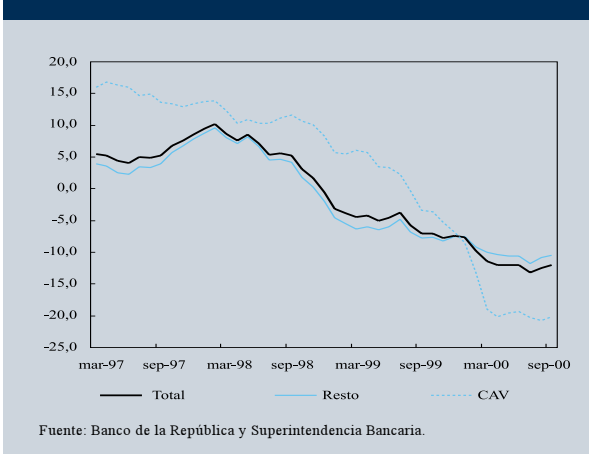
Por grupos de intermediarios financieros, conviene señalar la importante recuperación en la tasa de crecimiento anual de la cartera de las entidades públicas no hipotecarias, la cual pasó de -14,1% en junio a 3,8% en septiembre. Por el contrario, la cartera de la banca no hipotecaria privada disminuyó su ritmo de crecimiento en este mismo período pasando de 4,2% en junio a 3,3% en septiembre. Finalmente, la cartera de la banca hipotecaria pública y privada siguió incrementando su ritmo de contracción, tal y como ha sucedido desde hace varios trimestres (Gráfico 14).

Cabe señalar que el comportamiento de la cartera descrito anteriormente se explica, en parte, por el efecto estadístico asociado con los retiros de cartera de los balances de los intermediarios financieros. Estos retiros han sido motivados por la liquidación de algunas entidades financieras, el castigo de activos improductivos, las reducciones por bienes recibidos en pago, la titularización y venta de cartera a entidades por fuera del sistema, y las reliquidaciones de la cartera hipotecaria. El Cuadro 4 presenta una estimación<sup>8</sup> del comportamiento de la cartera si los retiros mencionados no se hubieran producido. A diferencia de la cartera

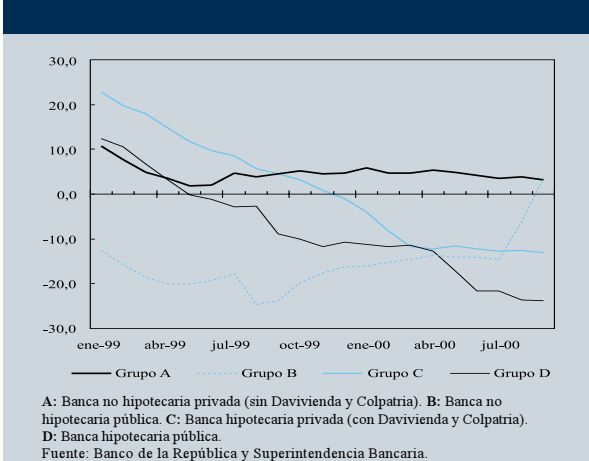
<sup>8</sup> Estimaciones realizadas con base en los saldos de los balances mensuales.



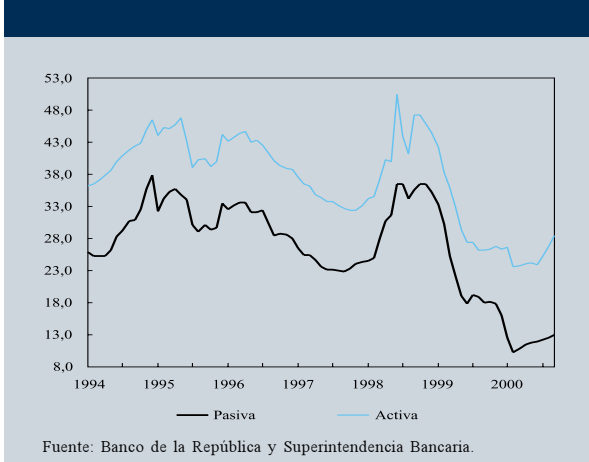
**GRÁFICO 13**  
**CARTERA BRUTA REAL EN MONEDA NACIONAL**  
**DEL SISTEMA FINANCIERO SIN FEN**  
**(VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL DEL PROMEDIO MENSUAL)**



**GRÁFICO 14**  
**CARTERA TOTAL, MONEDA NACIONAL**  
**(VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL DEL PROMEDIO MENSUAL)**



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



bruta, esta cartera corregida ha mostrado crecimientos nominales positivos a lo largo de todo el año, con tasas anuales que han fluctuado entre 3,0% y 7,0%. Según estas cifras la cartera bruta en moneda nacional habría crecido a una tasa anual de 3,5% en agosto. Al limpiar la cartera con esta metodología, se obtiene una mejor idea del comportamiento del crédito nuevo del sistema financiero (Cuadro 4).

## 2. Tasas de interés

La tasa de captación promedio medida por la DTF se ubicó al cierre de septiembre de 2000 en 12,9%. Por su parte, la tasa media de colocación cerró en 28,9%. La diferencia entre ambas tasas fue de 16,0 puntos porcentuales, la más alta registrada históricamente desde 1986 y superior en 3,6 puntos a la diferencia que se registró en el trimestre anterior (gráficos 15 y 16). De otro lado, la tasa de interés interbancaria estuvo durante el mes, en promedio, en 12,2% (Gráfico 17).

La tasa real (*ex post*) de captación pasó de 2,1% al final del trimestre anterior a 3,4% al cierre de septiembre. Por su parte, la tasa real de colocación pasó de 13,0% a 18,1% en igual período (Gráfico 18).

El Gráfico 19 muestra cómo ha evolucionado la curva de rendimientos medida por la tasa básica de la Superintendencia Bancaria (TBS)<sup>9</sup> durante los últimos nueve meses. Hasta febrero del presente año las tasas de interés a todos los plazos disminuyeron. A partir del mes de marzo las mismas han subido en cerca de dos puntos porcentuales. A los plazos más cortos (30 días) la tasa de interés se ubicó en niveles cercanos al 10,0% y en los plazos más largos lo hizo a 14,0%. Para septiembre, la pendiente de la curva de rendimientos no cambió de manera significativa respecto a la que se observó en el trimestre anterior.

<sup>9</sup> La Tasa Básica de la Superintendencia Bancaria (TBS) es la tasa promedio de captación para CDT y CDAT a diferentes plazos de todo el sistema financiero, reportada por la Superintendencia Bancaria.

**CUADRO 4**  
**CARTERA BRUTA AJUSTADA DEL SISTEMA FINANCIERO 1/**  
(MILLONES DE PESOS)

Período		Cartera bruta 2/ (a)	Variación %	Cartera retirada 3/ (b)	Variación %	TES Ley 546 (c)	Cartera bruta corregida (d)	Variación %
1998	Dic.	46.734.905		4.169.482			50.904.387	
1999	Enc.	46.739.081		4.573.703			51.312.784	
	Feb.	46.710.313		4.734.359			51.444.672	
	Mar.	46.931.283		5.024.443			51.955.725	
	Abr.	46.511.564		5.028.112			51.539.676	
	May.	46.625.671		5.243.263			51.868.934	
	Jun.	47.106.731		5.454.880			52.561.611	
	Jul.	46.496.683		6.055.746			52.552.429	
	Ago.	45.900.959		6.220.077			52.121.036	
	Sep.	46.814.400		6.358.948			53.173.348	
	Oct.	46.343.487		6.453.982			52.797.468	
	Nov.	47.190.023		6.491.439			53.681.462	
	Dic.	47.230.673	1,1	7.231.853	73,4		54.462.526	7,0
2000	Enc.	46.107.279	(1,4)	7.324.666	60,1		53.431.945	4,1
	Feb.	45.444.189	(2,7)	7.402.887	56,4	188.984	53.036.060	3,1
	Mar.	44.908.963	(4,3)	7.750.279	54,3	1.009.811	53.669.053	3,3
	Abr.	45.045.524	(3,2)	7.645.202	52,0	1.424.182	54.114.908	5,0
	May.	44.330.299	(4,9)	8.471.145	61,6	1.554.655	54.356.099	4,8
	Jun.	44.405.167	(5,7)	8.560.088	56,9	1.606.548	54.571.803	3,8
	Jul.	44.396.256	(4,5)	8.152.700	34,6	1.888.354	54.437.309	3,6
	Ago.	43.866.250	(4,4)	8.206.494	31,9	1.875.198	53.947.942	3,5

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

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

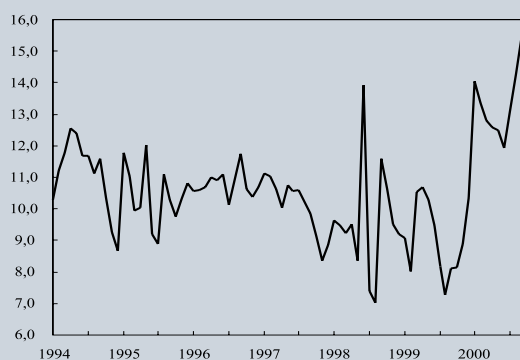
2/ A partir de marzo de 2000, incluye los balances de liquidación del BCH suministrados por la Superintendencia Bancaria.

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

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

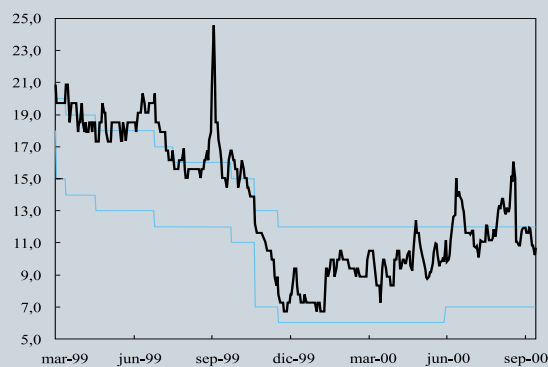
Fuente: Cálculos del Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos, con base en los balances suministrados por la Superintendencia Bancaria y encuestas telefónicas.

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



Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

**GRÁFICO 17**  
**FRANJA DE INTERVENCIÓN Y TIB**  
**1998:12-2000:9**  
(PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

En el Gráfico 20 se puede ver el comportamiento de las curvas *spot* (observado) y *forward* (a futuro) para los últimos 12 meses. La curva *spot* (línea gruesa) muestra que la tasa a 90 días ha aumentado en los últimos cinco meses en aproximadamente dos puntos porcentuales tal como se anticipó en informes anteriores.

En cuanto a las curvas *forward* (líneas delgadas), cada uno de sus puntos muestra la expectativa de los agentes sobre la tasa a 90 días actualmente (primer punto), dentro de 30 días (segundo punto) y así sucesivamente hasta dentro de 360 días. Las curvas *forward* están mostrando que el mercado espera un repunte importante de la tasa a 90 días durante los próximos 12 meses.

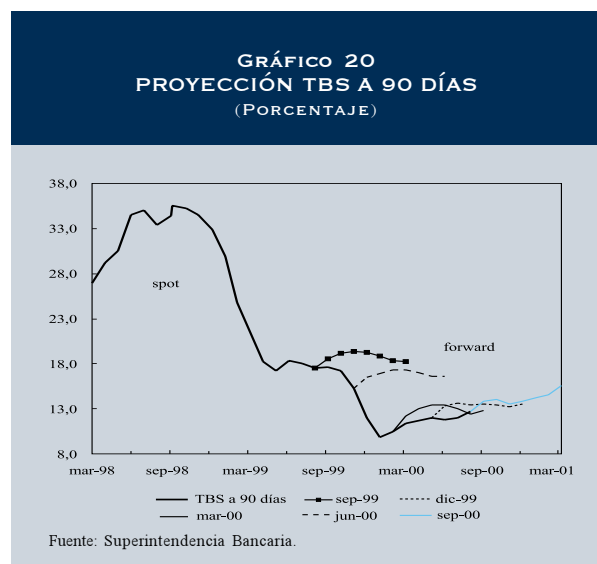
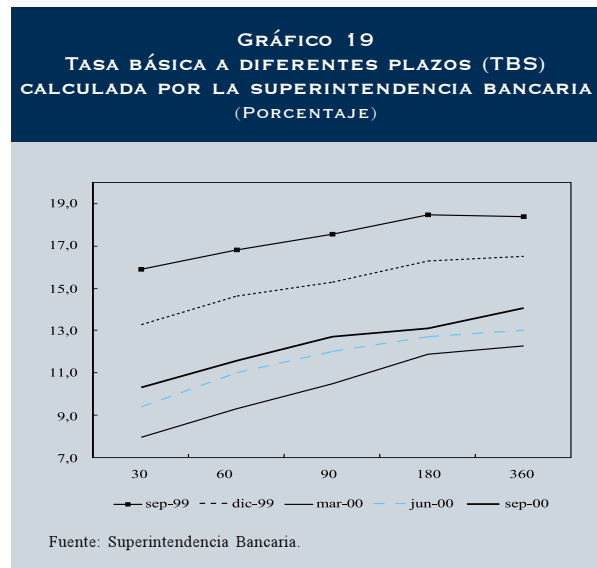
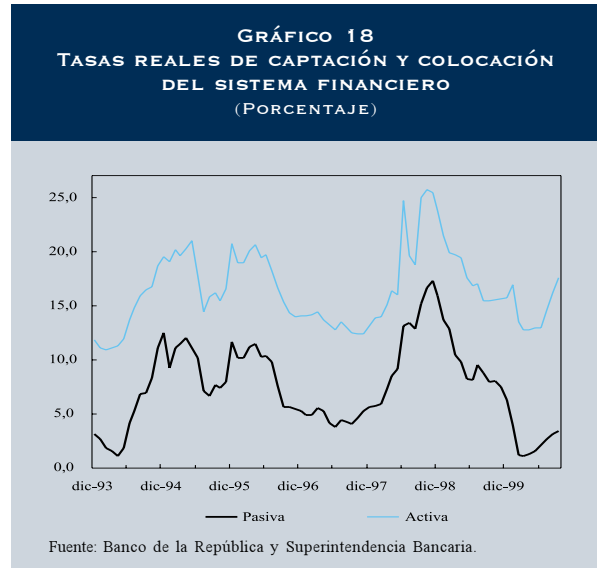
### 3. Diferenciales de rentabilidad

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

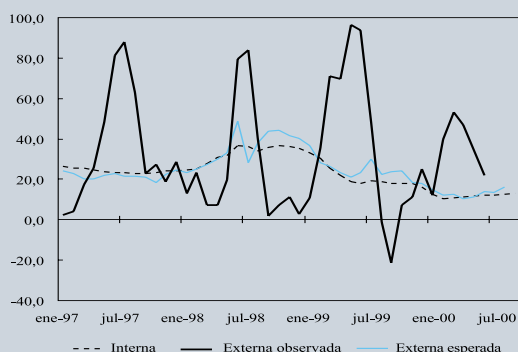
En el Gráfico 21 se comparan la rentabilidad externa esperada, la rentabilidad de las inversiones internas (medidas por la DTF) y la externa observada, la cual está rezagada tres meses. Durante el mes de septiembre la rentabilidad externa esperada continuó situándose ligeramente por encima de la interna (Gráfico 21). Aunque la DTF aumentó en los últimos meses, dicho aumento no alcanza a ser suficiente para compensar el efecto de la devaluación esperada y la tasa de interés externa.

### 4. Tipos de cambio nominal y real

La tasa de cambio nominal al cierre de septiembre se situó en \$2.212 por dólar frente a un nivel de \$2.139

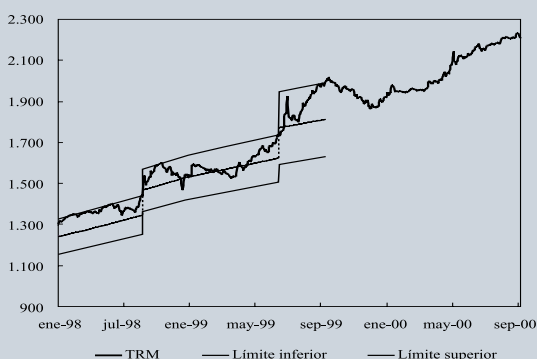


**GRÁFICO 21**  
**RENTABILIDADES EXTERNA E INTERNA ANUAL**  
**OBSERVADA VS ESPERADA**  
**(PORCENTAJE)**



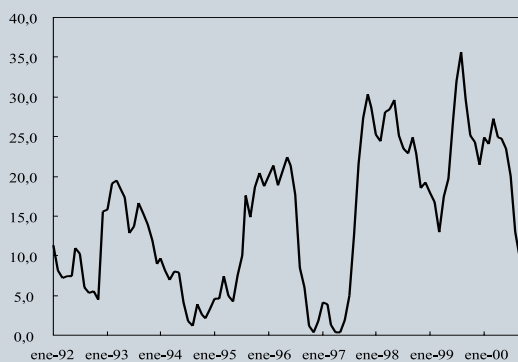
Fuente: Banco de la República.

**GRÁFICO 22**  
**TASA REPRESENTATIVA DE MERCADO**  
**1998:1-2000:9**  
**(PESOS POR DÓLAR)**



Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

**GRÁFICO 23**  
**DEVALUACIÓN NOMINAL ANUAL**  
**1992:1-2000:9**  
**(PORCENTAJE)**



Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

al cierre del trimestre anterior (Gráfico 22). La devaluación anual se ubicó al cierre de septiembre en 9,7%, mientras que en lo corrido del año ha sido de 18,1% (Gráfico 23).

Por su parte, 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 septiembre en 119,6, en promedio. Este indicador muestra una revaluación anual de 0,5% y una devaluación de 7,8% en lo corrido del año. Si se emplea el ITCR3 (1994 = 100), que utiliza el IPC, se obtiene que la devaluación real anual a septiembre es de 1,2% y en lo corrido del año de 8,6% (gráficos 24 y 25).

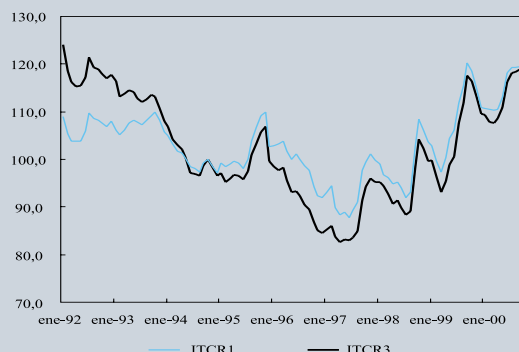
## 5. Precios de activos

En este informe se presentan algunas variables que pueden ayudar a describir el comportamiento de los precios de los activos. La primera de ellas, el Índice de la Bolsa de Bogotá (IBB), es un índice ponderado del precio de las 20 acciones de empresas colombianas que en las últimas 48 quincenas han registrado el mayor volumen y monto de transacciones en la Bolsa de Bogotá. Los ponderantes de cada una de las 20 acciones que componen el índice dependen de sus montos y volúmenes transados y son recalculados cada 15 días.

El IBB, tras haber mantenido un nivel bastante variable durante 1999, a partir de enero del presente año ha mostrado una marcada tendencia descendente ubicándose, al cierre de septiembre, en un nivel de 749, inferior al observado al cierre de junio (763) (Gráfico 26). El precio de las acciones, medido por el IBB, ha caído en un 24,0% entre septiembre de 1999 e igual mes de 2000, y en un 50,0% en lo corrido del presente año. Vale la pena aclarar que el IBB puede presentar comportamientos muy volátiles (véase, por ejemplo, el comportamiento del índice entre julio de 1998 y enero de 2000) debido a que el precio de algunas acciones volátiles puede llegar a tener ponderantes muy grandes dentro del mismo.

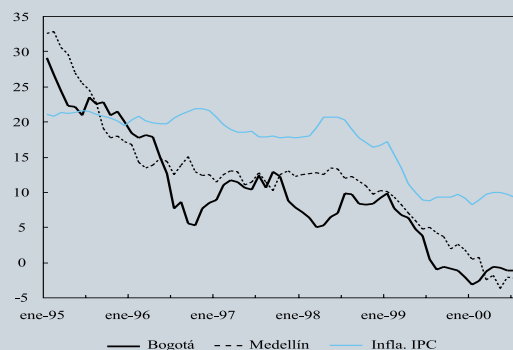
Otra variable que brinda información acerca del comportamiento del precio de los activos es el índice de

**GRÁFICO 24**  
**ÍNDICE DE LA TASA DE CAMBIO REAL,**  
**ITCR1 E ITCR3 (1994 = 100)**  
 1992:1-2000:9



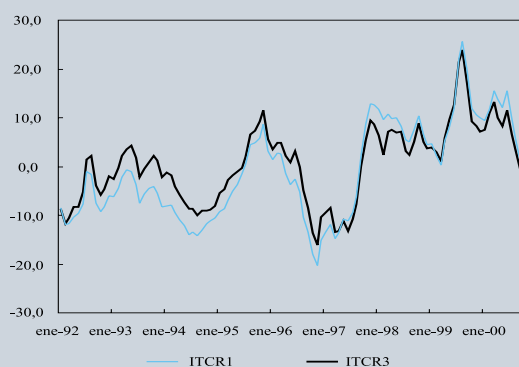
Fuente: Banco de la República, SGEE.

**GRÁFICO 27**  
**CRECIMIENTO ANUAL DE PRECIOS DE VIVIENDA EN**  
**BOGOTÁ Y MEDELLÍN E INFLACIÓN DEL IPC**  
 1995:1-2000:9  
 (PORCENTAJE)



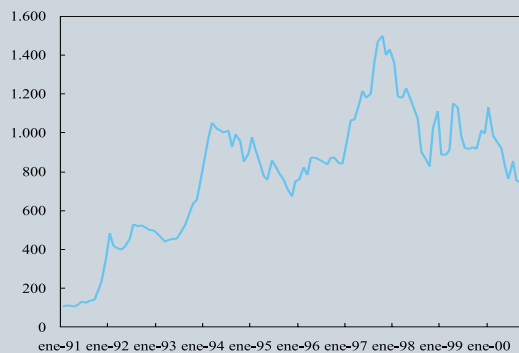
Fuente: Departamento Nacional de Planeación (DNP).

**GRÁFICO 25**  
**DEVALUACIÓN REAL ANUAL, ITCR1 E ITCR3,**  
**(1994 = 100)**  
 1992:1-2000:9  
 (PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República, SGEE.

**GRÁFICO 26**  
**ÍNDICE DE LA BOLSA DE BOGOTÁ**  
**(ENERO 1991 = 100)**  
 1992:1-2000:9  
 (PORCENTAJE)



Fuente: Bolsa de Bogotá.

precios de vivienda calculado por el Departamento de Planeación Nacional para Bogotá y Medellín desde 1994 con periodicidad mensual. En el Gráfico 27 se presenta la variación anual de los precios de vivienda en Bogotá y Medellín y la inflación medida por el IPC. A partir del segundo semestre de 1995 la variación de los precios de la vivienda en las dos ciudades es menor que el incremento de los precios medido por la canasta del IPC, lo cual implica que a partir de ese momento el valor real de la vivienda en Colombia empezó a disminuir de manera continua, siendo esta caída más fuerte en Bogotá que en Medellín.

Cabe anotar que durante el año 2000 los precios de la vivienda en Bogotá han dejado de bajar mientras que en Medellín los mismos sí han seguido reduciéndose.

## B. OFERTA Y DEMANDA

### 1. Consideraciones generales

Durante el primer semestre de 2000 la economía colombiana volvió a exhibir tasas de crecimiento positivas, proceso que ha venido acelerándose en la medida en que transcurre el año. En la actualidad es posible prever para el tercer trimestre un crecimiento por lo menos similar al observado hasta junio, y el comportamiento esperado de diversas variables cla-

ves para la estabilidad económica permiten augurar un desempeño similar hasta finales de año.

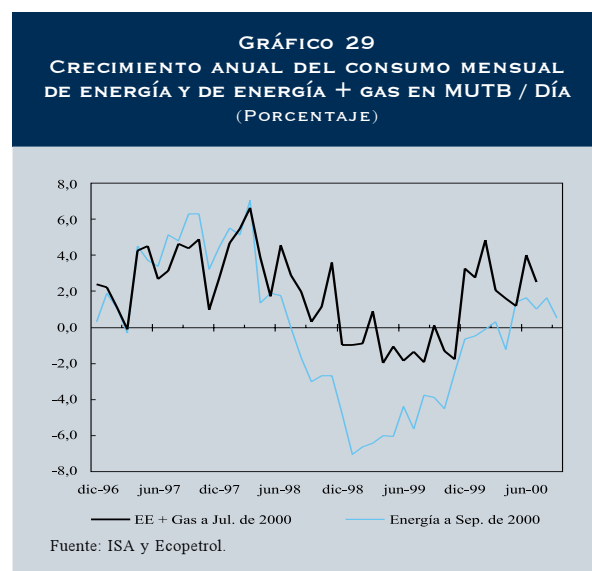
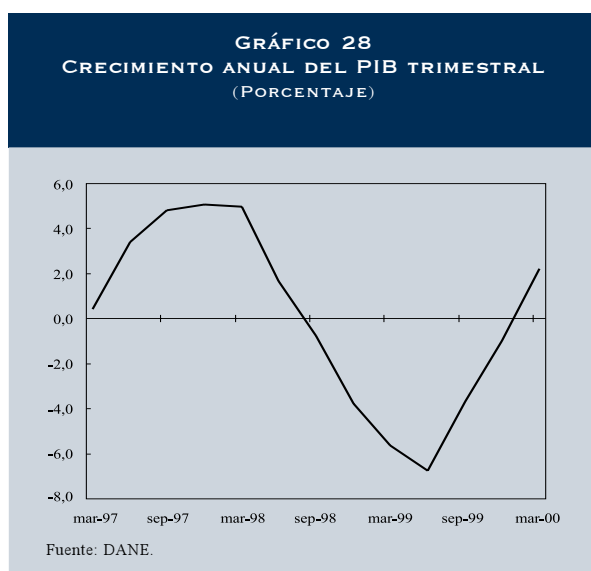
De acuerdo con el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), la economía creció durante el segundo trimestre a una tasa anual de 3,5%, significativamente superior a la del primer trimestre (2,2%). Esta cifra confirma la apreciación hecha en el anterior informe de precios, en el sentido que el crecimiento para el segundo trimestre no debería ser inferior al observado durante los tres primeros meses del año. Con esta nueva cifra se cumplen dos trimestres consecutivos de crecimiento anual positivo, con lo cual, la economía supera técnicamente la etapa de recesión (Gráfico 28).

La aceleración del crecimiento en el segundo trimestre abarcó la mayoría de las ramas de producción, incluida la industria. A diferencia de lo que aconteció en los primeros tres meses del año, durante el segundo trimestre el crecimiento no sólo estuvo sustentado en el buen desempeño de este último sector sino que también descansó en las aceptables tasas de crecimiento del sector agropecuario, del comercio y en menor medida del transporte. Así mismo, en este período el crecimiento se extendió por primera vez a otros sectores que, como construcción (1,3%) y establecimientos financieros (0,3%), habían mostrado contracciones a comienzos de año (Cuadro 5).

El caso de construcción vale la pena resaltarlo, pues es la primera vez, desde el cuarto trimestre de 1997, que el sector exhibe una tasa de crecimiento anual positiva. Debe señalarse, sin embargo, que la recuperación de la construcción descansa en la actualidad en la ejecución de programas de obras públicas, especialmente las adelantadas por la Alcaldía Mayor de Bogotá, antes que en una recuperación del sector de vivienda.

Tan solo en los sectores de explotación de minas y canteras y de servicios sociales y comunales se observó una desaceleración del crecimiento a junio frente a la observada en marzo. En el caso de minas y canteras, ello obedeció sobre todo a los menores niveles de producción de petróleo, debido tanto a la declinación esperada de los pozos como a diversos problemas de orden público.

Con base en el desempeño reciente de algunos indicadores de actividad económica puede afirmarse que durante el tercer trimestre la economía ha seguido creciendo por lo menos a un ritmo similar al que se observó durante el primer semestre del año. Es así como el consumo de energía eléctrica y el de energía y gas siguieron creciendo frente a los niveles observados un año atrás. En el caso particular del consumo de energía eléctrica, entre julio y septiembre se registraron niveles superiores en 1,7% a los observados en el mismo período del año anterior y 1,0% mayores que las del segundo trimestre de 2000. El consumo de



**CUADRO 5**  
**PRODUCTO INTERNO BRUTO**  
**POR RAMAS DE ACTIVIDAD ECONÓMICA**  
(VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL)

	1999	2000	
		I	II
<b>PIB</b>	(4,3)	2,2	3,5
Agricultura, silvicultura, caza y pesca	(0,2)	1,9	6,6
Explotación de minas y canteras	4,9	2,5	(6,4)
Electricidad, gas y agua	(3,5)	4,3	2,5
Industria manufacturera	(12,4)	8,8	11,7
Construcción	(24,3)	(9,4)	1,3
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	(8,9)	2,7	6,2
Transporte, almacenamiento y comunicación	(2,9)	3,2	3,9
Establec. financieros, seguros, Inmuebl. y servicio Empl.	(6,1)	(2,2)	0,3
Servicios sociales, comunales y personales	4,0	1,1	(1,2)
Servicios bancarios imputados	(23,3)	(13,9)	(8,9)

Fuente: DANE.

gas y energía, por su parte, creció a una tasa anual en julio de 2,5% y de 2,3% durante el segundo trimestre (Gráfico 29).

Otros indicadores sectoriales como las ventas del comercio al por menor y la producción manufacturera se mantenían en terreno positivo al comenzar el tercer trimestre. Es así como el índice real de ventas al por menor sin combustibles registró en julio un ritmo de crecimiento positivo, similar al del segundo trimestre (4,0%) (Gráfico 30). En cuanto a la producción industrial, tanto las cifras del DANE como las de la Asociación Nacional de Industriales (ANDI) coinciden en mostrar una recuperación notable en estos últimos meses. El indicador de la ANDI estima una tasa de crecimiento anual de la industria del 9,4% para el año corrido a agosto, en tanto que el del DANE señala un crecimiento del 11,6% para igual período. En el caso de las cifras del DANE, se detecta inclusive una aceleración del crecimiento en este último mes frente al segundo trimestre, que puede obedecer a un mejor desempeño del sector de pequeñas empresas, el cual, como se ha mencionado en anteriores informes, no logra ser capturado por las encuestas de la ANDI (Gráfico 31).

Por último, las exportaciones mantenían su tendencia de crecimiento en agosto. El crecimiento anual de las

exportaciones acumuladas entre enero y agosto fue de 19,5%, y seguía explicándose en buena parte por el gran incremento de las exportaciones petroleras (47,0%), pero también por el buen desempeño de las exportaciones no tradicionales (14,3%), en especial las de origen industrial (20,5%) (Gráfico 32).

Durante todo el año, el dinamismo de la demanda externa, más que la interna, es el factor que ha jalonado el crecimiento del sector industrial y a la fecha existe una estrecha relación entre el comportamiento de la producción por ramas de la industria y las exportaciones. En sectores como el de textiles, prendas de vestir y material de transporte esto ha sido particularmente claro. Para este último caso, las exportaciones entre enero y julio superaban las realizadas en igual período en los últimos seis años haciendo de esta rama una de las que muestran tasas de crecimiento más altas en materia de producción y compensando el pobre desempeño del mercado interno, cuyas ventas año corrido a mayo superaban sólo ligeramente las observadas en 1999.

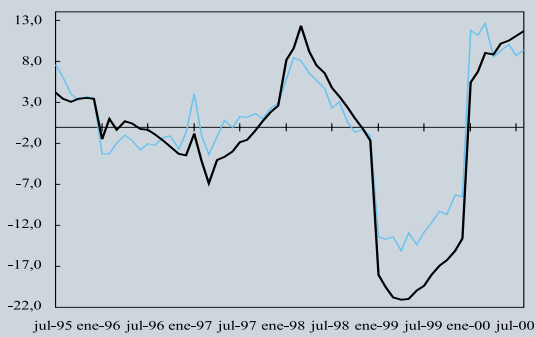
Finalmente, otros indicadores menos amplios como las ventas financiadas con tarjetas de crédito, de las cuales se habla en detalle más adelante, y las horas extras laboradas en la industria siguen reportando

**GRÁFICO 30**  
**CRECIMIENTO REAL ANUAL DE LAS VENTAS MENSUALES DEL COMERCIO AL POR MENOR SIN COMBUSTIBLE**  
**(CIFRAS A JULIO DE 2000)**  
**(PORCENTAJE)**



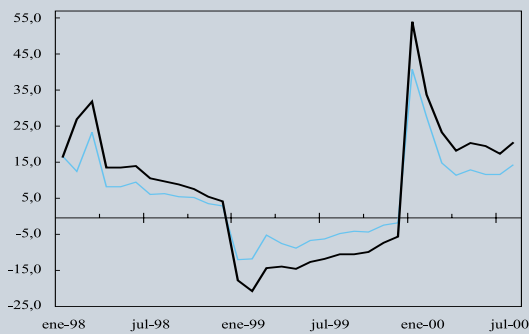
Fuente: DANE.

**GRÁFICO 31**  
**ÍNDICE DE PRODUCCIÓN REAL DE LA INDUSTRIA**  
**(VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL AÑO CORRIDO)**  
**(CIFRAS A AGOSTO DE 2000)**



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

**GRÁFICO 32**  
**CRECIMIENTO ANUAL DE LAS EXPORTACIONES**  
**AÑO CORRIDO, 1998:1-2000:8**  
**(PORCENTAJE)**



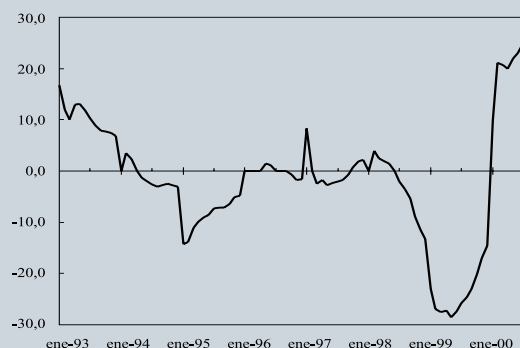
Fuente: DANE.

resultados positivos. Las cifras del DANE a julio sobre dichas horas extras en la industria indican que estas siguieron repuntando a un buen ritmo. Su crecimiento para el año corrido a este mes fue de 25,0%, superior al que se mostró en el Informe anterior (Gráfico 33).

Para lo que resta del año, las perspectivas de crecimiento siguen siendo favorables, por lo que no resulta arriesgado pensar que la meta del gobierno de un crecimiento del 3,0% para el año 2000 se pueda cumplir. Estas perspectivas de crecimiento están respaldadas por la situación que atraviesan las expectativas de los empresarios y por los actuales niveles de existencias y de pedidos de la industria. De acuerdo con la información más reciente suministrada por la Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo, durante agosto las existencias del sector se mantuvieron en niveles bajos, e inclusive menores que los reportados en meses anteriores, con lo cual se abre la posibilidad de que la mayor demanda de fin año sea atendida, en buena parte, con nueva producción que deberá efectuarse en los próximos meses. Por su parte, los pedidos tanto de empresas exportadoras como los de empresas que satisfacen el mercado doméstico siguieron repuntando en opinión de los empresarios. De hecho, en agosto este indicador registró uno de sus mayores incrementos mensuales de los últimos años (Gráfico 34). En cuanto a las expectativas de los empresarios sobre la situación económica presente y futura (a seis meses), estas continuaron siendo favorables, lo cual se puede observar en el comportamiento del clima de los negocios, indicador que condensa la evolución de tales variables. Para el mes de agosto, dicho indicador continuó repuntándose, al situarse en su nivel más alto en varios años (Gráfico 35).

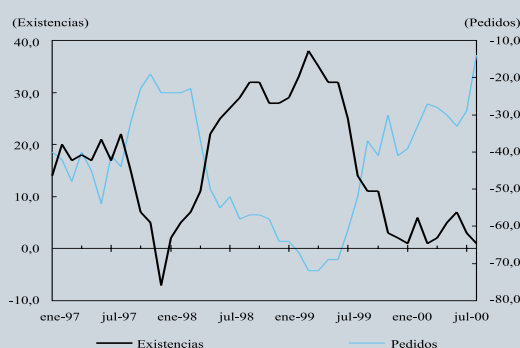
Además del buen comportamiento de los indicadores industriales ya señalados, la situación de los llamados “fundamentales de la economía” también permite ser optimistas respecto de las posibilidades de crecimiento en el mediano plazo. Como se menciona en detalle en el capítulo sobre el contexto internacional, el crecimiento de nuestros principales socios comerciales, así como la evolución esperada de los precios de los

**GRÁFICO 33**  
**CRECIMIENTO ANUAL DE LAS HORAS EXTRAS**  
**TRABAJADAS EN LA INDUSTRIA**  
**(AÑO CORRIDO - CIFRAS A JULIO DE 2000)**



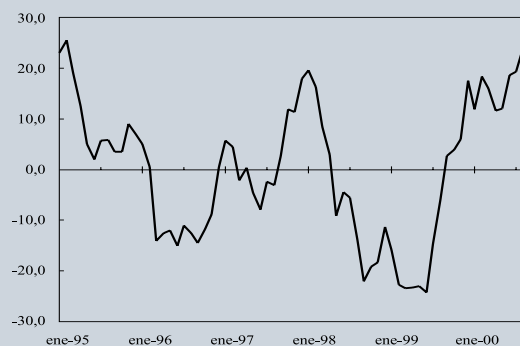
Fuente: DANE, muestra mensual manufacturera.

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



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

**GRÁFICO 35**  
**CLIMA DE NEGOCIOS**  
**(CIFRAS A AGOSTO DE 2000)**



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

principales productos de exportación del país, hace posible esperar un crecimiento adicional de los ingresos por exportaciones en el mediano plazo. De esta forma, el sector externo debe mantener su papel de acelerador del crecimiento en los próximos meses tal y como lo ha hecho en lo corrido del año. A ello seguramente contribuirá el nivel competitivo que actualmente ha alcanzado el tipo de cambio real, del cual no se esperan cambios sustanciales en el mediano plazo. Por último, el nivel actual de las tasas de interés sigue siendo sumamente favorable al consumo y la inversión domésticos.

## 2. Consumo

De acuerdo con el DANE, el consumo final creció a una tasa anual de 2,3% durante el segundo trimestre, similar al crecimiento exhibido durante el primer trimestre e inferior al crecimiento del PIB total. Como se mencionó en el Informe anterior, el lento crecimiento de esta demanda obedece entre otras cosas, a los altos niveles de desempleo y a la caída en los ingresos familiares. Las estadísticas oficiales de desempleo muestran que esta situación ha cambiado poco en los últimos meses, por lo que no deberían esperarse quiebres sustanciales en la tendencia de crecimiento del consumo final.

La recuperación del crédito de consumo es una condición indispensable para permitir un crecimiento mayor del gasto en el mediano plazo. Las cifras de consumo financiado con tarjetas han continuado recuperándose lentamente. Como se observa en el Gráfico 36, en los últimos meses las compras mensuales efectuadas con tarjetas de crédito han crecido ligeramente en términos reales respecto a las efectuadas un año atrás, luego de varios trimestres de contracción. Entre julio y agosto éstas crecieron a una tasa nominal anual del 10,0% en promedio, es decir cerca de 1,0% real.

Además de las cifras sobre tarjetas de crédito, otro indicador que corrobora la recuperación del consumo durante los últimos meses es el de las importaciones de bienes de consumo. En efecto, dichas importaciones en dólares, efectuadas entre enero y julio, fueron superiores a las de igual período de 1999 en 6,4%.

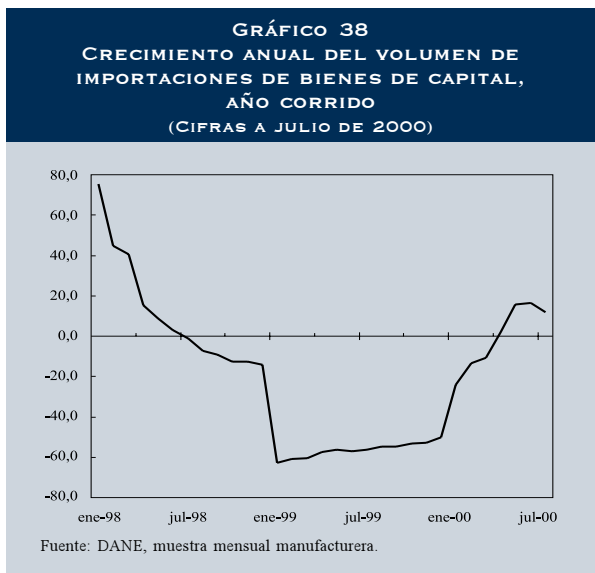
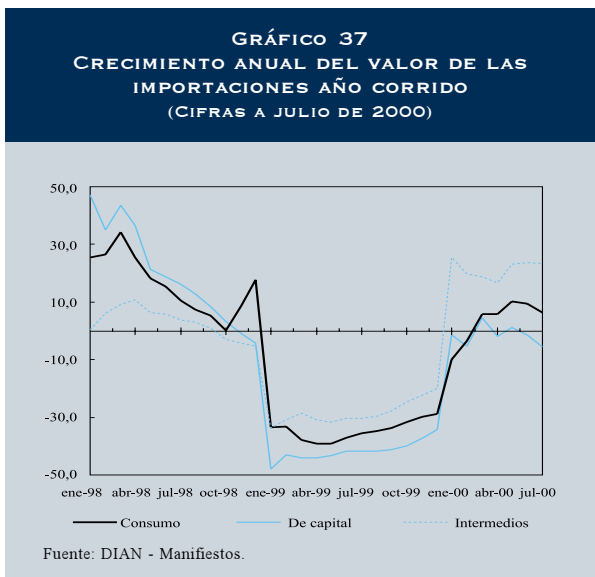
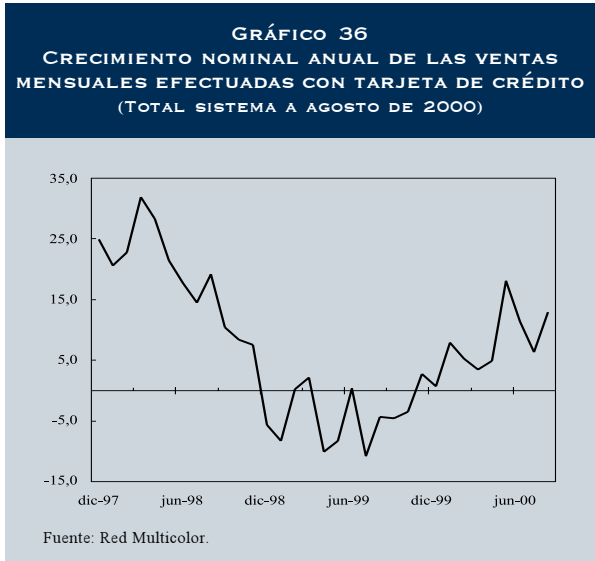
En volúmenes el crecimiento anual es inclusive mayor, siendo, año corrido a julio del 31,0% y observándose tanto en el caso de bienes de consumo durable como en el de los no durables.

### 3. Inversión

De los diferentes componentes del gasto, el de inversión es el que exhibe las mayores tasas de crecimiento. Para el segundo trimestre de 2000, el DANE reporta un crecimiento anual para este rubro de 19,8%, mayor que el registrado en el primer trimestre (7,6%). De esta forma, la mayor incertidumbre que, por razones políticas, presentaron los mercados hacia mediados del segundo trimestre no parece haber afectado las decisiones de inversión de los agentes económicos. En cualquier caso, pese a la importante recuperación de esta variable, sus niveles siguen siendo, en la actualidad, inferiores en un 30,0% a los que se presentaban antes de la recesión.

Para los próximos meses todo indica que la inversión mantendrá su actual tendencia de recuperación. Así lo señala el buen desempeño de la producción industrial de bienes de capital, cuyas tasas de crecimiento superan las de la industria en conjunto. En la actualidad, la producción de ramas como la de maquinaria eléctrica y no eléctrica y la de material de transporte presentan crecimientos año corrido cercanos o superiores al 20,0% anual.

De igual manera, el comportamiento de las importaciones de bienes intermedios y de capital sugiere que la dinámica de la inversión se puede mantener en los siguientes meses. A julio el valor de las importaciones de bienes intermedios acumuladas en los primeros siete meses crecía a un saludable ritmo del 23,0% anual y, si bien el valor de las importaciones de bienes de capital mostraba una contracción en este período, esta situación no se observa cuando se examinan las cifras en volúmenes. En efecto, el volumen de las importaciones de bienes de capital crecieron año corrido a julio a una tasa anual de 12,0% y el crecimiento se observaba para todos los tipos de bienes incluidos los que se dirigen al sector de la construcción (gráficos 37 y 38).



## C. SALARIOS Y EMPLEO

### 1. Salarios industriales

A julio de 2000, el promedio de los últimos 12 meses de los salarios nominales del sector industrial para empleados y obreros se había reajustado un 14,9% respecto del nivel observado en julio de 1999. Este reajuste es levemente inferior al de mayo de este año (15,2%) tal y como se mostró en el informe de precios del segundo trimestre. Con la cifra de julio se mantiene la tendencia decreciente de los reajustes del salario nominal industrial que se observa desde hace cerca de dos años (Gráfico 39).

Los menores reajustes nominales permitieron también un menor reajuste del salario real entre mayo y julio de este año. Para el promedio de los 12 meses a julio de 2000, el salario real de obreros y empleados se reajustó a una tasa anual de 5,1%, inferior a la reportada en el informe anterior a mayo (5,6%) (Gráfico 40).

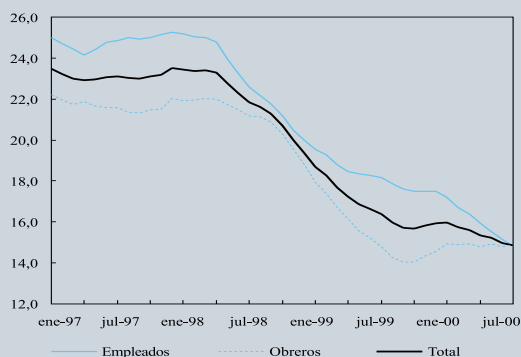
En vista de que la productividad del trabajo, medida como la relación entre producción y número de obreros empleados, siguió incrementándose en el segundo trimestre y a comienzos del tercero, los mayores salarios reales no se tradujeron en un incremento relevante del costo laboral unitario. El nivel de esta variable estimado a julio es similar al observado en meses anteriores y bastante inferior al medido para el período que precedió a la recesión (Gráfico 41).

### 2. Empleo

En julio y por primera vez en varios años, el empleo total de la industria, según lo mide el indicador de la muestra mensual manufacturera del DANE, no se contrajo. En efecto, a julio, el empleo industrial así medido se incrementó 1,0% respecto al nivel observado en igual mes de 1999, con lo cual se ratifica la tendencia de recuperación que muestra este indicador desde el cuarto trimestre del año anterior.

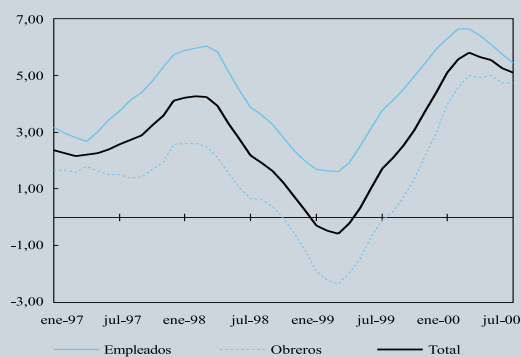
El incremento del empleo industrial frente a los niveles de 1999 ha sido posible por la reducción en la

**GRÁFICO 39**  
**SALARIO NOMINAL - INDUSTRIA MANUFACTURERA**  
(VARIACIONES PORCENTUALES ANUALES, PROMEDIO ÚLTIMOS 12 MESES)  
(CIFRAS A JULIO DE 2000)



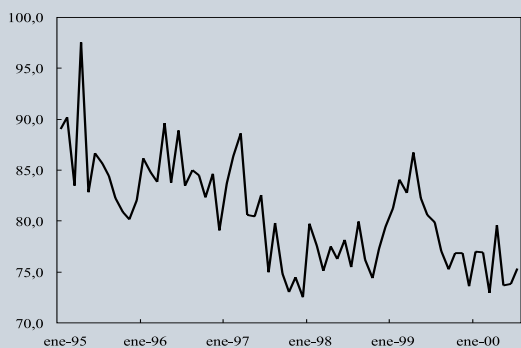
Fuente: DANE, muestra mensual manufacturera.

**GRÁFICO 40**  
**SALARIO REAL - INDUSTRIA MANUFACTURERA**  
(VARIACIONES PORCENTUALES ANUALES PROMEDIO, ÚLTIMOS 12 MESES)  
(CIFRAS A JULIO DE 2000)



Fuente: DANE, muestra mensual manufacturera.

**GRÁFICO 41**  
**ÍNDICE DEL COSTO LABORAL UNITARIO REAL PARA OBREROS DEL SECTOR INDUSTRIAL**  
(CIFRAS A JULIO DE 2000)



Fuente: DANE, muestra mensual manufacturera.

tasa de contracción del empleo permanente, pero sobre todo por la importante recuperación del empleo temporal. Este último, que se ha expandido desde finales del año pasado, registró incrementos adicionales importantes en los últimos meses que le permitieron exhibir un crecimiento anual de 19,0% en julio (Gráfico 42). Durante buena parte del año, la recuperación del empleo temporal estuvo sustentada en el empleo temporal de obreros; sin embargo, en julio el empleo temporal de empleados también mostró un crecimiento importante (17,0%).

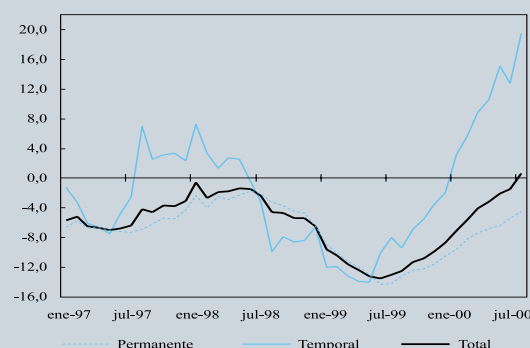
Fuera de la industria, la información más reciente sobre empleo corresponde a la del comercio al por menor según la información del DANE. A julio, el empleo de este sector se contrajo a una tasa anual de 4,5%. Este ritmo de contracción, sin embargo, fue inferior al que se observó en el segundo trimestre (-7,3%). En efecto, para este mes el empleo del comercio al por menor se contrajo a una tasa anual de 4,5% frente a un ritmo de contracción del 7,0% o más en meses anteriores.

Si bien el DANE, por tercer trimestre consecutivo, reportó en junio un aumento del empleo para las siete principales áreas urbanas frente a los niveles observados en 1999, esto no ha impedido que la tasa de desempleo siga siendo muy alta (20,4% en junio). Ello por cuanto el incremento de la oferta de trabajo ha superado ampliamente el de la demanda en los últimos trimestres. De esta forma, no debe esperarse presiones inflacionarias importantes provenientes de este frente.

### 3. Pactos de incremento salarial

En los cuadros 6 y 7 se presentan las cifras sobre incrementos salariales pactados a uno y dos años en las convenciones colectivas reportadas al Ministerio de Trabajo y Seguridad Social. La primera parte del cuadro muestra el porcentaje de trabajadores beneficiados por negociaciones de incremento salarial a un año, entre enero y septiembre de 2000 y entre enero y junio del mismo año. Como puede observarse, una parte importante de los convenios de incremento salarial a un año (31,2%) ha sido pactada con base en la inflación observada el año anterior (9,23%); sin

**GRÁFICO 42**  
CRECIMIENTO ANUAL  
DEL ÍNDICE DE EMPLEO INDUSTRIAL MENSUAL  
(CIFRAS A JULIO DE 2000)



Fuente: DANE, encuesta nacional de hogares.

**CUADRO 6**  
PORCENTAJE DE BENEFICIADOS POR NIVEL  
DE INCREMENTO SALARIAL PACTADO  
(ENERO-SEPTIEMBRE, 2000)

Negociaciones a un año			
<9,23	9,23	[9,23-11,0]	>11
12,9	31,2	36,2	19,6
Negociaciones a dos años			
<12	IPC	[IPC-IPC + 3]	[SML-SML + 3]
10,6	57,4	31,4	0,5

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

**CUADRO 7**  
PORCENTAJE DE BENEFICIADOS POR NIVEL  
DE INCREMENTO SALARIAL PACTADO  
(ENERO-JUNIO, 2000)

Negociaciones a un año			
<9,23	9,23	[9,23-11,0]	>11
11,1	31,9	34,9	22,1
Negociaciones a dos años			
<11	IPC	[IPC-IPC + 3]	[SML-SML + 3]
8,2	56	30,9	3,4

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

embargo, otra parte también importante de los incrementos (36,3%) se ha pactado en el rango comprendido entre 9,25% y 11,0%. Un 19,6% de los pactos ha sido acordado a tasas superiores al 12,0% y un 12,9% a tasas inferiores a 9,23%. Con respecto a la información acumulada hasta el trimestre anterior, los rangos de incremento salarial a septiembre no cambiaron sustancialmente (Cuadro 7). Se puede apreciar que el porcentaje de pactos acordado a tasas superiores al 12,0% disminuyó con información disponible a septiembre, y el pactado a tasas inferiores a 9,23% aumentó un poco en este último mes.

En la parte inferior de los cuadros 6 y 7 se muestran los incrementos pactados en las convenciones colectivas a dos años entre enero y septiembre de 2000 y entre enero y junio del mismo año, respectivamente. Una mayoría importante de los pactos de incremento salarial a dos años (57,4%) ha sido acordada a la tasa de incremento de los precios medida por la canasta del IPC. En un 31,4% de los casos los incrementos a dos años se acordó a tasas que están entre el incremento del IPC y el IPC + 3, mientras que un 10,6% ha sido pactado a tasas inferiores al 12,0%. Al igual que en los convenios a un año, la información disponible en el último trimestre no alteró de manera importante los rangos de incremento salarial pactados en las convenciones colectivas a horizontes de dos años.

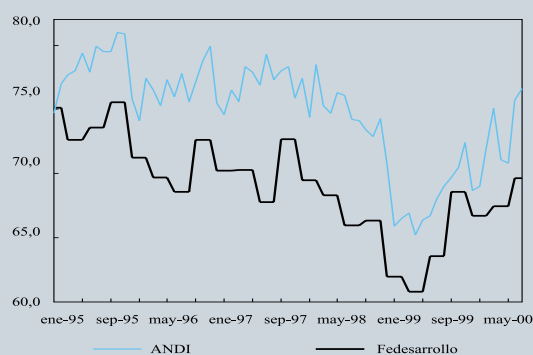
#### D. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA

Durante el segundo trimestre y comienzos del tercero, los indicadores de utilización de capacidad instalada de la industria mantuvieron su tendencia creciente. Para el indicador de Fedesarrollo, el nivel observado en agosto aún resulta inferior al promedio histórico para la década de los años 90, cosa que ya no sucede con el indicador de la ANDI, el cual superaba en julio su promedio histórico de los últimos seis años (Gráfico 43). En ambos casos, los niveles actuales siguen siendo inferiores a los que se observaron con

anterioridad a la recesión. Sin embargo, con base en las cifras de la ANDI se sabe que la utilización de capacidad instalada ya se encuentra en niveles históricamente normales en algunas ramas específicas de la industria tales como la de textiles y confecciones.

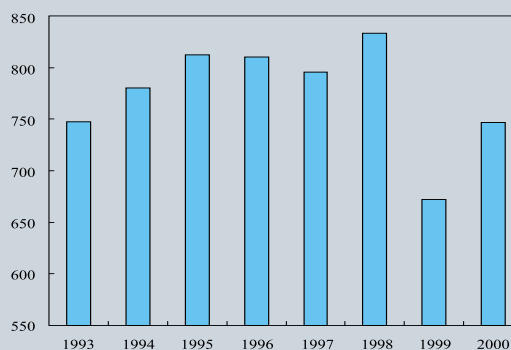
En cualquier caso, los niveles de producción de la industria, como los de la mayoría de los sectores que constituyen el PIB siguen estando por debajo de los registrados en 1997 y 1998. En el caso de la industria, por ejemplo, la producción acumulada para los primeros siete meses del año corresponde al 90,0% de la observada en 1998. Esto pone de presente que la economía todavía cuenta con un amplio potencial

**GRÁFICO 43**  
UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA  
(CIFRAS A JULIO DE 2000)



Fuente: ANDI y Fedesarrollo.

**GRÁFICO 44**  
PRODUCCIÓN REAL MANUFACTURERA  
DURANTE CUATRO PRIMEROS MESES DE CADA AÑO



Fuente: DANE, muestra mensual manufacturera.

de producción sin utilizar que permite minimizar el riesgo de presiones inflacionarias de demanda en los próximos meses.

---

## E. SITUACIÓN FISCAL

---

Al finalizar junio, el sector público consolidado acumula un déficit por \$330 mm, el cual equivale a 0,2% del PIB anual. Frente a la meta semestral establecida en el acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI), \$4.150 mm, se observa un sobrecumplimiento por \$3.820 mm (2,2% del PIB). Este resultado es producto del buen desempeño de las finanzas del sector público no financiero (SPNF), las cuales registran un déficit inferior en 2,3% del PIB respecto a la meta establecida en el acuerdo. El comportamiento del SPNF durante el año está asociado en gran medida a la evolución favorable de la actividad petrolera y al carácter estacional de los pagos de algunas empresas y entidades públicas, los cuales tienden a concentrarse en la última parte del año habiendo sido bajos durante el primer semestre (Cuadro 8).

Durante el primer semestre, las finanzas del Gobierno Nacional Central registraron un déficit de \$3.024 mm, el cual representa el 1,7% del PIB anual. Frente a las cifras observadas en el mismo período de 1999, los ingresos crecen 29,8% y los gastos 12,4%. Dentro de los ingresos, los tributarios registran un aumento cercano al 30,0%, gracias al repunte en el recaudo de renta e IVA interno y de los impuestos a las importaciones, cuyos crecimientos alcanzan 29,6% y 32,9%, respectivamente. El dinamismo en el recaudo de impuestos refleja tanto la recuperación de la actividad económica como la bonanza petrolera iniciada en 1999<sup>10</sup>, y, en menor medida, la modificación del calendario tributario. Además de lo anterior, es bueno anotar que el comportamiento del recaudo de impuestos ha estado influenciado por la reducción en el número de días que los ban-

cos pueden mantener los impuestos pagados antes de trasladarlos a la cuenta de la Tesorería General de la República (Cuadro 9).

Por el lado del gasto, los intereses de la deuda crecen 28,4%, el funcionamiento 8,5% y la inversión 13,1%. Dentro de los pagos de funcionamiento, las transferencias aumentaron 9,0% y los servicios personales y gastos generales 7,0%. Aproximadamente el 55,0% de los pagos por transferencias corresponde al situado fiscal y participaciones municipales y, de acuerdo con el cronograma establecido por el gobierno, sólo en el segundo semestre del año se efectuarán transferencias al Fondo de Crédito Educativo. Con relación a los movimientos del préstamo neto, que ascienden a \$418 mm, se destacan los efectuados al CEDE (Cuenta Especial de Deuda Externa) por \$262 mm, las operaciones de deuda garantizada por \$174 mm, los préstamos de inversión por \$18 mm y las recuperaciones de cartera por \$38 mm. De otro lado, durante el primer semestre se observa una reducción de \$1.295 mm en la deuda flotante del gobierno, gracias a que la disponibilidad de recursos líquidos por parte de la Tesorería General durante los primeros meses, permitió cancelar una parte importante del rezago del año 1999. En términos contables, este hecho permitió que el déficit total del gobierno fuese inferior en cerca de \$1.300 mm respecto al de caja.

El financiamiento del déficit del Gobierno Nacional provino fundamentalmente de créditos externo e interno, con utilizaciones netas por \$1.974 mm y \$2.677 mm, respectivamente. El endeudamiento externo bruto ascendió a \$2.463 mm, de los cuales \$2.224 mm corresponden a colocaciones de bonos y \$239 mm a desembolsos provenientes de la banca multilateral y otras fuentes. Por su parte, el endeudamiento interno bruto ascendió a \$5.834 mm, de los cuales \$5.653 mm provinieron de colocaciones de TES y \$167 mm de la suscripción de Títulos de Reducción de Deuda (TRD).

Finalmente, es necesario anotar que las utilidades transferidas por el Banco de la República ascendieron a \$516 mm.

---

<sup>10</sup> Esta bonanza se tradujo en mayores recaudos de renta provenientes de grandes contribuyentes.

**CUADRO 8**  
**BALANCE FISCAL DEL SECTOR PÚBLICO CONSOLIDADO A PRIMER SEMESTRE DE 2000**

	Miles de millones de pesos			Porcentaje del PIB		
	Acuerdo FMI	Cierre preliminar	Diferencia	Acuerdo FMI	Cierre preliminar	Diferencia
I. Sector público no financiero	(4.060)	(153)	3.907	(2,34)	(0,09)	2,25
II. Balance cuasifiscal del Banco de la República	485	423	(62)	0,28	0,24	(0,04)
III. Balance de Fogafin	(452)	(178)	274	(0,26)	(0,10)	0,16
IV. Costo de la reestructuración financiera	(111)	(321)	(210)	(0,06)	(0,19)	(0,12)
V. Ajustes	(12)	(101)	(89)	(0,01)	(0,06)	(0,05)
VI. Déficit (-) o Superávit (+) del sector público consolidado (I + II + III + IV + V)	(4.150)	(330)	3.820	(2,39)	(0,19)	2,20

Fuente: Consejo Superior de Política Fiscal (Confis).

**CUADRO 9**  
**GOBIERNO NACIONAL CENTRAL: OPERACIONES EFECTIVAS**  
(MILES DE MILLONES DE PESOS)

	Enero-Junio		Variación %
	1999	2000	2000 / 1999
<b>I. Ingresos totales (A + B)</b>	8.785,0	11.407,0	29,8
A. Tributarios	7.919,0	10.288,0	29,9
Renta e IVA interno	5.713,0	7.406,0	29,6
Aduanas e IVA externo	1.472,0	1.956,0	32,9
Gasolina	346,0	404,0	16,8
Otros	388,0	522,0	34,5
B. No tributarios y otros	866,0	1.119,0	29,2
<b>II. Gastos totales (A + B + C + D) 1/</b>	13.988,0	15.722,0	12,4
A. Intereses	2.871,0	3.687,0	28,4
B. Funcionamiento	9.795,0	10.632,0	8,5
C. Inversión	871,0	985,0	13,1
D. Préstamo neto	451,0	418,0	(7,3)
<b>III. Déficit (-) o Superávit (+) de caja (I - II)</b>	(5.203,0)	(4.315,0)	(17,1)
<b>IV. Ajustes</b>	(794,0)	1.291,0	(262,6)
<b>V. Déficit (-) o Superávit (+) total (III + IV)</b>	(5.997,0)	(3.024,0)	(49,6)
<b>VI. Financiamiento (A+B+C)</b>	5.997,0	3.024,0	(49,6)
A. Crédito externo neto	1.563,0	1.974,0	26,3
B. Crédito interno neto	2.157,0	2.677,0	24,1
C. Privatizaciones y otros	2.277,0	(1.627,0)	(171,5)
<b>VII. Déficit como porcentaje del PIB</b>	(3,9)	(1,7)	(55,8)

1/ No incluye el costo de la reestructuración financiera.

Fuente: Confis.

## ¿POR QUÉ EL LENTO CRECIMIENTO DEL AGREGADO MONETARIO AMPLIADO M3 MÁS BONOS (M3B)?

La tasa de crecimiento anual del saldo promedio mensual de la base monetaria en diciembre de 1999 fue de 24,2% y para julio pasado era de 17,4%. Esto contrasta con el estancamiento del agregado monetario M3 más bonos (M3B), cuya tasa de crecimiento promedio anual en 1999 fue de 5,6%, y en julio de sólo el 2,6%. La notable diferencia entre los ritmos de crecimiento de la base y el de M3B pone en evidencia que los canales de transmisión desde la base monetaria hacia el agregado M3B se han interrumpido. El comportamiento descrito permite afirmar que el lento crecimiento de M3B no obedece a una política monetaria contraccionista, si se tiene en cuenta que la base monetaria alcanzaba en julio una tasa de crecimiento anual equivalente a casi dos veces el ritmo de inflación (9,3% a julio).

No por lo anterior la discrepancia entre el comportamiento de base y el de M3B deja de ser preocupante. De allí la necesidad de entender las razones que impiden que una política generosa de suministro de liquidez primaria, como la que se ha venido llevando a cabo, no se refleje en un mayor crecimiento del dinero ampliado.

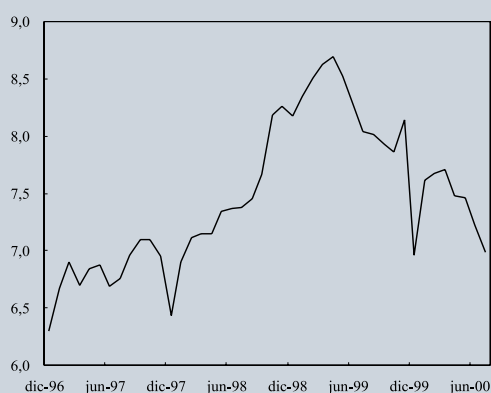
Con este propósito, se presenta un ejercicio que busca separar cada uno de los elementos que están impidiendo la transmisión de base hacia M3B, a través de la descomposición de los factores que han afectado el multiplicador monetario ampliado. Adicionalmente, se examina la composición del portafolio de activos financieros de los sectores público y privado no financiero para contribuir a explicar el bajo crecimiento del agregado M3B.

### Descomposición del multiplicador

Las columnas (1) a (4) del Cuadro 1 muestran el comportamiento del multiplicador monetario ampliado y de sus factores determinantes al final de cada trimestre desde diciembre de 1996, e incluye el último dato disponible correspondiente a julio de 2000<sup>1</sup>. El multiplicador observado mostró una tendencia ascendente hasta marzo de 1999 cuando llegó a 8,229. A partir de entonces se ha reducido paulatinamente hasta ubicarse en 6,860 en julio de 2000 (Gráfico 1). Este comportamiento ha sido el resultado de cambios en los coeficientes de reserva requerida ( $rr$ ) y exceso de reserva ( $re$ ), como también en el coeficiente de efectivo ( $e$ ), que han tenido efectos opuestos sobre el multiplicador. De una parte, como factor positivo sobre el multiplicador, el coeficiente de reserva requerida ha descendido desde un nivel de 0,891 en diciembre de 1996 a uno de 0,519 en julio de 2000. De otra parte, como factores que reducen el multiplicador, el coeficiente de efectivo -después de mostrar una tendencia descendente hasta septiembre de 1998 cuando llegó a 0,656-, adquirió una marcada tendencia ascendente, hasta alcanzar en julio pasado un nivel de 0,1038 (Gráfico 2). Un comportamiento similar muestra el coeficiente de exceso de reserva, que primero desciende hasta hacerse negativo en septiembre de 1998, posteriormente presenta fluctuaciones, y en lo corrido del año 2000 muestra una tendencia ascendente que alcanzó en julio un nivel de 0,0023.

Para evaluar con más detalle el origen de los cambios observados en el multiplicador monetario, en las columnas (5) a (7) se presenta el aporte a la variación del multiplicador de cada una de las variables que lo componen, de manera acumulada a partir de diciembre de 1996<sup>2</sup>. En primer término, en la columna (5) se puede observar que por concepto de encajes se ha obte-

**GRÁFICO 1  
MULTIPLICADOR MONETARIO**



Fuente: Banco de la República.

**GRÁFICO 2  
COEFICIENTE DE EFECTIVO Y DE RESERVA  
REQUERIDA**



Fuente: Banco de la República.

**CUADRO 1  
DESCOMPOSICIÓN DEL MULTIPLICADOR MONETARIO AMPLIADO**

		Multiplicador y sus componentes				Aportes acumulados del multiplicador monetario				Cambio del
		Observado				Por encajes y composición de PSE	Por efectivo	Por exceso de reserva	Neto	multiplicador observado acumulado
m 1/	e 2/	rr 3/	re 4/	(5)	(6)					
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)		
1996	Dic.	6,2995	0,0808	0,0891	0,0018					
1997	Mar.	6,6988	0,0706	0,0813	0,0079	0,2969	0,3610	(0,2586)	0,3993	0,3993
	Jun.	6,6902	0,0741	0,0819	0,0045	0,2718	0,2327	(0,1137)	0,3907	0,3907
	Sep.	7,0946	0,0688	0,0794	0,0025	0,3815	0,4364	(0,0228)	0,7952	0,7952
	Dic.	6,4329	0,0807	0,0835	0,0037	0,1948	0,0149	(0,0763)	0,1334	0,1334
1998	Mar.	7,1451	0,0679	0,0792	0,0024	0,3819	0,4863	(0,0226)	0,8456	0,8456
	Jun.	7,3671	0,0689	0,0779	(0,0017)	0,4455	0,4393	0,1828	1,0676	1,0676
	Sep.	7,6668	0,0656	0,0755	(0,0021)	0,5703	0,5896	0,2075	1,3673	1,3673
	Dic.	8,1776	0,0836	0,0422	0,0067	2,8657	(0,6237)	(0,3639)	1,8782	1,8782
1999	Mar.	8,6229	0,0711	0,0509	0,0022	2,3732	0,0334	(0,0832)	2,3234	2,3234
	Jun.	8,2698	0,0784	0,0530	(0,0011)	2,2264	(0,3857)	0,1296	1,9703	1,9703
	Sep.	7,9328	0,0830	0,0538	(0,0003)	2,1786	(0,6268)	0,0816	1,6334	1,6334
	Dic.	6,9561	0,1000	0,0502	0,0079	2,3914	(1,3840)	(0,3507)	0,6566	0,6566
2000	Mar.	7,7079	0,0917	0,0504	(0,0004)	2,3879	(1,0481)	0,0686	1,4084	1,4084
	Jun.	7,2212	0,0997	0,0513	0,0013	2,3377	(1,3973)	(0,0188)	0,9217	0,9217
	Sep.	6,9860	0,1038	0,0519	0,0023	2,3080	(1,5605)	(0,0610)	0,6865	0,6865

1/ Multiplicador.

2/ Coeficiente de efectivo.

3/ Coeficiente de reserva requerida.

4/ Coeficiente de exceso de encaje.

Fuente: Cálculos del Banco de la República, SGEE.

nido una contribución positiva al tamaño del multiplicador por un valor acumulado de 2,308 a julio de 2000. Aunque positivo, este valor no es un fiel reflejo de la firme política en materia de reducción de encajes, el cual, en el caso de las cuentas corrientes disminuyó del 21,0% al 13,0%, en el de las cuentas de ahorro de 8,0% a 6,0% y en el de los depósitos a término de 5,0% a 2,5% entre diciembre de 1996 y septiembre de 2000. Ello es debido a que durante el año 2000, según se muestra en el Cuadro 2, los usuarios del sistema financiero han venido modificando la composición de sus depósitos hacia cuentas con encajes relativamente altos, como las cuentas corrientes, los depósitos a la vista y los depósitos fiduciarios, lo cual ha contrarrestado hasta cierto punto el efecto de la reducción de los encajes.

La columna (6) del Cuadro 1 muestra los aportes acumulados del coeficiente de efectivo. Cuando éste se eleva, se reduce el valor del multiplicador. Se observa claramente que desde junio de 1999 el incremento del coeficiente de efectivo ha conducido progresivamente a una caída del multiplicador monetario que en términos acumulados alcanza el valor de -1,5605 en julio de 2000. En contraste, antes de diciembre de 1998 el coeficiente de efectivo aportaba positivamente al tamaño del multiplicador observado.

El aporte de los excesos de reserva que se presenta en la columna (7) muestra que su efecto acumulado en julio de 2000 había reducido el multiplicador -0,061. Esto significa que el sistema financiero progresivamente ha mantenido mayores excesos de reserva, en detrimento de una mayor intermediación.

En la columna (8) se muestra la suma de las contribuciones individuales a los cambios del multiplicador de cada una de las variables que lo componen, y para efectos de verificación, la columna (9) muestra el cambio acumulado del multiplicador bancario observado a partir de diciembre de 1996, el cual obviamente es igual a la suma de las contribuciones individuales.

Como se puede observar, el efecto positivo de la política de encajes sobre el multiplicador monetario ha sido diluido por tres factores: 1) la mayor preferencia por efectivo; 2) la recomposición de los pasivos financieros hacia los depósitos de alto encaje, principalmente cuentas corrientes, y 3)

**CUADRO 2**  
**COMPOSICIÓN DEL M3 + BONOS Y LOS PSE**  
(PORCENTAJES)

Composición promedio observada	M3 + Bonos	Efectivo	PSE	Por tipo de encaje			
				PSE	Alto 1/	Inter- medio 2/	Bajo 3/
<b>Dic. 1996 - Jul. 1997</b>	100,0	6,8	93,2	100,0	17,2	30,8	51,9
<b>Dic. 1997 - Jul. 1998</b>	100,0	6,4	93,6	100,0	14,8	31,7	53,5
<b>Dic. 1998 - Jul. 1999</b>	100,0	6,9	93,1	100,0	14,0	30,5	55,5
<b>Dic. 1999 - Jul. 2000</b>	100,0	8,7	91,3	100,0	17,1	32,9	50,0

1/ Incluye cuentas corrientes, depósitos a la vista y depósitos fiduciarios.

2/ Incluye cuentas de ahorro y Repos.

3/ Incluye CDT, cédulas hipotecarias y bonos.

Fuente: Cálculos del Banco de la República, SGEE.

la tendencia a mantener un mayor exceso de reservas por parte de los intermediarios financieros. Los primeros dos factores han sido, en parte, inducidos por el impuesto a las transacciones financieras y por la reducción en las tasas de interés. En efecto, al utilizar el efectivo no se paga el impuesto, sin que esto signifique un gran sacrificio de rentabilidad, debido a la caída de su costo de oportunidad. Por su parte, el mayor exceso de reservas, ha sido también motivado por la caída de la tasa de interés, que reduce su costo de oportunidad, y por el mayor riesgo crediticio, que hace que los bancos sean más cautos a la hora de prestar. Adicionalmente, algunas entidades pueden juzgar el menor encaje requerido como insuficiente desde el punto de vista precautelativo, induciéndolas a demandar excesos de reservas.

### Comportamiento del portafolio

Otra razón para explicar el estancamiento del agregado M3B, a pesar del rápido crecimiento de la base monetaria, se obtiene al examinar el comportamiento reciente del portafolio financiero del sector público y privado no financiero. Esta información se muestra en el Cuadro 3. Como puede observarse, el portafolio financiero se divide en sus partes interna y externa. En su parte interna, el componente M3B actualmente muestra un crecimiento anual inferior al 3,0%, que contrasta con el rápido crecimiento que este agregado señalaba hasta mediados de 1998. A diferencia de lo anterior, el componente de títulos públicos registra tasas de crecimiento anual de 35,0% o superiores. Así, el total del portafolio interno viene creciendo a una tasa entre el 10,0% y el 11,0% como resultado de la creciente demanda de títulos públicos. Por su parte, el

**CUADRO 3**  
**PORTAFOLIO FINANCIERO DEL SECTOR PÚBLICO Y PRIVADO NO FINANCIERO**  
**(MILES DE MILLONES DE PESOS)**

	M3 + Bonos	Tasa creci.	Títulos	Tasa creci.	Total	Tasa creci.	Activos	Tasa creci.	Total	Tasa de
	Promedio	anual	públicos	anual	portafolio	anual	financieros	anual	portafolio	crecimiento
	(a)	%	(b)	%	(a) + (b)	%	(c)	%	(a) + (b) + (c)	del portafolio
										financiero
										%
<b>1996</b> Dic.	40.439		n.d.				3.548			
<b>1997</b> Mar.	41.339		n.d.				4.532			
Jun.	43.898		n.d.				4.954			
Sep.	46.105		n.d.				5.326			
Dic.	51.291	26,8	n.d.				6.408	80,6		
<b>1998</b> Mar.	52.242	26,4	11.764		64.006		6.311	39,3	70.317	
Jun.	54.378	23,9	12.714		67.092		7.676	55,0	74.768	
Sep.	54.297	17,8	13.471		67.769		8.372	57,2	76.140	
Dic.	56.382	9,9	14.669		71.051		7.014	9,5	78.065	
<b>1999</b> Mar.	56.514	8,2	16.112	37,0	72.625	13,5	7.442	17,9	80.067	13,9
Jun.	57.370	5,5	17.323	36,2	74.693	11,3	8.792	14,5	83.485	11,7
Sep.	57.016	5,0	18.829	39,8	75.845	11,9	9.846	17,6	85.691	12,5
Dic.	59.563	5,6	19.539	33,2	79.102	11,3	10.658	52,0	89.760	15,0
<b>2000</b> Mar.	58.240	3,1	22.095	37,1	80.335	10,6	11.276	51,5	91.611	14,4
Jun.	58.848	2,6	23.380	35,0	82.228	10,1	12.518	42,4	94.746	13,5

**n.d.** No disponible.

**1/** Incluye inversiones de portafolio, moneda y depósitos valuados a la TRM fin de período.

Fuente: Cálculos del Banco de la República, SGEE.

portafolio externo registra igualmente una tasa anual de crecimiento elevada, que en algunos casos supera el 50,0%. Aunque esto último obedece parcialmente al mayor ritmo de devaluación, ha sido también resultado del incremento de la inversión en divisas que hacia finales de marzo venía creciendo a una tasa anual del 19,1%, y al finalizar junio lo hacía al 15,3%. Al sumar las demandas de M3B, títulos de deuda y los activos financieros externos se obtiene que, en conjunto, el crecimiento del portafolio financiero creció a una tasa anual de 14,4% en marzo de 2000 y de 13,5% en junio. Esto muestra que el bajo crecimiento del agregado M3B se debe a que gran parte de las inversiones financieras que antes constituían M3B se han trasladado hacia inversiones representadas en títulos de deuda pública e inversiones financieras en el exterior.

---

<sup>1</sup> El multiplicador ampliado (m) corresponde a la relación M3B/Base, el cual se puede calcular a partir de la siguiente expresión:  $(e + 1) / (e + rr + re)$ , en donde e = (efectivo) / (pasivos sujetos a encaje); rr = (reserva bancaria requerida) / (pasivos sujetos a encaje); y re = (exceso de reserva bancaria) / (pasivos sujetos a encaje).

<sup>2</sup> El aporte al multiplicador observado mes a mes de cada uno de sus tres componentes se calcula a partir de la estimación de tres multiplicadores ajustados, según cada componente. Para tal efecto, uno de los componentes varía frente al nivel observado en el mes anterior y los dos componentes restantes se mantienen constantes. La diferencia entre el multiplicador ajustado y el multiplicador observado del mes inmediatamente anterior es el aporte marginal del componente variable. La suma de los tres aportes, el de efectivo, reserva requerida y exceso de reserva es igual a la variación del multiplicador observado. Por límites de espacio, se presentan sólo los aportes acumulados desde la fecha inicial (diciembre de 1996).

### III

## ENCUESTA DE EXPECTATIVAS: PRINCIPALES RESULTADOS

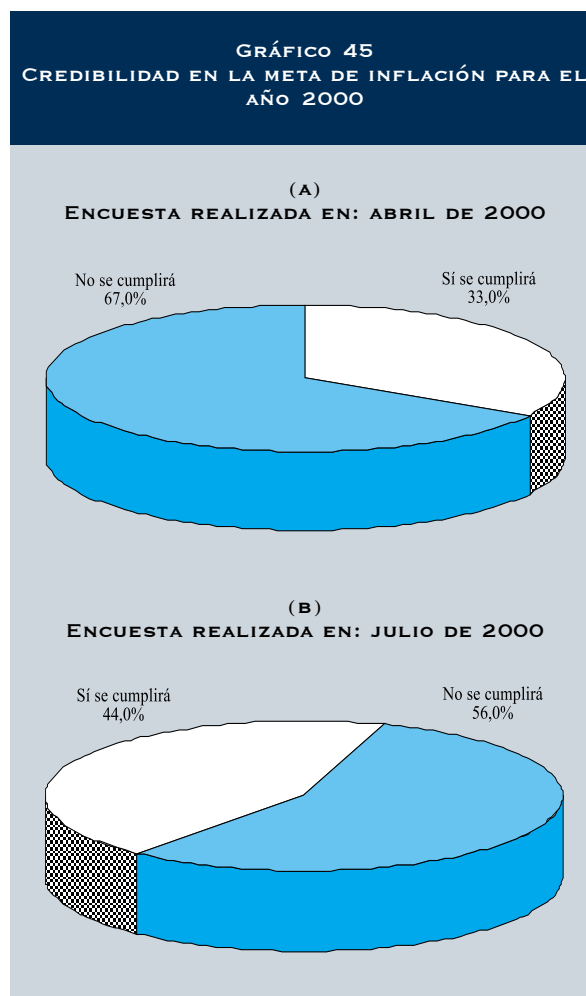
A continuación se presentan los principales resultados de la Encuesta de Expectativas realizada durante el pasado mes de julio por la Subgerencia de Estudios Económicos. Estos resultados reflejan estrictamente la opinión de los encuestados y no representan la opinión o posición del Banco de la República ni de la Junta Directiva sobre el comportamiento o las perspectivas de las variables comentadas. Las personas que respondieron la encuesta contaban con información de tasa de cambio, inflación, tasas de interés, monetaria, crecimiento del PIB disponibles al primer semestre del presente año.

### A. PRINCIPALES RESULTADOS

#### 1. Inflación

La primera pregunta de la encuesta tiene que ver con la credibilidad que tienen los agentes en la meta de inflación del 10,0% para el presente año. Mientras que en la encuesta realizada en el mes de abril el 33,0% de los encuestados creía que sí se cumpliría la meta y el 67,0% que no (Gráfico 45 A). En la encuesta realizada en julio, el 44,0% de los encuestados cree que la meta se cumplirá, en tanto que el 56,0% piensa que no (Gráfico 45 B). Como se puede entonces apreciar, la meta de inflación ha ganado credibilidad, muy seguramente gracias al comportamiento de esta variable durante los meses de junio y julio.

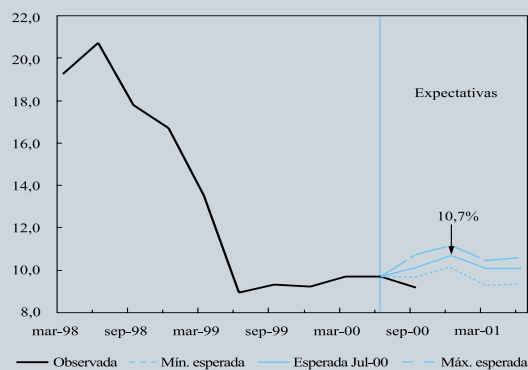
Los agentes encuestados en julio esperaban un repunte de la inflación hasta diciembre de 2000, tras lo cual dicha variable comenzaría a disminuir. A diciembre del presente año los agentes esperan una inflación en



promedio de 10,7% con un nivel máximo esperado de 11,2% y mínimo de 10,2% (Gráfico 46). Como se puede apreciar, la inflación observada a septiembre (9,2%) se ubicó por debajo del nivel mínimo esperado por los agentes para esta fecha en el mes de julio pasado (9,7%).

Los agentes revisaron a la baja sus expectativas con respecto a lo que habían respondido en la encuesta de abril. Las expectativas de inflación a diciembre del

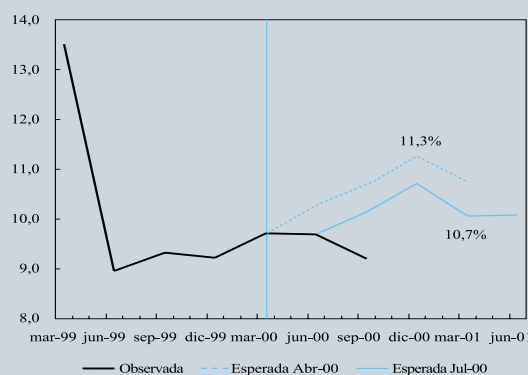
**GRÁFICO 46**  
**INFLACIÓN OBSERVADA Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN**  
**(A TRES, SEIS, NUEVE Y 12 MESES)**  
**(INFLACIÓN ANUAL)**



presente año disminuyeron en cerca de 0,6 puntos porcentuales entre la encuesta realizada en abril y la de julio. A esto, muy seguramente ha contribuido la reducción de la inflación observada durante los últimos meses (Gráfico 47).

Las expectativas de inflación discriminadas entre los agentes que en la primera pregunta respondieron que sí se cumplirá la meta de inflación de este año y los que no, se presentan en el (Gráfico 48). Los agentes que no creen en el cumplimiento de la meta esperan un nivel de inflación de 11,3%, y los que sí creen esperan que esta se sitúe en el 10,0%. La inflación observada a septiembre se ubicó por debajo del nivel esperado para esta variable por los agentes que sí creen en el cumplimiento de la meta para este año.

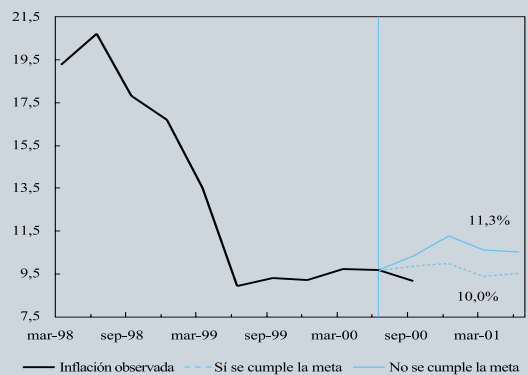
**GRÁFICO 47**  
**INFLACIÓN OBSERVADA Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN**  
**(A TRES, SEIS, NUEVE Y 12 MESES)**  
**(INFLACIÓN ANUAL)**



## 2. Incrementos salariales

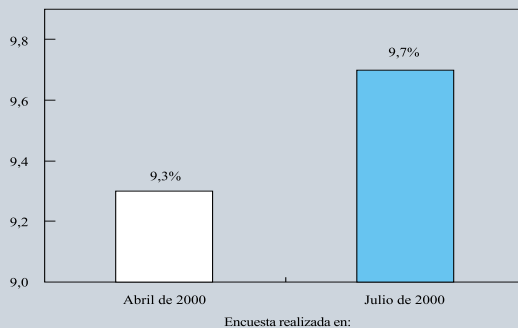
En los (Gráficos 49 A y 49 B) se presentan los niveles de incremento salarial para el presente año y el

**GRÁFICO 48**  
**EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN DISCRIMINADAS ENTRE QUIENES CREEN QUE SE CUMPLIRÁ Y QUIENES NO CREEN QUE SE CUMPLIRÁ LA META DE INFLACIÓN**

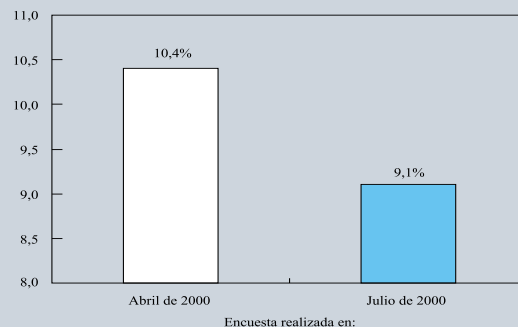


**GRÁFICO 49**  
**PORCENTAJE INCREMENTO SALARIAL**

**(A)**  
**PARA EL AÑO 2000**



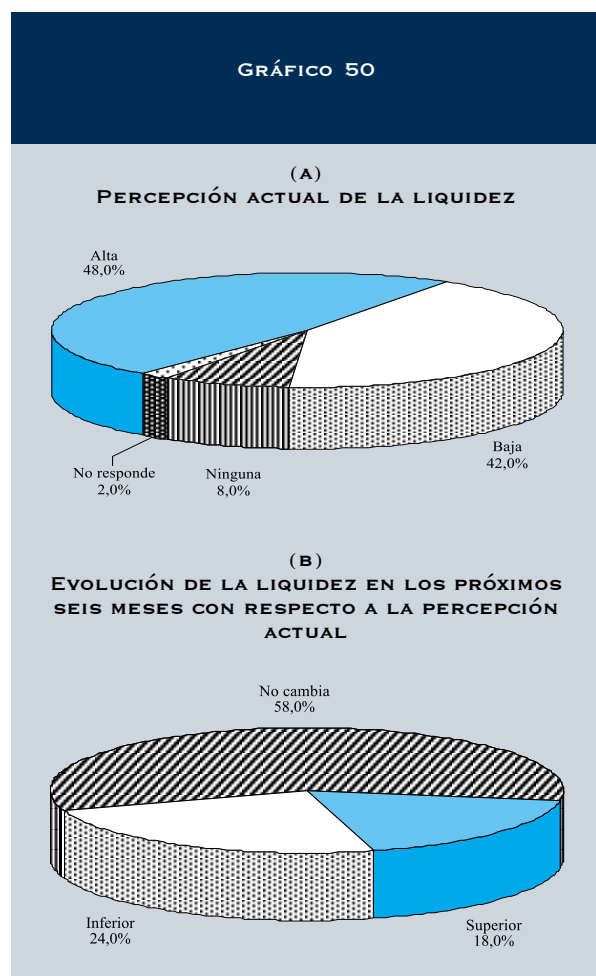
**(B)**  
**PARA EL AÑO 2000**



siguiente, respectivamente, reportados en la encuesta realizada en abril y en la de julio. El incremento salarial promedio para el presente año, reportado por la encuesta de julio es de 9,7% mientras que el que reportaron los agentes en abril era de 9,3%. Para el siguiente año los encuestados esperan que el incremento salarial sea de 9,1% según la encuesta de julio, inferior al que esperaban en abril, el cual fue de 10,4%.

### 3. Percepción sobre la liquidez y la disponibilidad de crédito

El 48,0% de los agentes percibe que la liquidez actualmente en la economía es alta, mientras que el 42,0% la percibe baja (Gráfico 50 A). Sobre la evolución de la liquidez en los próximos seis meses, el 58,0% cree que no cambiará, el 24,0% cree que será inferior y sólo el 18,0% piensa que esta será superior a los niveles percibidos actualmente (Gráfico 50 B).

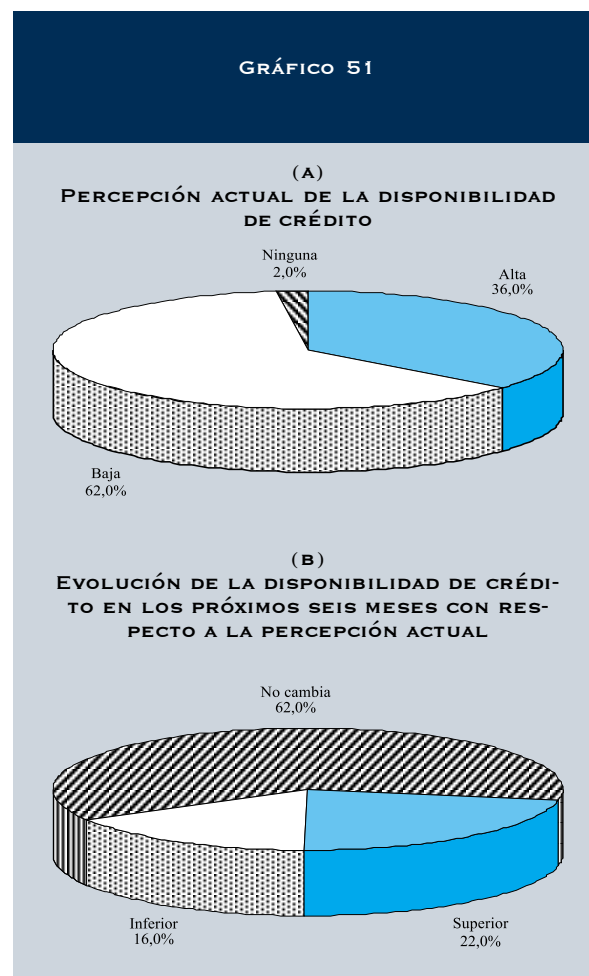


Acerca de la disponibilidad de crédito, actualmente, el 62,0% de los encuestados cree que es baja, y el 36,0% que es alta (Gráfico 51A). Sobre la evolución de esta variable en los próximos seis meses, el 62,0% cree que no cambiará, el 22,0% cree que será superior, y sólo el 16,0% percibe que será inferior a los niveles observados en la actualidad (Gráfico 52 B).

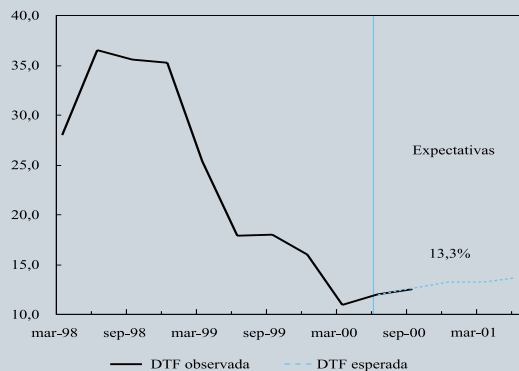
Tanto los resultados sobre la percepción de la liquidez presente y futura como la de disponibilidad de crédito no cambian significativamente entre las encuestas realizadas en abril y julio.

### 4. Tasa de interés y tasa de cambio

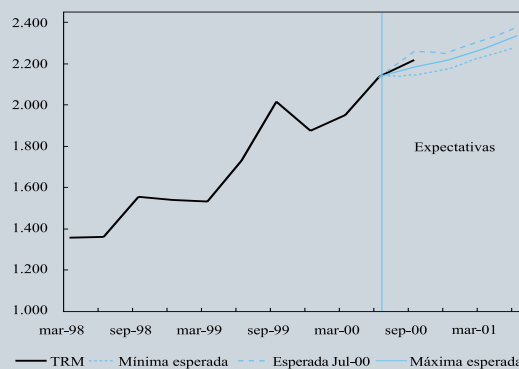
En materia de tasas de interés los agentes encuestados esperan un repunte muy leve de éstas en los próximos 12 meses. El valor promedio esperado para la DTF a diciembre del presente año es de 13,3%, muy similar al que se esperaba en la encuesta realizada



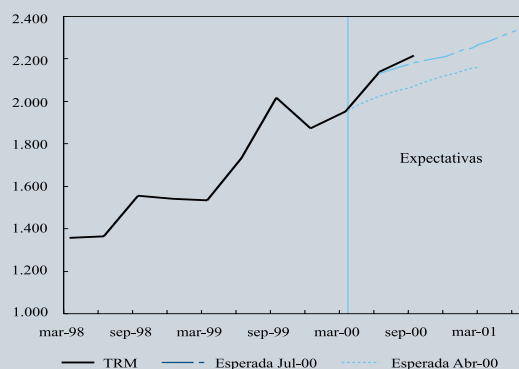
**GRÁFICO 52**  
**TASA DE INTERÉS (DTF) OBSERVADA Y ESPERADA**  
**(A TRES, SEIS, NUEVE Y 12 MESES)**  
**(TASA EFECTIVA ANUAL)**



**GRÁFICO 53**  
**TASA DE CAMBIO NOMINAL OBSERVADA Y ESPERADA**  
**(A TRES, SEIS, NUEVE Y 12 MESES)**  
**(PESOS POR DÓLAR)**



**GRÁFICO 54**  
**TASA DE CAMBIO NOMINAL OBSERVADA Y ESPERADA**  
**(A TRES, SEIS, NUEVE Y 12 MESES)**  
**(PESOS POR DÓLAR)**



en abril (Gráfico 52). La DTF se ubicó al cierre de septiembre en un nivel muy similar (12,9%) al esperado por los agentes en la encuesta realizada en julio (12,6%).

El valor esperado de la tasa de cambio al final del año es, en promedio, \$2.219 por dólar, lo que implicaría una devaluación nominal anual de aproximadamente 18,5% al finalizar el año (Gráfico 53). Cabe señalar que, tras la devaluación nominal ocurrida en los últimos tres meses, los agentes revisaron el nivel de la tasa de cambio que esperan para diciembre. Es así como en abril los agentes encuestados esperaban que la tasa de cambio terminara el año en \$2.127 por dólar. Lo que pareció darse en materia de expectativas de tasa de cambio para los próximos 12 meses es un efecto nivel, mas no un mayor ritmo de devaluación esperada (Gráfico 54). La tasa de cambio nominal se ubicó al cierre de septiembre en \$2.212 por dólar, nivel que está por encima del valor promedio esperado para esta variable por los agentes en la encuesta de julio (\$2.182 por dólar).

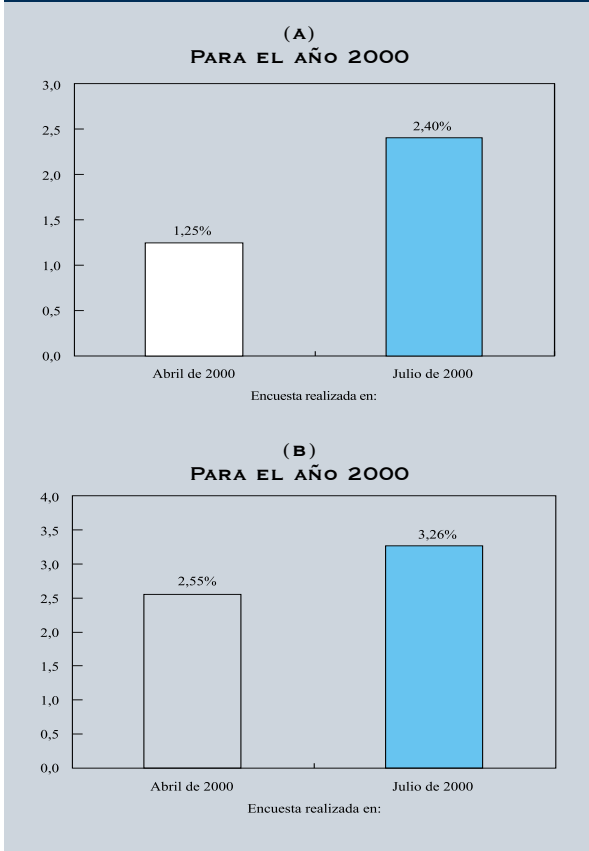
## 5. Crecimiento y empleo

En materia de crecimiento económico los agentes fueron más optimistas en la encuesta de julio, que de la efectuada en abril. El crecimiento del PIB esperado para este año es de 2,4% en promedio, con un mínimo de 1,9% y un máximo de 3,0%. En la encuesta realizada en abril, los agentes esperaban un crecimiento económico para 2000 de 1,3%. Con respecto al esperado para el siguiente año las expectativas también aumentaron. Mientras en abril se esperaba un crecimiento promedio de 2,6% para 2001, esta cifra se elevó en la encuesta de julio a 3,3% con un nivel mínimo esperado de 2,6% y máximo de 3,8% (Gráfico 55 A y B).

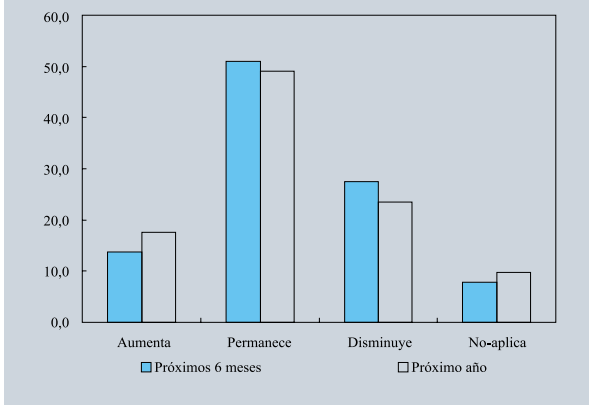
Las expectativas sobre la evolución de la planta de personal en las empresas son menos optimistas. El 51,0% de los agentes respondió que la planta de personal de su empresa se mantendrá constante en los próximos seis meses, el 27,5% cree que disminuirá, y tan sólo el 13,7% contestó que aumentará. En un horizonte un poco más largo (un año) las cifras son

levemente más optimistas. El 49,0% respondió que la planta de personal permanecerá constante, el 17,6% que disminuirá y el 23,5% que aumentará (Gráfico 56).

**GRÁFICO 55**  
CRECIMIENTO ESPERADO DEL PIB  
(TASA DE CRECIMIENTO)



**GRÁFICO 56**  
EVOLUCIÓN DE LA PLANTA DE PERSONAL DE LAS EMPRESAS EN DIFERENTES HORIZONTES DE TIEMPO  
(PORCENTAJE)



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

A continuación, se presentan algunas proyecciones de inflación y crecimiento para el presente año y para 2001 que hacen algunos bancos de inversión, calificadoras de riesgo y analistas locales para la economía colombiana. Como se puede apreciar en el Cuadro 10, la inflación promedio esperada por el conjunto de analistas locales y extranjeros es de 9,9% para 2000 y 2001. En materia de crecimiento económico, los pronósticos apuntan a una tasa de 2,9% para el presente año y de 3,1% para 2001.

Si se comparan estas proyecciones con las presentadas en el trimestre anterior, se nota una reducción de la inflación esperada para el presente año y un ligero aumento de las expectativas de crecimiento. Para el siguiente año, por el contrario, las proyecciones de inflación aumentan y también lo hacen las de crecimiento del producto.

**CUADRO 10**  
PROYECCIONES DE BANCOS DE INVERSIÓN, CALIFICADORAS DE RIESGO Y ANALISTAS LOCALES

	Inflación 2000	Crecimiento 2000	Inflación 2001	Crecimiento 2001
Deutsche Bank	9,4	3,1	9,4	2,5
ING Barings	9,5	2,8	8,5	3,2
Goldman Sachs	9,9	2,7	-	-
WEFA	12,0	3,1	-	-
Salomón Smith Barney	10,0	3,0	8,6	4,5
J. P. Morgan	9,3	3,1	8,6	3,0
Banco Santander	10,5	1,9	11,0	2,2
<b>Promedio externo</b>	10,1	2,8	9,2	3,1
ANIF	9,8	2,8	8,5	2,5
Fedesarrollo	10,0	3,0	12,0	3,0
Fabio Sánchez	9,5	3,3	9,0	4,0
Hugo López	9,5	3,0	8,8	3,8
Javier Fernández Steiner &	9,7	2,5	11,1	2,5
Carrasquilla	10,0	3,0	15,0	3,5(*)
<b>Promedio locales</b>	9,8	2,9	10,7	3,2
<b>Promedio total</b>	9,9	2,9	9,9	3,1

(\*) Dato promedio.

Fuente: Empresas calificadoras de riesgo, bancos de inversión y revista Dinero.

## IV

### CONTEXTO INTERNACIONAL

#### A. ASPECTOS GENERALES

En la actualidad el Fondo Monetario Internacional (FMI) proyecta un crecimiento del PIB mundial de 4,7% para 2000 y de 4,2% para 2001 (Cuadro 11). Se espera que la mayoría de las regiones del mundo crezca a un buen ritmo, especialmente impulsada por la continua expansión económica de los Estados Unidos y por la consolidación de la recuperación en la Unión Europea (UE) y el Japón (Cuadro 11). Sin embargo, a pesar de estas proyecciones alentadoras, permanecen latentes ciertos riesgos: en primer lugar, el aumento en los precios del petróleo con sus consecuencias negativas tanto en la inflación como en la actividad económica global. Igualmente, los desbalances económicos y financieros en los Estados Unidos, Japón y otras regiones importantes que pueden llegar a promover inestabilidad en los mercados financieros.

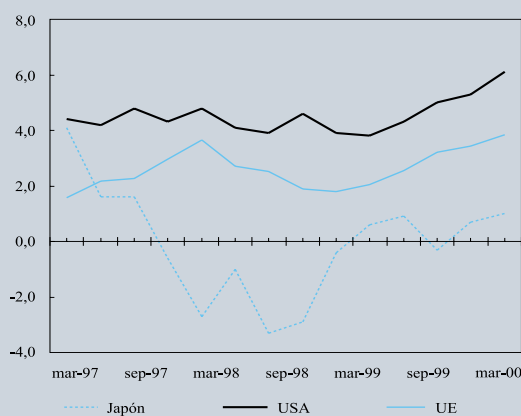
Las proyecciones más recientes sobre la economía de los Estados Unidos, indican que esta crecerá para 2000 a una tasa de 5,2%. Si se tiene en cuenta que el crecimiento del PIB en el primero y segundo trimestres del año fue de 5,3% y 6,1%, (Gráfico 57) respectivamente, dicha proyección estaría indicando un menor ritmo de crecimiento económico para el segundo semestre del año. El comportamiento reciente de varios indicadores de actividad económica respalda estas previsiones. Es así como la producción manufacturera muestra una desaceleración en su crecimiento para el mes de agosto, al mismo tiempo que la demanda por el seguro de desempleo ha aumentado marginalmente en las últimas semanas.

**CUADRO 11**  
TASA DE CRECIMIENTO ANUAL Y PRONÓSTICOS  
PARA LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS  
SOCIOS COMERCIALES DE COLOMBIA

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

(\*) Pronósticos a diciembre.  
Fuente: CEPAL, *The Economist*, FMI.

**GRÁFICO 57**  
TASA DE CRECIMIENTO ANUAL: JAPÓN, USA Y UE  
1997:3-2000:6  
(PORCENTAJE)



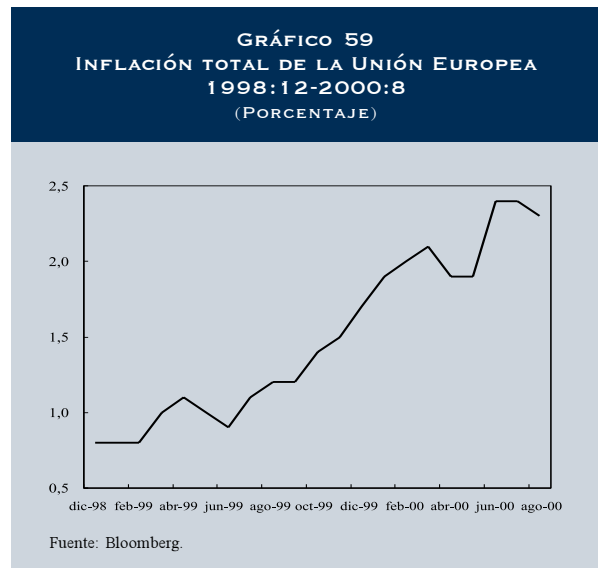
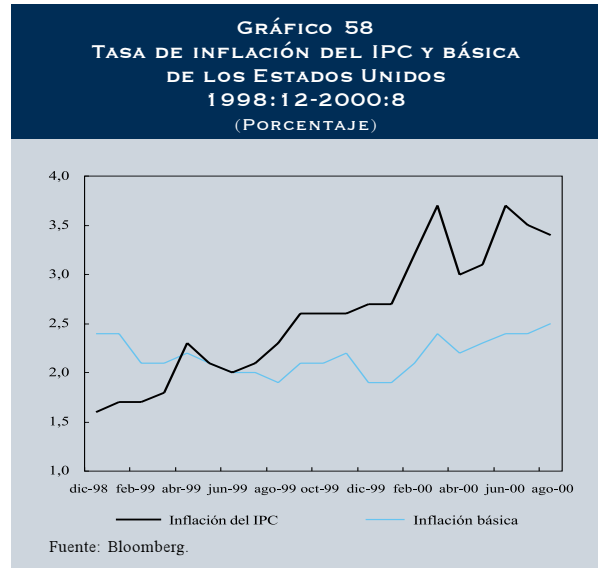
Fuente: Bloomberg.

En este mismo país, la inflación en agosto del presente año alcanzó el 3,4%, cifra significativamente mayor que la observada en igual mes del año pasado (2,3%). Para finales del año, se espera que la inflación sea del 3,2%. Adicionalmente, la inflación básica anual también se ha acelerado, pasando de 1,9% en agosto de 1999, a 2,5% en igual mes del presente año (Gráfico 58).

A pesar de lo anterior, la intervención del Federal Reserve Board (Fed) para controlar un posible repunte de la inflación no parece factible en los próximos meses por varias razones: en primer lugar, por los signos de desaceleración de la economía que se han observado durante el tercer trimestre; en segundo lugar, porque el aumento en los costos laborales se sigue contrarrestando por la aceleración en el crecimiento de la productividad y por último, por la incertidumbre que generan las elecciones presidenciales de noviembre, la cual, tradicionalmente ha desestimulado la intervención del Fed. Las últimas declaraciones de la autoridad monetaria norteamericana, parecen respaldar la anterior apreciación, pues estas no han hecho hincapié en las presiones inflacionarias y por el contrario, se han concentrado en la naturaleza de la desaceleración económica reciente y en el importante papel que sigue jugando el crecimiento de la productividad en la estabilidad de precios.

En cuanto a los países de la UE, el crecimiento registrado para el segundo trimestre del año alcanzó una tasa anual del 3,8%, completando así un año de crecimientos positivos trimestrales en el rango de 0,9% y 1,0%. Durante el segundo trimestre del año, el crecimiento se sustentó, esencialmente, en el consumo privado, el cual se incrementó a una tasa anual de 4,2%, cifra superior a la registrada en trimestres anteriores. En este mismo período, el crecimiento anual del gasto en inversión fue nulo mientras que el del comercio internacional fue de -3,1%.

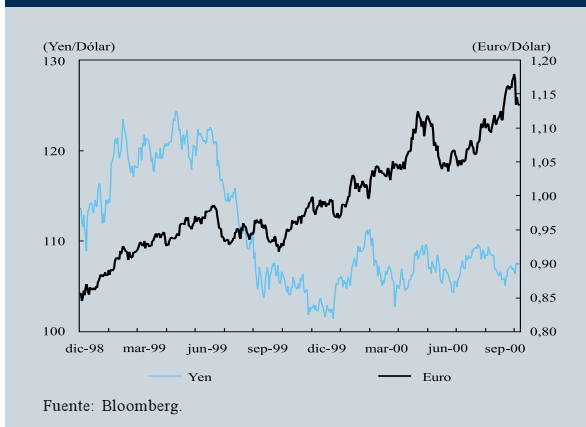
En materia de inflación, las perspectivas para esta región no son muy claras. La inflación en la UE descendió a 2,3% en agosto, como se esperaba, gracias a que el incremento en los precios del petróleo



fue contrarrestando por la caída en los precios de los alimentos, mientras que la inflación básica anual permaneció estable en 1,3%. Sin embargo, para septiembre, se espera un repunte de la inflación del IPC y básica como consecuencia tanto de la devaluación del euro como de los mayores precios del petróleo (Gráfico 59).

Gran parte de la incertidumbre que rodea el escenario inflacionario de la UE se deriva del comportamiento del euro. Como se observa en el Gráfico 60, durante el pasado trimestre la moneda europea sufrió una fuerte devaluación, situándose en su nivel más bajo desde enero de 1999 (0,84 dólares). A pesar de esto, la mayoría de las autoridades y analistas económicos de la

**GRÁFICO 60**  
**EVOLUCIÓN DEL YEN Y EL EURO FRENTE AL DÓLAR**  
1998:12-2000:9



región coincide en afirmar que el comportamiento reciente de esta moneda obedece a una sobrereacción temporal del mercado y no a los fundamentales de la economía.

Para frenar futuras presiones inflacionarias, especialmente provenientes de la mayor devaluación, el pasado 31 de agosto el Banco Central Europeo (BCE) aumentó la tasa de interés en 25 puntos básicos (pb), ubicándola así en 4,5%. En vista de que esta medida no detuvo la tendencia devaluacionista del euro, hacia finales de septiembre, el BCE en coordinación con las autoridades monetarias del G-7, decidió intervenir directamente el mercado cambiario. Gracias a esta acción conjunta, el euro se revaluó cerca del 5,0%.

En opinión de diversos analistas, el BCE enfrenta en la actualidad una encrucijada. Por un lado, la efectividad de la medida de intervención en el mercado de divisas en el mediano plazo puede quedar en entredicho de no acompañarse con un incremento en la tasa de interés. Pero, por otro lado, dado el actual entorno económico, caracterizado por un mayor dinamismo de la economía norteamericana que la hace más atractiva a los inversionistas que la europea, una subida en la tasa de interés afectaría la confianza que tiene el mercado en la solidez de la economía europea, y debilitaría aún más el euro.

Adicionalmente, conviene señalar que la economía europea en la actualidad parece ser más vulnerable que otras economías al incremento en el precio del petróleo. Esto obedece tanto a lo incipiente de su actual recuperación económica, como a la devaluación del euro y a la mayor tasa de interés que ello ha implicado. Esta vulnerabilidad se ha empezado a reflejar en el comportamiento de algunos indicadores que permiten medir el nivel de incertidumbre del mercado. Tal es el caso del índice de confianza de los consumidores, el cual, para agosto, reportó una caída tanto en las ventas de automóviles como en las ventas al por menor.

En Japón, el PIB registró una tasa de crecimiento anual para el primer semestre del año cercana al 4,0%, sustentada principalmente por el gran dinamismo de la inversión pública, y en menor medida, por el buen comportamiento del consumo privado y el comercio internacional. El buen desempeño de estos sectores pudo compensar fácilmente la caída de la inversión privada y residencial. La noticia más destacada en este país en recientes meses, tiene que ver con la decisión del Banco del Japón de cambiar su controvertida política de tasa de interés nula al aumentarla a 0,25%. Sin embargo, este cambio en la postura de la política repercutió escasamente en las demás tasas de interés al haber sido anticipada por el mercado.

Por su parte, América Latina continúa con su proceso de recuperación, tanto así que el FMI ha cambiado su estimativo del crecimiento promedio de la región de 4,0% a 4,3% para finales del año. En cuanto a la inflación, esta misma entidad espera que la región exhiba una tasa anual promedio de 10,0%. Los factores que impulsaron el crecimiento de la región durante el segundo trimestre siguieron siendo el positivo comportamiento de las exportaciones y la recuperación de la confianza de los consumidores en la situación económica futura.

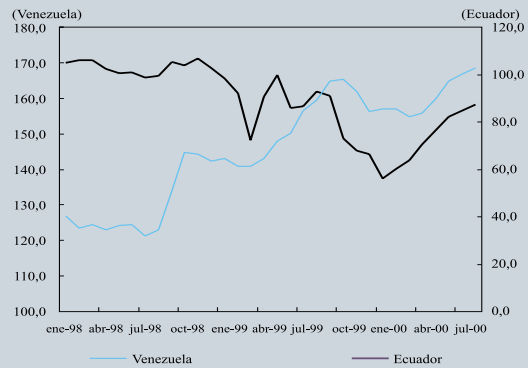
A pesar de estas buenas noticias para la región a nivel general, cabe hacer la aclaración de que hay fundamentales diferencias entre países. Es así como, México, Brasil y Chile muestran una recuperación más fuerte

que los demás países, que se explica por las menores dosis de incertidumbre política que actualmente exhiben, y por haber adoptado oportunamente políticas macroeconómicas prudentes que incluyen la adopción de regímenes de meta de inflación y la corrección de los desequilibrios fiscales y externos. Para 2000, se espera que las tasas de crecimiento anuales de estas economías sean 6,5%, 4,0% y 6,0% respectivamente. En el caso de México, su alto ritmo de crecimiento continúa siendo explicado por el dinamismo de la economía estadounidense.

En cuanto a la Argentina, a pesar de que se continuó satisfactoriamente con el ajuste de sus cuentas fiscales, para el segundo trimestre de 2000 se reportó un crecimiento anual de apenas 0,8%, el cual confirma que la economía aún no se recupera totalmente de la recesión que sufrió el año pasado. Así mismo, las exportaciones de bienes y servicios de este país se incrementaron en apenas 2,4%, una tasa particularmente pequeña al considerar la recuperación de la demanda global. Por otra parte, los agentes económicos tampoco muestran la confianza suficiente para ayudar a reactivar la economía, a juzgar por los índices de confianza que continúan mostrando una tendencia recesiva.

Por último, en la región andina, la incertidumbre política por la que atraviesan, en mayor o menor grado todos estos países, siembra dudas acerca de sus posibilidades de crecimiento en el largo plazo. Sin embargo, en los últimos meses, se siguieron observando signos importantes de recuperación. Tal es el caso del Ecuador, uno de los principales socios comerciales de Colombia, donde los esfuerzos del gobierno por promover una estabilidad monetaria a través de la dolarización y del fortalecimiento de las cuentas fiscales, además de la reestructuración del sistema financiero, parecen estar dando buenos resultados. Se espera que el PIB ecuatoriano para la segunda mitad de este año crezca a una tasa anual de 0,5% frente a la contracción de 9,4% que experimentó en 1999. De igual manera, en Venezuela se prevé un incremento anual del producto entre el 2,0% y el 3,0%, al mismo tiempo que los principales indicadores de crecimiento parecen estar señalando

**GRÁFICO 61**  
**ÍNDICE DE LA TASA DE CAMBIO REAL**  
**COLOMBIA-VENEZUELA Y COLOMBIA-ECUADOR**  
**1998:1-2000:8**



Fuente: Bloomberg.

una reactivación de la economía. Adicionalmente, gracias a la subida en los precios del petróleo, este país está obteniendo beneficios fiscales extraordinarios.

Dado este avance y el comportamiento de las economías desarrolladas, el crecimiento global ponderado por volumen de comercio exterior colombiano se espera sea del 4,2% para el final de 2000, marginalmente superior al 4,0% que se estimó en el Informe sobre Inflación anterior y muy superior a lo observado en 1999 (1,3%). Esta situación, unida a la devaluación real de la economía colombiana frente a la venezolana y ecuatoriana, favorece el aumento de las exportaciones colombianas, por lo menos, en el corto plazo (Gráfico 61).

## B. PRECIOS DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS

Los precios internacionales de los productos básicos influyen los precios al consumidor en Colombia a través de la importación directa de esos bienes para el consumo (por ejemplo, frijol) o indirectamente como insumo en la producción de bienes finales (granos y petróleo). Adicionalmente, los precios internacionales de algunos bienes básicos exportados por Colombia, como el petróleo y el café, inciden significativamente sus balances externo y fiscal. En la

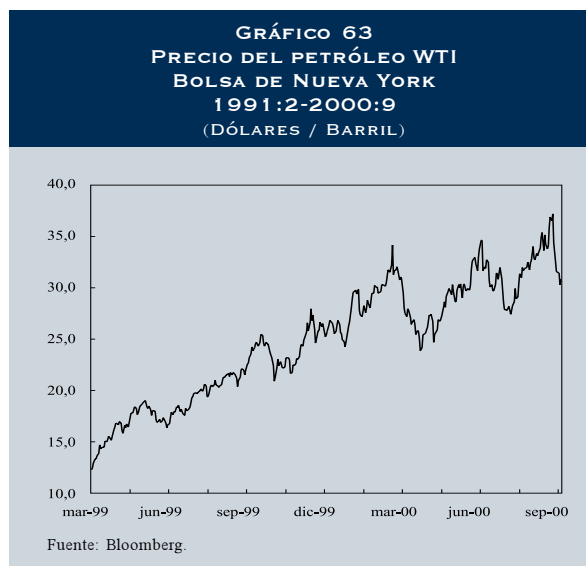
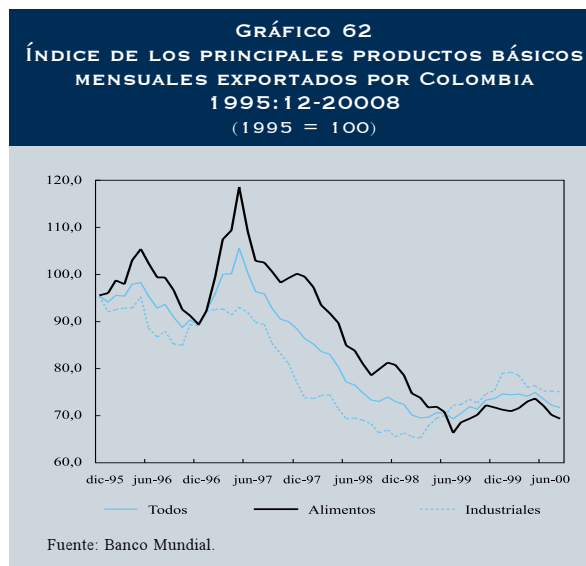
medida que los precios internacionales de los productos básicos afectan los precios al consumidor y los balances macroeconómicos del país, su comportamiento es un determinante importante de la inflación, la estabilidad cambiaria y el crecimiento económico de corto plazo.

Los precios de los productos básicos, diferentes de petróleo, disminuyeron considerablemente entre mediados de 1997 y mediados del año anterior (Gráfico 62). Esa caída contribuyó a la disminución de las presiones inflacionarias en Colombia y otros países. En el segundo semestre de 1999 los precios internacionales de los productos básicos aumentaron un poco (6,2%), y en lo corrido del presente año han bajado de nuevo. En efecto, el índice del total de productos básicos expuestos por *The Economist* disminuyó 3,7% entre marzo y agosto pasados. A pesar de ello, el índice se encontraba en agosto 1,8% por encima de su nivel un año antes.

El descenso de los precios internacionales de los productos básicos a partir del pasado mes de marzo se registró principalmente en los productos de uso industrial (agrícolas diferentes de alimentos e industriales). El sub-índice de industriales en *The Economist* mostró una caída de 2,1% entre marzo y la primera semana de septiembre, y el índice se situó en esta misma fecha 2,8% por debajo del observado en septiembre del año anterior. Por su parte, el índice de precios de los alimentos aumentó cerca de 4,0% entre febrero y mayo, y a partir de entonces ha merjado de nuevo para situarse en un nivel inferior al que tenía al comenzar este año. Si el precio internacional de los productos básicos se mantiene en el actual nivel durante lo que resta del año, se registrará una caída de 2,5% en 2000 respecto a 1999.

## 1. Petróleo

En marzo pasado la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) definió un mecanismo para estabilizar el precio internacional del petróleo, según este mecanismo la OPEP aumentaría su producción diaria en 500.000 barriles si el precio promedio del crudo superaba, por un período superior a



20 días, los US\$28 por barril, y la reduciría en igual volumen si el precio se situaba por debajo de US\$22. No obstante lo anterior, el precio del petróleo continuó su tendencia al alza y a comienzos del mes de septiembre alcanzó US\$37 por barril, el nivel más alto desde la guerra del Golfo en 1990 (Gráfico 63).

Este último incremento en el precio del petróleo ha sido atribuido a los temores de una posible escasez del crudo asociados a las amenazas de Iraq de suspender las exportaciones de petróleo<sup>11</sup> y a los nuevos

<sup>11</sup> Se estima que Iraq tiene una capacidad de producción de 2,8 millones de barriles por día, es decir, alrededor de 4,0% de la producción mundial de petróleo.

enfrentamientos verbales entre autoridades de ese país y Kuwait. Adicionalmente, se considera que en los países europeos y en los Estados Unidos el abastecimiento actual del combustible empleado en la calefacción es insuficiente para responder a una demanda creciente por la proximidad del invierno.

Según algunos analistas (por ejemplo, *The Economist*) el impacto económico del actual incremento del precio internacional del petróleo en los países industrializados importadores de crudo muy probablemente será inferior al registrado en los años 70 y durante la guerra del Golfo. En efecto, para un gran número de países, y en especial los Estados Unidos, la participación del petróleo dentro de la actividad económica se redujo por el uso de otros combustibles y por el aumento de la participación de los servicios en el PIB total. En contraste, la producción y los precios de algunos países emergentes importadores de petróleo puede verse seriamente afectada debido a un desarrollo industrial intensivo en el uso de petróleo.

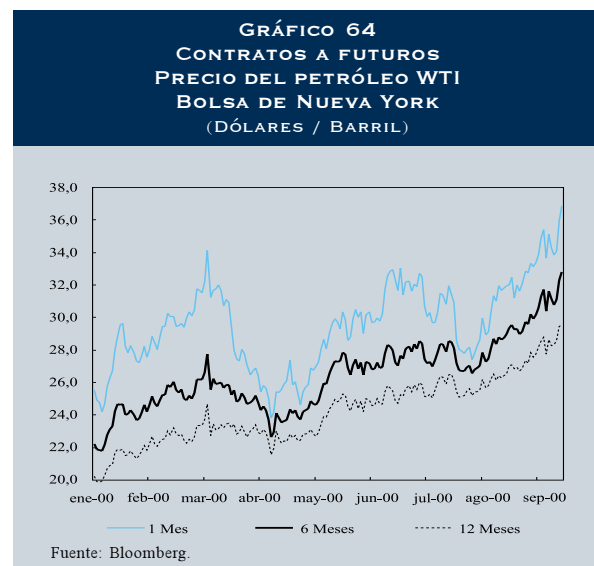
En América Latina, los países que más podrían verse afectados negativamente son Brasil y Chile, altamente dependientes de las importaciones de crudo. Por el contrario, las economías exportadoras de petróleo de la región como Colombia, Venezuela, México y Ecuador se verán favorecidas en la medida en que vean incrementados sus ingresos fiscales y mejoradas sus cuentas externas.

Con el fin de responder ante las presiones internacionales para disminuir el riesgo de efectos inflacionarios y recesivos en la economía mundial, el pasado 10 de septiembre la OPEP acordó aumentar la producción diaria de petróleo a partir del 1 de octubre en 800.000 barriles. Debido a que el transporte del combustible desde el Medio Oriente hasta los Estados Unidos, y su refinamiento, toma, por lo menos, 10 semanas, la velocidad de respuesta del precio internacional del petróleo ante esta medida puede ser lenta, y de hecho, difícilmente podría evitar un incremento adicional del precio del combustible para calefacción y de la gasolina en los próximos meses de no existir medidas adicionales. Previendo esto último, el pasado 22 de septiembre los Estados

Unidos decidió liberar 30 millones de barriles de sus reservas estratégicas, por un período de 30 días. Con esta medida se espera que el precio del petróleo baje un poco en el último trimestre acercándose a los US\$30 por barril. De hecho, ya durante la primera semana de ser adoptada la medida, el precio había descendido a esos niveles.

Las presiones actuales sobre el precio del petróleo, probablemente, disminuirán en los primeros meses de 2001 cuando el invierno termine y comiencen a ser plenamente efectivas las medidas dispuestas por la OPEP y los Estados Unidos. Por esto, se espera que el precio por barril en 2001 se sitúe, en promedio, en US\$25.

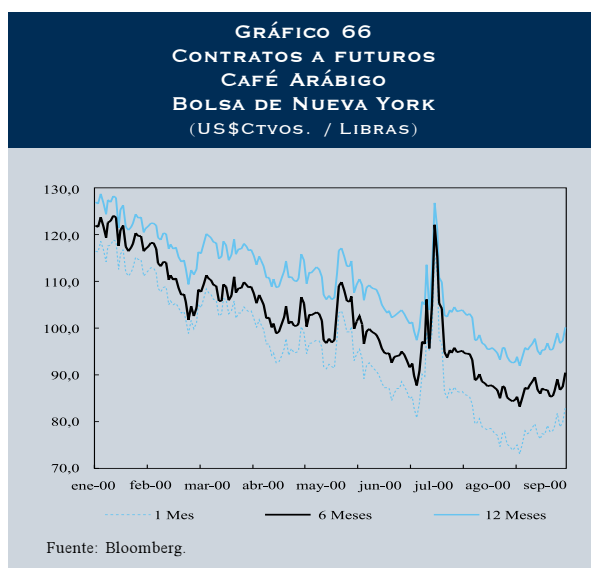
El incremento en el precio del petróleo durante buena parte del tercer trimestre y su importante descenso en la última semana de septiembre, se ha visto reflejado en el comportamiento de los precios de los contratos a futuro en la Bolsa de Nueva York (Gráfico 64). Estos precios habían presentado un repunte significativo hasta septiembre, lo cual indicaba la gran incertidumbre de los agentes económicos ante la disponibilidad de crudo en lo que resta del año. Sin embargo, con el anuncio de los Estados Unidos parece haber mejorado las posibilidades de tener un mercado abastecido. Así, los contratos a uno, seis y 12 meses, que habían cerrado en niveles altos el 18 de septiembre -US\$36.8, US\$32.8 y US\$29.5 por barril, respectivamente- se redujeron significativa-



mente una semana después. Al cierre del trimestre, estos contratos se cotizaban a U\$30.8, U\$29.8 y U\$27.9, respectivamente. En cualquier caso, los contratos a seis y 12 meses sugieren que para el próximo año el mercado espera precios inferiores a los observados durante gran parte de este año.

## 2. Café

El precio internacional del café ha presentado una fuerte baja en lo corrido del año, en comparación con el precio promedio registrado en diciembre de 1999. La cotización del café colombiano para septiembre fue de US\$90 centavos/libra, mientras que en diciembre de 1999 era de US\$140 centavos/libra



(Gráfico 65). La misma tendencia se ha presentado en los precios de los contratos a futuro (Gráfico 66). La caída en el precio registrada en este último trimestre se atribuye, principalmente, a los incrementos de los inventarios de café en los países consumidores, especialmente los Estados Unidos, y a la menor demanda causada por la temporada de verano.

Con el propósito de ubicar los precios entre US\$95 centavos/libra y US\$105 centavos/libra, a partir de junio del presente año la Asociación de Países Productores de Café (APPC) dio marcha al “Plan de Retención del Café”, según el cual se reducen las exportaciones del grano en un 20,0% si el precio se ubica por debajo de US\$95 centavos/libra. Según este acuerdo, Brasil decidió retener seis millones de sacos entre julio de 2000 y julio de 2001 (tres millones más de lo planeado inicialmente) mientras que Colombia fijó la retención, para lo que resta del año, en un millón de sacos. Cabe señalar que las exportaciones de café colombiano, para el último trimestre, se proyectan en 3,1 millones de sacos. Con estas políticas de retención se espera reducir los inventarios de los países consumidores, los cuales se encuentran en niveles considerablemente altos con relación al año anterior. La recuperación del precio del grano está sujeta a una reducción de estos inventarios, lo cual implica que los resultados del Plan de Retención sólo se verán en enero o febrero de 2001. Esto significa que el precio del café probablemente se mantendrá en el último trimestre de 2000 por debajo de US\$95 centavos/libra.

## C. PANORAMA FINANCIERO

Durante el tercer trimestre del año, el panorama financiero ha continuado fuertemente influenciado por las expectativas acerca del comportamiento de la economía mundial, en especial, la de los Estados Unidos. La economía americana parecería, finalmente, estar creciendo dentro de sus posibilidades, factor que ha ayudado a disminuir las expectativas de un alza en las tasas de interés por parte del Fed. Esta

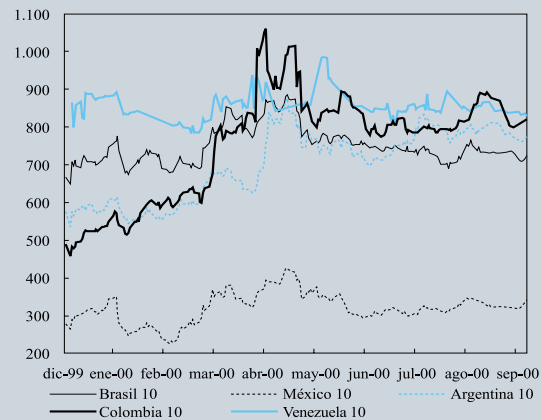
situación tendió a estabilizar los *spreads* de la deuda soberana latinoamericana a 10 y 30 años durante buena parte del trimestre. También ha contribuido a esta tendencia la confianza de los inversionistas en el cumplimiento de las medidas económicas y a los resultados alentadores mostrados en lo corrido del año por la mayoría de los países latinoamericanos.

Sin embargo, el reciente comportamiento del euro y el de los precios del petróleo (véanse las dos secciones anteriores) han aumentado la incertidumbre acerca del crecimiento económico global. Este hecho, unido a la gran sensibilidad de los inversionistas ante cualquier suceso que posiblemente atente contra la estabilidad política latinoamericana, indujo un ligero incremento de los *spreads* de la deuda soberana para varios países de la región en agosto, el cual se tendió a revertir hacia el cierre del trimestre (gráficos 67 y 68).

En el caso colombiano, además de los factores antes mencionados, la cancelación del proceso de privatización de la Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá propició también el momentáneo incremento de los *spreads* de la deuda soberana a 10 y 30 años en las últimas semanas de septiembre. Aún así, los niveles promedios del tercer trimestre fueron inferiores a los registrados para finales del segundo trimestre. El *spread* de la deuda soberana a 10 años se ubicó, en promedio, en los 780,9 pb, 44 pb por debajo del promedio del trimestre anterior.

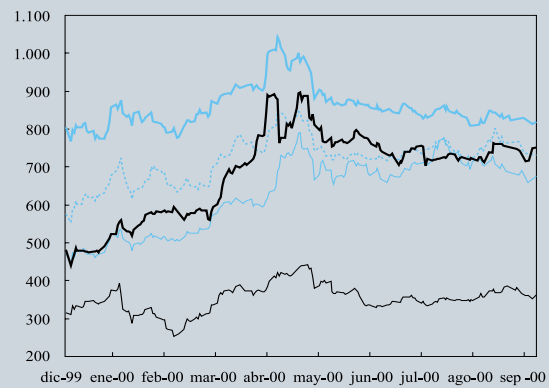
De igual manera, el promedio del *spread* a 30 años exhibió una caída de 41 pb en los últimos tres meses, siendo el promedio trimestral para el *spread* del país 736,4 pb<sup>12</sup>.

**GRÁFICO 67**  
**SPREADS DE LA DEUDA LATINOAMERICANA A 10 AÑOS**  
(PUNTOS BÁSICOS SOBRE EL BONO DEL TESORO AMERICANO A 10 AÑOS)



Fuente: Bloomberg.

**GRÁFICO 68**  
**SPREADS DE LA DEUDA LATINOAMERICANA A 30 AÑOS**  
(PUNTOS BÁSICOS SOBRE EL BONO DEL TESORO AMERICANO A 30 AÑOS)



Fuente: Bloomberg.

<sup>12</sup> El apoyo del FMI y el Banco Mundial al gobierno colombiano en Praga, así como la confianza de la venta de Carbocol fueron factores claves que, en su momento, contribuyeron a que el incremento de los *spreads* fuese relativamente pequeño y momentáneo.

## PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN

---

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

---

Las actuales proyecciones presentan las perspectivas de inflación para los años 2000 y 2001, con base en la información disponible en materia de precios a septiembre. Frente a las proyecciones expuestas en el Informe anterior, las actuales contemplan algunos ajustes a varios de los supuestos utilizados en los modelos de proyección del Banco de la República. Entre ellos, vale la pena señalar la mayor estabilidad prevista para el mercado cambiario en los últimos meses de 2000 y durante 2001, como consecuencia del mejor desempeño de la balanza de pagos y del actual nivel de acumulación de reservas internacionales. Igualmente, en esta oportunidad se espera un mejor desempeño de los precios de alimentos en lo que resta del año, teniendo en cuenta los bajos reajustes registrados por ellos en los meses recientes que indican un buen comportamiento de la oferta agrícola. Para este Informe también se modificó el supuesto de crecimiento de la base monetaria, al introducir la línea de referencia de la base contemplada por la nueva estrategia de política monetaria. Esta línea de referencia resulta ser aproximadamente superior en 7,0% al centro del corredor de base monetaria definido a finales del año anterior. En cualquier caso, el crecimiento de los agregados monetarios contemplado en los modelos sigue siendo acorde con las metas de inflación fijadas por el Banco de la República para 2000 y 2001. En materia de crecimiento, los diversos modelos estadísticos utilizados por el

Banco de la República suponen que durante el año 2000 la economía entrará en una fase de recuperación con un crecimiento positivo de 3,0%, el cual se acelerará durante 2001 (3,8%). Este crecimiento implica que durante el cuarto trimestre de 2000 y buena parte de 2001 se mantienen niveles importantes de capacidad instalada sin utilizar en varias ramas de la producción. Por último, el comportamiento de los precios de los bienes importados corresponde a la devaluación prevista para este año y el próximo y a la inflación externa esperada.

Con base en estos supuestos, los modelos de series de tiempo y estructurales siguen mostrando que la inflación al finalizar el año 2000 se situaría en un rango entre el 8,5% y el 10,0%, aunque la probabilidad de que la misma se encuentre más cerca del punto medio de este intervalo que del techo se ha incrementado respecto a los pronósticos efectuados hace tres meses. Para el año siguiente, como es natural, los modelos registran una mayor dispersión y sitúan la inflación a diciembre en un rango entre 7,0% y 9,5%, el cual resulta más bajo que el pronosticado en junio. La combinación de las proyecciones de los diferentes modelos, que ha resultado ser un buen predictor de la inflación en períodos mayores a un año da una inflación de 8,1% para el año 2001. En cualquier caso, conviene tener presente que estos modelos de naturaleza econométrica tienden a sobrestimar la inflación en horizontes largos, dado que difícilmente pueden incorporar el pronunciado quiebre de la inflación registrado en Colombia en el último año y por lo tanto, tienden a replicar los niveles observados con anterioridad a este.

---

## B. RIESGOS PARA 2001

---

En la actualidad se pueden anticipar varios riesgos sobre la inflación del próximo año. El primero de ellos guarda relación con la incertidumbre que existe acerca de las tendencias futuras del precio internacional del petróleo. Si bien el incremento en el precio de los combustibles no tiene gran incidencia directa en la inflación al consumidor, sus efectos indirectos sí son significativos por cuanto afectan segmentos importantes de la canasta familiar como el de transporte y además, porque condicionan en algún grado la formación de expectativas de inflación. Para el próximo año, se espera una reducción de los precios internacionales que, de suceder, puede contribuir a reducir la inflación. Sin embargo, como los acontecimientos de las últimas semanas lo demuestran, el mercado del crudo está sometido a sobresaltos de diversa índole que mantienen latente la posibilidad de precios similares o incluso mayores que los observados en la actualidad. En este último caso, debería esperarse un incremento adicional de los precios al consumidor frente al previsto.

Otro factor de riesgo hace referencia al posible comportamiento del precio de los alimentos. Los

precios de estos bienes son una variable que determina en buena parte las tendencias de corto plazo de la inflación en Colombia, dado el peso que ellos tienen dentro del IPC. Su gran volatilidad, sin embargo, hace difícil proyectarlos con un buen margen de confiabilidad, por lo que siempre se debe estar atentos a posibles sorpresas en este frente, tanto favorables como desfavorables a la inflación.

Un tercer riesgo guarda relación con el impacto inflacionario que puede tener la reforma tributaria que actualmente cursa trámite en el Congreso de la República. Los efectos sobre la inflación de dicha reforma son favorables en el largo plazo, pues contribuyen al equilibrio fiscal. Sin embargo, en el corto plazo aspectos de la reforma en cuestión como la ampliación de la base gravable del IVA podría tener efectos negativos sobre precios, a juzgar por lo que señalan las experiencias internacional y colombiana.

Por último, si bien durante las últimas semanas el riesgo proveniente de la devaluación ha cedido, para el próximo año la incertidumbre en torno al desempeño de esta variable no ha desaparecido plenamente, por lo cual no se puede descartar como un factor de riesgo a futuro.

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 octubre de 2000.