



INFORME SOBRE INFLACIÓN
MARZO DE 2001

BANCO DE LA REPÚBLICA

PRESENTACIÓN, RESUMEN Y CONCLUSIONES

EVALUACIÓN DE LA SITUACIÓN INFLACIONARIA A MARZO DE 2001

✘ Al finalizar el primer trimestre de 2001 la inflación anual del IPC fue de 7,8%, inferior en 0,3 puntos porcentuales a la de febrero (8,1%) y en 1,9 puntos porcentuales a la de marzo de 2000 (9,7%). Esta inflación anual es la menor para un marzo desde 1969, cuando se situó en 6,2%. La inflación anual viene cayendo sin interrupción desde octubre del año pasado, mes en el cual alcanzó un nivel de 9,0%.

✘ La reducción de la inflación anual en el último mes fue posible gracias a las menores variaciones anuales de precios de los grupos de alimentos, vivienda, educación y otros gastos. Dentro del grupo de vivienda conviene destacar el mejor desempeño de la inflación anual de servicios públicos en este mes respecto a febrero y el mínimo incremento anual de los gastos de ocupación de vivienda (0,7%). Para los grupos de salud, diversión y transporte, la variación anual de precios se aceleró en marzo, en tanto que para vestuario se mantuvo relativamente inalterada.

✘ El incremento del IPC en marzo fue de 1,5%. Como ha venido sucediendo en los últimos meses, en esta oportunidad también fueron algunos rubros de servicios, de productos de origen pecuario y los combustibles los que más contribuyeron a la inflación mensual. En efecto, servicios como el de bus y gas y los combustibles, en conjunto, explicaron en más de 20% la inflación del mes. Por su parte, la carne de res y la leche aportaron algo más de 9% a la inflación de marzo. En el caso de la carne, se espera que su precio real siga creciendo a lo largo del año, como resultado de la menor oferta que debe generar la fase de retención por la que atraviesa el ciclo ganadero en la actualidad. Finalmente, el precio de la papa que tradicionalmente presenta incrementos en marzo, en esta oportunidad registró una disminución.

✘ De acuerdo con la clasificación económica de la canasta del IPC, el componente transable (8,2%) continuó registrando variaciones anuales en precios superiores a las observadas en el componente no transable (7,4%), lo cual es en parte, el resultado de la relativamente alta devaluación observada en los últimos 12 meses. En cuanto a la menor inflación de los bienes no transables, esta se explica en buena proporción por el bajo crecimiento anual en los arriendos. Por último, cabe señalar que en el último mes, tanto los bienes transables como los no transables muestran caídas en la variación anual de sus precios.

✘ Al finalizar el primer trimestre de 2001 el promedio de las medidas de inflación básica (el IPC sin alimentos, el núcleo inflacionario, la media truncada y la mediana asimétrica) fue de

7,8%, inferior en 0,4 puntos porcentuales al de febrero. Al excluir del cálculo el indicador más volátil (media asimétrica) se obtiene una inflación básica promedio de 8,3%, la cual es muy similar a la estimada para febrero (8,2%). En marzo, de los cuatro indicadores, tan solo el de inflación núcleo registró un incremento frente a las estimaciones efectuadas un mes atrás.

✕ La inflación del productor, medida como la variación anual del IPP, fue de 10,9%, inferior en 0,4 puntos porcentuales con respecto al registro de febrero (11,4%), y en 2,8 puntos porcentuales frente a la inflación al productor observada en marzo de 2000 (13,7%). De acuerdo con la clasificación por procedencia, esta caída de la inflación del productor en los 12 últimos meses es consecuencia del menor crecimiento anual en los precios de los bienes importados, los cuales pasaron de crecer de 18,7% en marzo de 2000 a 12,5% en marzo de 2001. En la clasificación industrial, la desaceleración de la inflación del productor en los 12 últimos meses se explica básicamente por la caída en la variación anual en los precios de origen agrícola, al pasar de 18,4% en marzo de 2000 a 4,2% en igual mes de 2001.

✕ En este Informe se presentan, por primera vez, los resultados de un modelo estándar de mecanismos de transmisión, el cual tiene la propiedad de proyectar simultáneamente la inflación y el crecimiento, incorporando además una regla de política. Con base en la información observada a marzo, el modelo en cuestión prevé una inflación anual de 8,2% para el cuarto trimestre de este año y de 4,5% para finales de 2002. Cabe anotar que estas proyecciones llevan implícitas tasas de interés interbancarias en el segundo trimestre muy similares a las actuales tasas de intervención del Banco de la República. Por otra parte, estos pronósticos centrales se acompañan de un balance de riesgos, el cual se encuentra sesgado hacia arriba, debido a la distribución esperada de los choques en el precio de los alimentos y en la devaluación. Respecto a esto último, en el transcurso del año podrían presentarse choques en la cuenta corriente, por precios y volúmenes exportados de petróleo menores que lo previsto, lo cual podría acelerar la devaluación con un efecto adverso sobre precios.

✕ En cuanto a las proyecciones de inflación básica, para el promedio de los tres indicadores más confiables, se prevé un valor de 7,2% para diciembre de 2001, superior en 0,7 puntos porcentuales al proyectado en diciembre pasado. Si se consideran los cuatro indicadores, el promedio esperado para el último mes de 2001 es de 6,7%, inferior en 0,3 puntos porcentuales al presentado en el anterior Informe.

✕ En materia de actividad real, los diferentes indicadores disponibles no ofrecen información clara acerca del estado actual de la economía. Es un hecho que indicadores claves para estimar el crecimiento del primer trimestre, como la producción industrial o las ventas del comercio, desaceleraron su crecimiento en los primeros meses del año respecto a las tasas que se observaron el año anterior. Sin embargo, también es un hecho que buena parte de este menor crecimiento obedece a factores de oferta, como la huelga de Bavaria y la reducción en la producción petrolera. Además, variables como las exportaciones no tradicionales y las importaciones siguen registrando comportamientos satisfactorios en lo corrido del año, algo que también se puede decir acerca del empleo total y en menor medida del empleo industrial, del consumo de energía eléctrica y de algunas variables asociadas a la actividad de la construcción. De igual manera, varios de los indicadores de la encuesta de Fedesarrollo como pedidos o existencias, no mostraron quiebres relevantes en las tendencias con cifras a febrero. De esta forma, si se descuentan los efectos de los choques de oferta señalados,

todavía no hay indicios concluyentes que señalen una desaceleración económica en el primer trimestre del año o que anticipen una para los próximos meses, con lo cual cabe esperar que el crecimiento en esta primera mitad del año siga siendo compatible con una tasa anual no mucho menor que la prevista por el gobierno. En vista de los todavía bajos niveles de producción para varios sectores y de la importante brecha estimada para el PIB, esta circunstancia no debería generar presiones inflacionarias importantes por el lado de la demanda en los próximos meses.

✘ A finales de marzo, el promedio de orden 20 de la base monetaria se situó 5,3% por encima del promedio de orden 20 de la línea de referencia, en tanto que el promedio de orden 45 se situó 5,4% por debajo de su respectiva línea de referencia. Durante el primer trimestre del año, la desviación de la base de su línea de referencia se ha explicado por un crecimiento en la demanda del efectivo mayor que el implícito en esta línea, fenómeno relacionado con el incremento del impuesto a las transacciones y que no tiene efectos inflacionarios*. En la actualidad, la Junta Directiva del Banco de la República estudia las correcciones necesarias a la línea de referencia de la base. En cuanto a la cartera del sistema financiero, esta continuó contrayéndose en marzo en términos nominales y reales. Sin embargo, tal situación obedece exclusivamente al comportamiento de la cartera hipotecaria, toda vez que la cartera no hipotecaria siguió exhibiendo crecimientos positivos para marzo, que le permitieron mostrar la primera expansión en términos reales desde noviembre de 1998.

✘ En cuanto a las tasas de interés, la tasa nominal pasiva se redujo por segundo mes consecutivo en marzo, situándose en 13,0%, 0,3 puntos porcentuales inferior a la de febrero. Respecto de las tasas activas, durante el primer trimestre las tasas de los créditos ordinario, preferencial y de tesorería no registraron cambios significativos frente a los niveles observados a finales del año anterior, manteniéndose muy por debajo de las tasas del crédito de consumo y de tarjeta de crédito. Al final de marzo, el promedio de la tasa activa incluyendo la tasa de crédito preferencial fue de 19,0%, un nivel igual al observado a finales de diciembre de 2000. A marzo, la tasa pasiva real fue de 4,8%, 0,6 puntos porcentuales superior a la de finales del trimestre anterior y la tasa activa real (incluyendo el crédito preferencial) se ubicó en 10,4%, 1,1 puntos porcentuales mayor que la de diciembre de 2000. Por último, la tasa interbancaria nominal durante este mes fue en promedio 10,8%, menor en 1,4 puntos porcentuales que la de diciembre y 0,5 puntos porcentuales inferior a la de febrero. Cabe señalar que la disminución en marzo se corresponde con la reducción en 50 puntos básicos de las tasas de intervención adoptada a mediados del mes.

✘ En vista del buen desempeño del índice de precios durante los dos primeros meses del año y de sus pronósticos para 2001 y 2002, y además atendiendo al propósito de propender por el crecimiento del producto y el empleo, a comienzos de marzo la Junta Directiva tomó la decisión de reducir en 50 puntos básicos todas las tasas de intervención del Banco de la República. De esta forma, las tasas Lombardas de expansión y de contracción quedaron en 15,5% y 8,0%, respectivamente, y las de subasta de expansión y de contracción en 11,5% y 10,5%, respectivamente.

✘ Con las cifras de inflación de marzo se mantuvo la tendencia decreciente de la inflación. La revisión de las proyecciones sobre el comportamiento de la inflación para este año y el próximo

* A partir del 9 de marzo, una línea de referencia preliminar fue sometida a examen por parte de la Junta Directiva. Para finales de dicho mes, el promedio móvil de orden 20 y de orden 45 de la base se situó ligeramente por debajo de esta nueva línea (1,0% y 0,5%, respectivamente).

indican que la postura monetaria actual hace posible obtener las metas de inflación de 8% y de 6%, respectivamente, siempre y cuando se mantenga cierta estabilidad cambiaria. Los análisis técnicos también indican que la estructura actual de tasas de interés de intervención del Banco de la República favorece la consolidación de la recuperación económica. Por ello, la Junta Directiva no consideró necesario realizar modificaciones adicionales a la estructura de las tasas de interés de intervención del Banco de la República. Esta decisión, además, debe contribuir a contener la salida de capitales del país, fenómeno inconveniente particularmente en circunstancias de turbulencia internacional como la actual. Como se consignó en el Informe presentado por la Junta Directiva del Banco al Congreso de la República, la economía colombiana requiere una dosis importante de inversión que incentive la demanda agregada, incremente la capacidad productiva y estimule la recuperación económica.

La Junta Directiva,

Presidente

Juan Manuel Santos Calderón

Ministro de Hacienda y Crédito Público

Directores

Carlos Caballero Argáez

Sergio Clavijo Vergara

Salomón Kalmanovitz Krauter

Fernando Tenjo Galarza

Leonardo Villar Gómez

Gerente General

Miguel Urrutia Montoya

INFORME SOBRE INFLACIÓN

MARZO DE 2001

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

Yanneth Rocío Betancourt García

Édgar Caicedo García

Daniel Mejía Londoño

COLABORADORES DE ESTE INFORME

Angélica María Arosemena Martán

Alexandra Espinosa Dussán

Javier Gómez Pineda (*)

Luis Fernando Melo Velandia

Rocío Clara A. Mora Quiñones

Jorge Enrique Ramos Forero

Norberto Rodríguez Niño

(*) Investigador principal de la Subgerencia de Estudios Económicos.

CONTENIDO

| | | |
|------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| I. | ÍNDICES DE PRECIOS | 13 |
| | A. ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR | 13 |
| | B. ÍNDICE DE PRECIOS DEL PRODUCTOR | 18 |
| II. | DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN | 20 |
| | A. AGREGADOS MONETARIOS, TASAS DE INTERÉS Y TIPO DE CAMBIO | 20 |
| | B. OFERTA Y DEMANDA | 31 |
| | C. SALARIOS Y EMPLEO | 37 |
| | D. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA | 40 |
| | E. SITUACIÓN FISCAL | 41 |
| III. | MEDIDORES DE EXPECTATIVAS | 44 |
| | A. PRINCIPALES RESULTADOS | 44 |
| | B. PROYECCIONES DE ANALISTAS LOCALES Y EXTERNOS DE LAS PRINCIPALES VARIABLES MACROECONÓMICAS | 48 |
| IV. | CONTEXTO INTERNACIONAL | 51 |
| | A. ASPECTOS GENERALES | 51 |
| | B. PRECIOS DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS | 56 |
| | C. PANORAMA FINANCIERO | 59 |
| V. | PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN | 61 |
| | A. PRONÓSTICOS PARA LOS AÑOS 2001 Y 2002, CON BASE EN EL MODELO DE MECANISMOS DE TRANSMISIÓN Y OTROS MODELOS | 61 |
| | B. RIESGOS PARA 2001 | 63 |

ÍNDICES DE PRECIOS

A. ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR

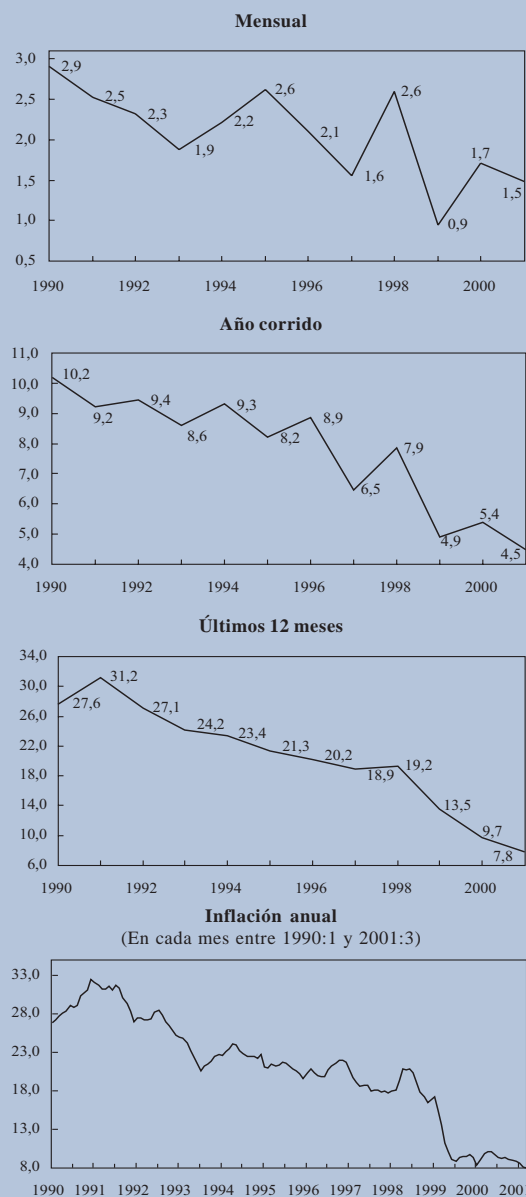
1. Comportamiento general

La inflación, medida como la variación anual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) en el mes de marzo de 2001 fue de 7,8%, inferior en 1,9 puntos porcentuales al registro de marzo de 2000 (9,7%) y en 0,9 puntos porcentuales al de este último año (8,7%) (Gráfico 1 y Cuadro 1). Esta inflación anual es la menor para un marzo desde 1969, cuando se situó en 6,2%. Al finalizar el primer trimestre de 2001, el IPC alcanzó una tasa de crecimiento año corrido, de 4,5%, inferior en 0,9 puntos porcentuales al registro del primer trimestre del año anterior (5,4%). En marzo, específicamente, la variación de precios al consumidor fue de 1,5%, menor en 0,2 puntos porcentuales que la variación del mismo mes del año anterior (1,7%).

En dicho mes, el promedio de las medidas de inflación básica (el IPC sin alimentos, el núcleo inflacionario, la media troncada y la mediana asimétrica¹) fue de 7,8%, inferior en 0,4 puntos porcentuales con respecto a febrero, y en 0,2 puntos porcentuales con relación a diciembre de 2000. Si excluimos del promedio anterior la media asimétrica, por razón de su volatilidad, observamos que la inflación básica (8,3%) permaneció en un nivel cercano al experimentado en febrero (8,2%) y que bajó en 0,3 puntos porcentuales con relación al promedio de diciembre de 2000 (8,6%).

¹ Para una descripción más detallada de estas medidas de inflación básica, véanse las notas 3 a 6 del Cuadro 1.

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



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

CUADRO 1
INDICADORES DE INFLACIÓN
(VARIACIONES PORCENTUALES A MARZO)

| | Mensual | | | Año corrido | | | Anual | | |
|------------------------------------|---------|------|-------|-------------|------|------|-------|------|------|
| | 1999 | 2000 | 2001 | 1999 | 2000 | 2001 | 1999 | 2000 | 2001 |
| I. IPC | 0,9 | 1,7 | 1,5 | 4,9 | 5,4 | 4,5 | 13,5 | 9,7 | 7,8 |
| Alimentos | 0,3 | 2,0 | 1,6 | 6,4 | 7,4 | 7,1 | 11,7 | 8,5 | 7,1 |
| Vivienda | 0,9 | 1,0 | 0,8 | 2,2 | 2,2 | 1,6 | 14,0 | 5,9 | 4,2 |
| Vestuario | 0,3 | 0,2 | 0,3 | 1,4 | 0,7 | 0,7 | 7,1 | 2,5 | 3,5 |
| Salud | 3,4 | 2,0 | 2,4 | 6,3 | 4,2 | 5,0 | 18,6 | 12,9 | 11,1 |
| Educación | 0,5 | 2,1 | 1,7 | 10,3 | 7,6 | 6,3 | 13,8 | 9,6 | 8,2 |
| Diversión, cultura y esparcimiento | 1,2 | 0,7 | 1,3 | 3,8 | 4,8 | 4,2 | n.d. | 3,4 | 11,1 |
| Transporte | 1,0 | 1,9 | 2,7 | 6,1 | 6,6 | 5,6 | 14,2 | 19,2 | 15,2 |
| Gastos varios | 2,8 | 3,8 | 1,5 | 7,4 | 10,4 | 4,8 | 21,7 | 19,5 | 9,3 |
| II. Inflación básica 1/ | 1,2 | 1,6 | 1,4 | 4,3 | 4,6 | 3,4 | 14,0 | 8,4 | 7,8 |
| IPC sin alimentos 2/ | 1,2 | 1,6 | 1,4 | 4,3 | 4,6 | 3,4 | 14,3 | 10,2 | 8,1 |
| Núcleo 3/ | | | | | | | 14,1 | 8,7 | 8,6 |
| Media troncada 4/ | | | | | | | 14,0 | 8,1 | 8,2 |
| Media asimétrica 5/ | | | | | | | 13,5 | 6,6 | 6,2 |
| III. IPP | (0,2) | 1,4 | 1,0 | 3,8 | 4,7 | 4,6 | 9,4 | 13,7 | 10,9 |
| Según uso o destino económico | | | | | | | | | |
| Consumo intermedio | (0,5) | 1,0 | 1,2 | 2,0 | 2,7 | 4,1 | 6,6 | 13,1 | 12,4 |
| Consumo final | (0,4) | 2,0 | 0,8 | 5,9 | 7,5 | 5,5 | 12,3 | 14,0 | 8,8 |
| Bienes de capital | 1,3 | 0,9 | 1,0 | 3,2 | 4,0 | 3,5 | 11,9 | 16,7 | 10,2 |
| Materiales de construcción | 1,7 | 1,1 | 0,5 | 5,8 | 2,9 | 4,3 | 12,6 | 11,1 | 14,4 |
| Según procedencia | | | | | | | | | |
| Producidos y consumidos | (0,2) | 1,5 | 1,0 | 4,2 | 5,1 | 5,0 | 9,5 | 12,6 | 10,4 |
| Importados | (0,4) | 0,7 | 1,0 | 1,0 | 3,3 | 3,4 | 9,3 | 18,7 | 12,5 |
| Exportados 6/ | (1,6) | 0,5 | 0,1 | (5,1) | 5,5 | 2,0 | (4,3) | 40,9 | 2,8 |
| Según origen industrial (CIU) | | | | | | | | | |
| Agríc., Silvíc. y pesca | (2,9) | 3,5 | 1,2 | 3,2 | 9,3 | 7,5 | 2,5 | 18,4 | 4,2 |
| Minería | 1,5 | 0,0 | (4,7) | 3,3 | 4,4 | 4,2 | (6,2) | 32,6 | 27,0 |
| Industria manufacturera | 0,7 | 0,8 | 1,1 | 4,0 | 3,5 | 3,9 | 12,6 | 12,1 | 12,4 |

n.d. No disponible.

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

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

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

4/ Corresponde a la media ponderada troncada 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.

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

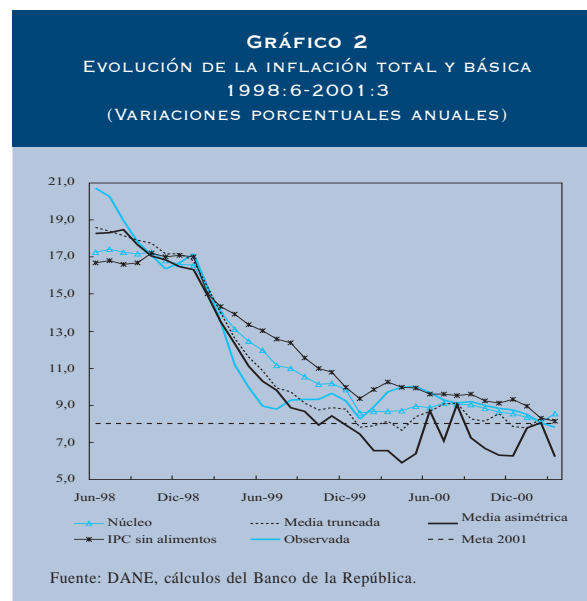
6/ El IPP total no incluye los bienes exportados, su cómputo se realiza con la suma ponderada de bienes producidos y consumidos e importados.

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

El único indicador de inflación básica que repuntó fue la inflación núcleo al pasar de 8,1% en febrero a 8,6% en marzo, situándose, de esta forma, por encima de la inflación observada por segundo mes consecutivo. Este incremento se explica porque la inflación núcleo incluye algunos alimentos que históricamente no han sido muy volátiles, pero que en la actualidad exhiben significativos incrementos de precios anuales como el azúcar (32,2%), la leche pasteurizada (14,9%), la leche en polvo para lactantes (12,9%), la carne de pollo (12,4%) y el arroz seco (10,4%) entre otros. Además del núcleo, el otro indicador que se situó por encima de la inflación observada en marzo fue el IPC sin alimentos (8,1%) (Cuadro 1 y Gráfico 2).

La ciudad con el mayor incremento de precios en los últimos 12 meses fue Cúcuta (9,5%) (Cuadro 2). A esta ciudad la siguieron Pasto, Barranquilla, Montería y Cartagena, todas con 8,8% de crecimiento en

el IPC total. Las ciudades que acumularon una menor tasa anual de inflación a marzo fueron: Villavicencio (7,2%) y Medellín (7,3%).



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

| | Mensual | | | Año corrido | | | Anual | | |
|---------------|---------|------|------|-------------|------|------|-------|------|------|
| | 1999 | 2000 | 2001 | 1999 | 2000 | 2001 | 1999 | 2000 | 2001 |
| Total | 0,9 | 1,7 | 1,5 | 4,9 | 5,4 | 4,5 | 13,5 | 9,7 | 7,8 |
| Bogotá | 0,9 | 1,9 | 1,6 | 5,4 | 5,7 | 4,6 | 13,6 | 9,5 | 7,7 |
| Medellín | 0,9 | 1,7 | 1,5 | 5,2 | 5,6 | 4,3 | 13,8 | 10,4 | 7,3 |
| Cali | 1,0 | 1,3 | 1,5 | 3,6 | 4,5 | 4,1 | 12,9 | 8,5 | 7,6 |
| Barranquilla | 0,3 | 1,0 | 1,3 | 4,2 | 4,2 | 4,9 | 12,2 | 9,7 | 8,8 |
| Bucaramanga | 0,9 | 2,6 | 1,2 | 4,9 | 6,5 | 4,7 | 11,7 | 11,8 | 7,7 |
| Manizales | 1,2 | 1,6 | 1,5 | 5,2 | 5,0 | 4,8 | 14,3 | 10,1 | 8,0 |
| Pasto | 1,9 | 2,7 | 0,9 | 4,9 | 6,3 | 4,6 | 17,5 | 12,4 | 8,8 |
| Pereira | 1,3 | 1,4 | 0,7 | 4,6 | 4,4 | 3,6 | 12,8 | 10,2 | 8,1 |
| Cúcuta | 0,9 | 1,3 | 1,6 | 4,4 | 6,0 | 5,0 | 13,4 | 11,7 | 9,5 |
| Montería | 1,5 | 1,5 | 1,8 | 5,5 | 5,5 | 4,6 | 14,1 | 8,7 | 8,8 |
| Neiva | 1,2 | 1,2 | 1,5 | 4,7 | 5,2 | 5,2 | 12,0 | 9,4 | 8,5 |
| Cartagena | 1,1 | 1,2 | 1,9 | 5,5 | 5,4 | 5,6 | 13,7 | 7,8 | 8,8 |
| Villavicencio | 1,2 | 1,8 | 1,3 | 5,2 | 5,6 | 5,1 | 11,0 | 8,4 | 7,2 |

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

2. Comportamiento de los principales componentes

En el año corrido, los grupos de la canasta del IPC que presentaron un ajuste de precios por encima de la inflación del trimestre fueron alimentos (7,1%), educación (6,3%), transporte (5,6%) y salud (5,0%). En el caso de los alimentos sobresale el crecimiento de los precios de la papa (63,9%) y tomate de árbol (43,5%). El grupo de educación se vio afectado por el crecimiento en el IPC de cuadernos (8,7%) y matrículas en educación superior y especializada (7,5%). Por su parte, pasaje en bus (9,7%) y otras medicinas (8,7%) acusaron el mayor incremento de precios en lo corrido del año en los grupos de transporte y salud, respectivamente.

El análisis de los rubros que más contribuyeron al crecimiento de precios durante el primer trimestre de 2001 muestra que los productos de origen agropecuario y algunos servicios fueron los de mayor incidencia. La papa explicó en cerca de 16,0% la inflación acumulada en los tres primeros meses del año. Por su parte, los bienes del sector pecuario (leche y carne) contribuyeron con 8,5% a la inflación año corrido, mientras que los ajustes en los precios de los servicios del pasaje en bus y el teléfono residencial aportaron un 8,8% a explicar la inflación acumulada en el primer trimestre del año (Cuadro 3).

En el caso de la carne es importante destacar su repunte de precios en lo corrido del año, el cual supera el 5,0%. De acuerdo con la Federación Nacional de Ganaderos, este significativo crecimiento en el precio de la carne durante el primer trimestre del año tiene varias causas. En primer lugar, por el comportamiento estacional de la serie, que hace que en los meses de febrero y marzo de un año típico suelen presentarse ajustes importantes en el precio del ganado. En segundo lugar, por las mayores exportaciones ilegales de este alimento a Venezuela, las cuales se han visto favorecidas por los altos precios de la carne registrados en el vecino país en los últimos meses. Esta situación ha generado importantes ajustes de precios de la carne en ciudades como Cúcuta y Bucaramanga. Por último, por la fase de retención en la que se encuentra el ciclo ganadero actualmente.

Entre mediados de 1998 y 1999 se observó un descenso en el precio real del ganado, kilo en pie, reflejo de la fase de liquidación ganadera de este período. Aparentemente para el año 2000 esta fase llegó a su fin, por lo que el precio real del ganado, kilo en pie, se ajustó levemente hacia arriba. Para 2001 se espera que se consolide la fase de retención ganadera, con lo cual se debería observar precios reales al alza con incrementos en el precio nominal de la carne que podrían superar el 15,0%.

Debe señalarse como, pese a los importantes repuntes en los precios de alimentos en los tres primeros meses, el índice de precios para este grupo ha tenido un mejor comportamiento durante el presente año que en el anterior. Esto obedeció, sobre todo, a que las alzas más moderadas en el precio de la papa durante este año, lograron compensar el peor desempeño en los precios de carne y leche.

A marzo, los grupos que muestran un crecimiento anual de precios superior a la inflación total son transporte, salud, cultura y esparcimiento, gastos varios y educación (Cuadro 1). El mayor crecimiento anual de precios lo presentó el grupo transporte (15,2%), debido a los mayores incrementos anuales registrados en combustible (30,9%) y pasaje aéreo (20,4%). Otra variación anual de precios superior a la promedio es la del grupo de salud (11,1%), principalmente como consecuencia de los reajustes en el precio del rubro de medicinas y otras relacionadas (15,3%). Cabe señalar que el grupo de salud es el único que, al finalizar el primer trimestre, exhibía un repunte en su variación anual con respecto a diciembre del año 2000 (10,3%). En cuanto al grupo de diversión, cultura y esparcimiento (11,1%), los mayores incrementos de precios se dieron en periódicos (21,0%). Los gastos varios (9,3%) se vieron afectados por el ajuste en el precio de artículos de higiene oral (19,4%), mientras que en el grupo educación (8,2%), el rubro cuadernos mostró el mayor repunte de precios (30,0%). Finalmente, a marzo, al igual que ocurría en el cuarto trimestre de 2000, los ajustes de precios anuales más moderados seguían presentándose en los grupos de vestuario (3,5%), vivienda (4,2%) y alimentos (7,1%).

CUADRO 3
RUBROS CON MAYOR CONTRIBUCIÓN A LA INFLACIÓN
(AÑO CORRIDO A MARZO DE 2001)

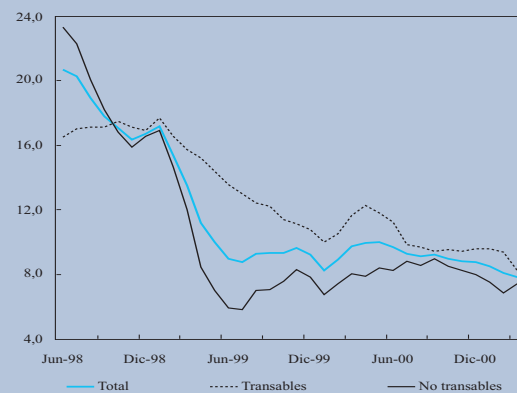
| Descripción | Ponderaciones | Variación | Contribución | |
|----------------------|---------------|-----------|--------------|------------|
| | | | Puntos | Porcentaje |
| Total | 100,0 | 4,5 | 4,5 | 100,0 |
| Papa | 1,0 | 63,9 | 0,7 | 15,9 |
| Pasaje en bus | 1,9 | 9,7 | 0,2 | 5,0 |
| Leche | 2,3 | 8,2 | 0,2 | 4,5 |
| Carne de res | 4,0 | 5,1 | 0,2 | 4,0 |
| Teléfono residencial | 1,4 | 8,6 | 0,2 | 3,8 |
| Otros | 89,5 | 3,4 | 3,0 | 66,8 |

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

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

El Cuadro 4 presenta una clasificación alterna de los bienes de la canasta del IPC para identificar los factores aceleradores de la inflación. Esta clasificación divide la canasta en bienes transables² y no transables, que a su vez, se separan en indexados³, flexibles⁴ y cíclicos⁵. Como se observa en el Gráfico 3, durante el primer trimestre del año, la tasa de crecimiento anual de precios de los transables nuevamente se situó por encima de la inflación observada, tal y como viene sucediendo sin interrupción desde el comienzo de 1999. Como se ha señalado en informes anteriores, este fenómeno seguramente guarda relación con la importante devaluación que se ha registrado en los dos años anteriores. A pesar de ello, la variación anual de pre-

GRÁFICO 3
IPC BIENES TRANSABLES Y NO TRANSABLES
1998:1-2001:3
(VARIACIONES PORCENTUALES ANUALES)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

cios de este grupo se redujo en estos últimos tres meses, al pasar de 10,2% en diciembre de 2000 a 8,2% en marzo de 2001. En general, la variación anual de los precios del grupo de transables viene reduciéndose desde el año pasado y en los últimos 12 meses ha sido de 3,4 puntos porcentuales. Esta reducción contribuyó a explicar el 80,0% de la caída de la inflación anual al consumidor observada en este lapso.

² Los bienes transables incluyen textiles, calzado, tabaco, bebidas, cereales, lácteos, grasas, medicinas, vehículos, electrodomésticos, etc.

³ Los indexados corresponden a arrendamientos, combustibles, servicios públicos, educación, transporte y otros.

⁴ Los flexibles lo integran los tubérculos, plátanos, hortalizas, legumbres y frutas.

⁵ El grupo de cíclicos incluye carnes y sus derivados.

CUADRO 4
ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR, 2000-2001
 (A MARZO)

| Descripción | Variación año completo | | Contribución | | Contribución a la aceleración (*) 2001-2000 Puntos |
|---------------|------------------------|------|--------------|------|----------------------------------------------------------|
| | 2000 | 2001 | 2000 | 2001 | |
| Total | 9,7 | 7,8 | 9,7 | 7,8 | (1,9) |
| Transables | 11,6 | 8,2 | 5,5 | 4,0 | (1,5) |
| No transables | 8,0 | 7,4 | 4,2 | 3,8 | (0,4) |
| Indexados | 9,0 | 7,8 | 3,6 | 3,1 | (0,5) |
| Flexibles | 4,3 | 4,2 | 0,3 | 0,3 | (0,0) |
| Cíclicos | 5,7 | 9,8 | 0,3 | 0,4 | 0,2 |

(*) La contribución a la desaceleración resulta de la diferencia de las contribuciones a la inflación de 2000 y 2001. Los cálculos aparentemente incorrectos son el resultado de las aproximaciones de las cifras.

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

Por su parte, la inflación anual de bienes no transables se redujo ligeramente en los últimos tres meses (0,4 puntos porcentuales) y se situó en marzo en 7,4%. Al igual que en 2000, durante lo corrido del presente año la menor inflación de este grupo frente a la inflación total sigue siendo posible gracias al muy bajo crecimiento anual en los cánones de los arriendos y a la menor presión inflacionaria ejercida por los bienes agrícolas no procesados (tubérculos, hortalizas y frutas) (Gráfico 4).

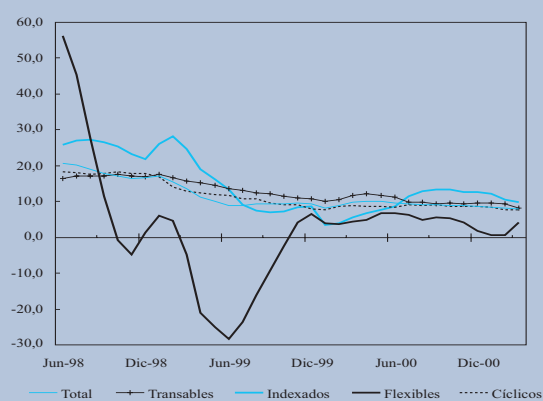
Respecto a marzo de 2000, la variación anual en los precios de este grupo se redujo en 0,6%, explicando en un 20,0% la caída de la inflación anual en este período. Por subgrupos de bienes no transables, el de indexados contribuyó a desacelerar la inflación, en tanto que el de cíclicos contribuyó a acelerarla.

B. ÍNDICE DE PRECIOS DEL PRODUCTOR

Comportamiento general

El Índice de Precios del Productor (IPP) en los últimos 12 meses registró un crecimiento de 10,9%, ni-

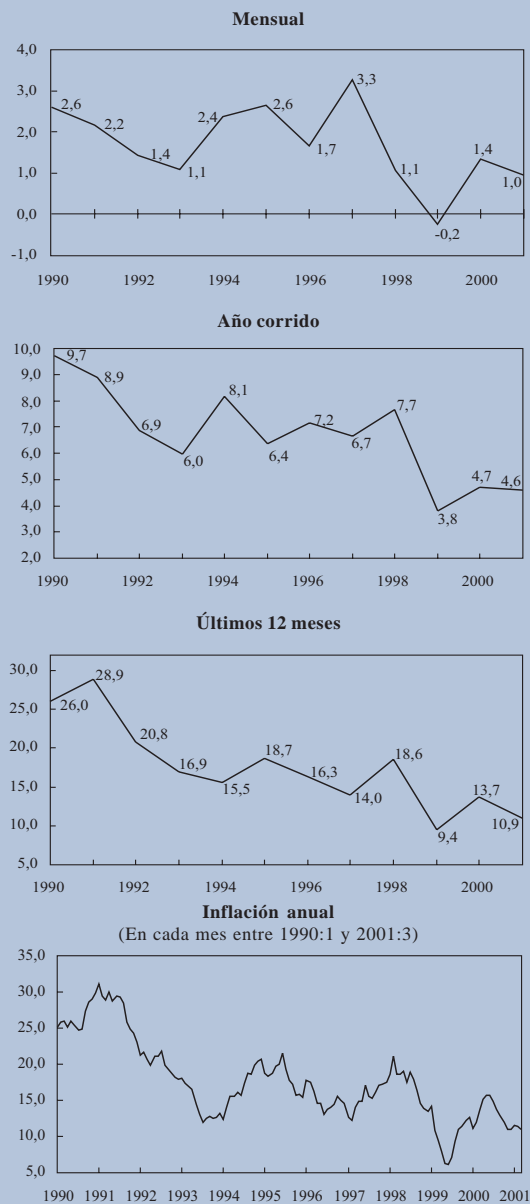
GRÁFICO 4
EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS
BIENES TRANSABLES Y NO TRANSABLES
 1998:6-2001:3
 (VARIACIONES PORCENTUALES ANUALES)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

vel cercano al 11,0% de diciembre del año 2000, pero inferior en 2,8 puntos porcentuales a la inflación al productor observada en marzo de dicho año (13,7%). En lo corrido de 2001, el IPP alcanzó una variación de 4,6%, muy similar a la observada en el primer trimestre del año anterior (4,7%). El crecimiento de precios al productor en el mes de marzo fue de 1,0% inferior al de marzo de 2000 (1,4%) (Cuadro 1 y Gráfico 5).

GRÁFICO 5
ÍNDICE DE PRECIOS DEL PRODUCTOR
 (VARIACIONES PORCENTUALES A MARZO)



Fuente: Banco de la República, SGEE.

Dentro de la clasificación por procedencia de los bienes, la variación anual de los precios del grupo importado a marzo fue de 12,5%, resultado idéntico al observado en diciembre de 2000, pero significativamente inferior al de marzo de ese año (18,7%) (Cuadro 1). Dentro de este grupo se destaca el incremento anual de precios en el alcohol etílico (44,3%) y los productos metálicos para uso estructural (38,5%). Por su parte, la variación anual de los precios de los bienes producidos y consumidos fue de 10,4%, muy similar al observado en diciembre del año pasado (10,6%), pero menor que el de marzo de 2000 (12,6%).

En la clasificación CIU, el mayor crecimiento anual de precios a marzo de este año recayó en los bienes de la minería con 27,0%, una tasa muy parecida a la observada en diciembre de 2000 (27,3%) e inferior a la de marzo del mismo año (32,6%). Los precios de la minería se incrementaron por el notable ajuste en las cotizaciones del gas natural (57,3%) y el petróleo crudo (38,6%). Por su parte, la industria manufacturera experimentó un reajuste anual de precios de 12,4% al finalizar el primer trimestre de 2001, nivel similar al observado en diciembre y marzo de 2000. En esta agrupación se destaca el crecimiento de precios del almidón y sus derivados (76,9%) y caucho sintético en formas primarias (38,2%). Por último, agricultura, silvicultura y pesca integran el grupo con la variación anual de precios más baja (4,2%) para marzo de 2000, siendo inferior a la observada un año atrás (18,4%).

DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN

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

1. Lineamientos de política monetaria en marzo

Durante el primer trimestre del año, la demanda de base se ubicó por encima de los niveles proyectados en la línea de referencia. Este aumento en la demanda de base se explica, principalmente, por un incremento en la demanda de efectivo superior al implícito en esta línea, fenómeno relacionado con el impuesto a las transacciones financieras.

En el momento de diseñar la línea de referencia de la base monetaria para el año 2001 no se conocían las modificaciones que la reforma tributaria introduciría sobre el impuesto a las transacciones financieras. Durante los tres primeros meses el incremento en la tarifa de dicho impuesto del dos al tres por mil tuvo repercusiones sobre la demanda de los diferentes depósitos y sobre la de efectivo, alterando el comportamiento de la demanda de base monetaria frente a lo previsto. La Junta Directiva del Banco de la República consideró que un evento de esta naturaleza no tenía consecuencias inflacionarias, por reflejar una reducción permanente de la velocidad de circulación del dinero⁶.

A comienzos de enero la Junta Directiva del Banco de la República modificó las tasas lombardas de ex-

pansión y contracción. La primera se redujo de 17,0% a 16,0% y la de contracción se incrementó de 7,0% a 8,5%. Esta medida tuvo por objeto disminuir la volatilidad potencial de la tasa de interés en el mercado interbancario. Durante este mes, el cupo promedio de REPO a un día se fijó en \$957 miles de millones (mm), en febrero se fijó en \$560 mm y en marzo en \$448 mm, cuyos niveles de utilización fueron de 84,0%, 71,0% y 52,0%, respectivamente. En marzo también se abrió una subasta para operaciones de contracción a un día con un cupo de \$200 mm, y la Junta Directiva del Banco de la República redujo las tasas de interés de expansión y de contracción en 0,5 puntos porcentuales. Así mismo, durante este mes, y en reconocimiento de la favorable tendencia de la inflación, se redujeron las tasas de intervención del Banco, quedando la tasa lombarda de expansión en 15,5%, la tasa lombarda de contracción en 8,0%, la tasa de la subasta de expansión en 11,5% y la tasa de la subasta de contracción en 10,5%.

Por último, a comienzos de año, la Junta Directiva del Banco de la República también realizó algunos cambios institucionales en la operatividad de la política monetaria. Dentro del nuevo esquema, el Comité de Intervención Monetaria y Cambiaria (CIMC) fue autorizado por la Junta para determinar mensualmente los cupos de liquidez primaria coherentes con la evolución proyectada de la demanda de base y de sus fuentes de oferta. Igualmente, se creó el Comité Operativo de Intervención (COI) con la función de modificar los cupos cuando se presenten variaciones significativas en las fuentes de oferta frente a las proyecciones iniciales.

⁶ A partir del 9 de marzo, una línea de referencia preliminar fue sometida a examen por parte de la Junta Directiva. Para finales de dicho mes, el promedio móvil de orden 20 y de orden 45 de la base se situó ligeramente por debajo de esta nueva línea (1,0% y 0,5%, respectivamente).

2. Agregados monetarios y crediticios

A continuación, se describe el comportamiento de los agregados monetarios en los últimos tres meses 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 30 de marzo se situó en \$8.819 mm, con una tasa de crecimiento durante el año completo de 23,6%. Su promedio móvil de orden 20 finalizó 5,3% por encima del promedio móvil de la línea de referencia. Por otra parte, el promedio móvil de orden 45 se situó 5,4% por encima del promedio móvil de la línea de referencia (Gráfico 6). La desviación de la base respecto a su línea

de referencia en marzo obedeció a que el crecimiento anual del saldo promedio del efectivo este mes (27,8%) fue superior al crecimiento implícito contemplado en la línea de referencia de la base monetaria (15,7%), situación que además se presentó a lo largo del primer trimestre.

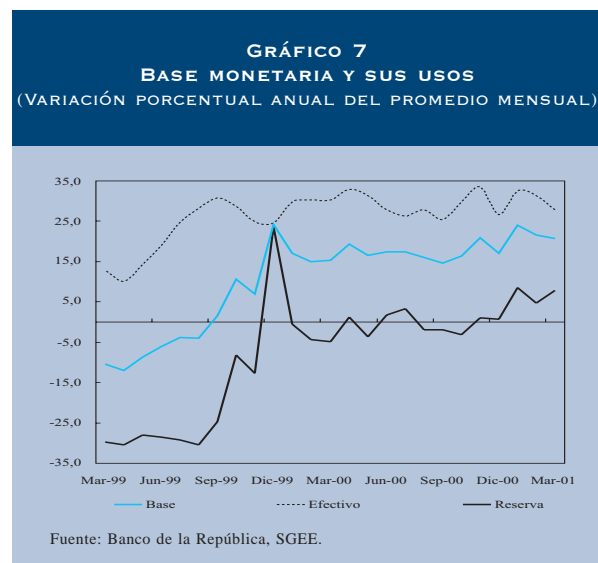
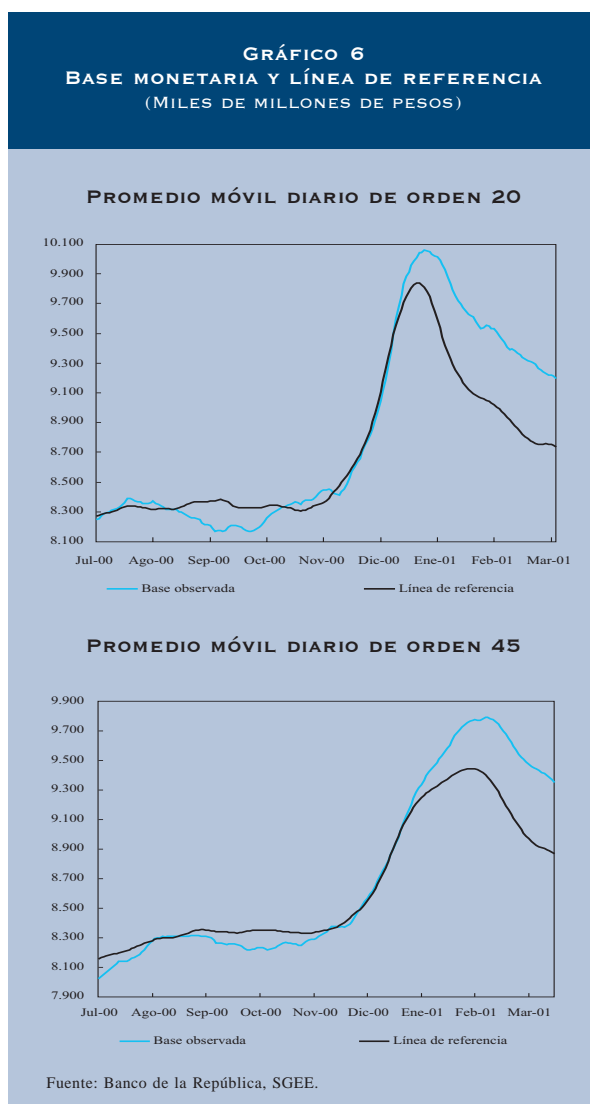
La tasa de crecimiento anual del saldo promedio de la base monetaria en este último mes fue de 20,8%, 3,6 puntos porcentuales mayor que la registrada en el mes de diciembre. Por usos de la base monetaria, su comportamiento se explica por el mayor ritmo de crecimiento del efectivo y de la reserva, cuyas tasas pasaron de 26,7% y 0,7% en diciembre a 27,8% y 7,9% en marzo (Gráfico 7).

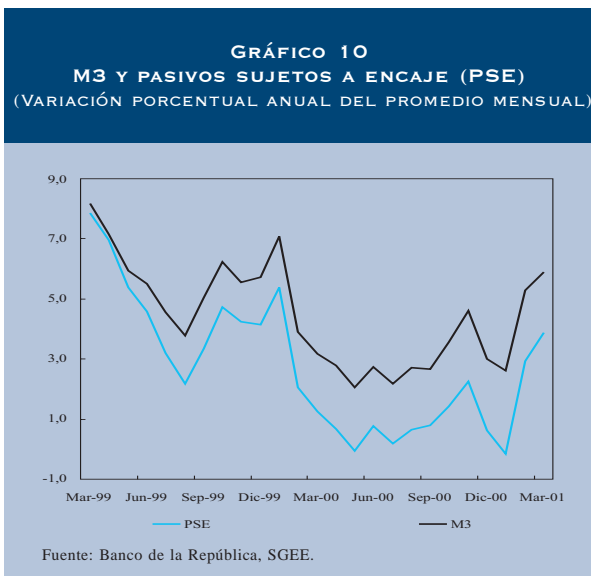
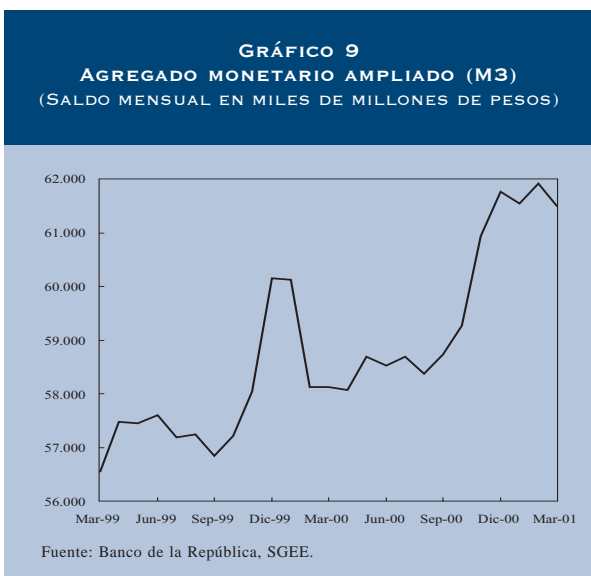
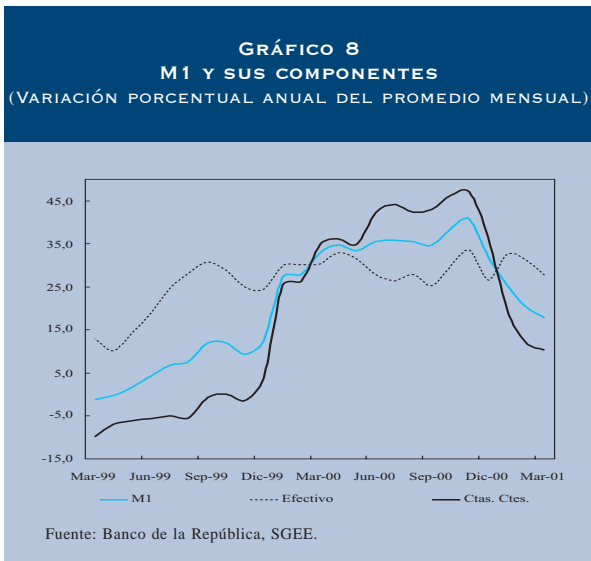
Medios de pago M1

El saldo de M1 al 30 de marzo cerró en \$13.854 mm con una variación anual de 17,5% y para el año corrido de -17,4%. En este último mes, la tasa de crecimiento anual de su saldo promedio fue menor que la registrada en diciembre al pasar de 32,0% a 17,8%. La desaceleración de M1 resulta de un menor ritmo de crecimiento de las cuentas corrientes, que pasaron de 36,5% en diciembre a 10,3% en marzo, y se dio a pesar del mayor ritmo de crecimiento del efectivo, ya comentado (Gráfico 8).

M3

El saldo del agregado monetario más amplio de liquidez, M3, se situó el 30 de marzo en \$61.493 mm





con una tasa de crecimiento anual de 5,8% (Gráfico 9). La tasa de crecimiento anual de su saldo promedio en marzo fue mayor que la de diciembre, al pasar de 3,0% a 5,9%. Este incremento obedeció al mayor ritmo de crecimiento, tanto de los pasivos sujetos a encaje (PSE), los cuales pasaron de 0,6% en diciembre a 3,9% en marzo, como del efectivo. La tendencia ascendente de los PSE se explica principalmente por la mayor tasa de crecimiento de los CDT y el menor ritmo de contracción registrado en las cuentas de ahorro y los bonos. Respecto al comportamiento de los CDT, conviene señalar que, con el crecimiento positivo de este primer trimestre parece estarse dando un quiebre en la tendencia de esta serie, la cual venía contrayéndose desde febrero de 2000 (gráficos 10 y 11).

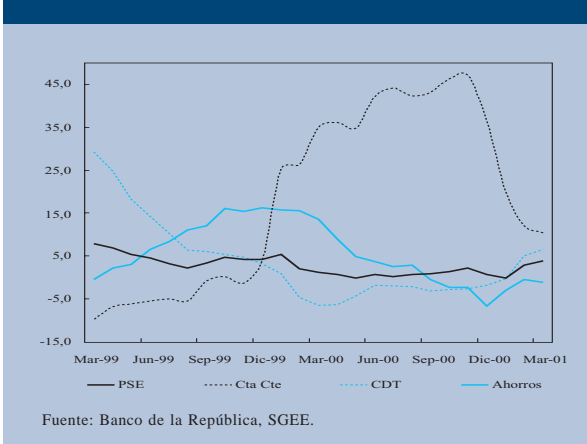
Entre diciembre y marzo el multiplicador monetario promedio de M3 aumentó al pasar de 6,121 a 6,767, recuperando de esta forma el terreno perdido en el cuarto trimestre de 2000. Este comportamiento se asocia a la reducción de los coeficientes de efectivo y reserva, los cuales pasaron de 0,126 y 0,058 a 0,113 y 0,052 (Gráfico 12).

Crédito

El saldo de la cartera neta total del sistema financiero, en moneda nacional y extranjera, ascendió el 30 de marzo a \$45.656 mm con un crecimiento de -4,9% anual y -1,0% en el año corrido. En moneda nacional, su tasa de crecimiento anual fue -3,7% y en moneda extranjera -17,4%. La tasa de crecimiento anual de la cartera en moneda extranjera equivalente en dólares fue de -30,3%.

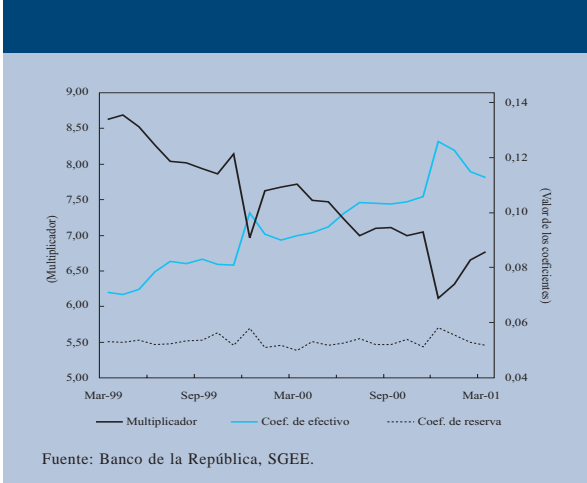
De otro lado, el crecimiento anual del saldo promedio de la cartera bruta nominal en moneda nacional para el conjunto de intermediarios financieros en el mes de marzo fue mayor que el de diciembre al pasar de -7,1% a -2,9%. Al excluir los bancos hipotecarios (resto del sistema), la tasa de crecimiento pasó de 6,8% a 9,3%. Por su parte, la tasa de contracción de la cartera de los bancos hipotecarios disminuyó de -23,5% a -18,4% (Gráfico 13).

GRÁFICO 11
PASIVOS SUJETOS A ENCAJE (PSE)
Y SUS COMPONENTES
 (VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL DEL PROMEDIO MENSUAL)



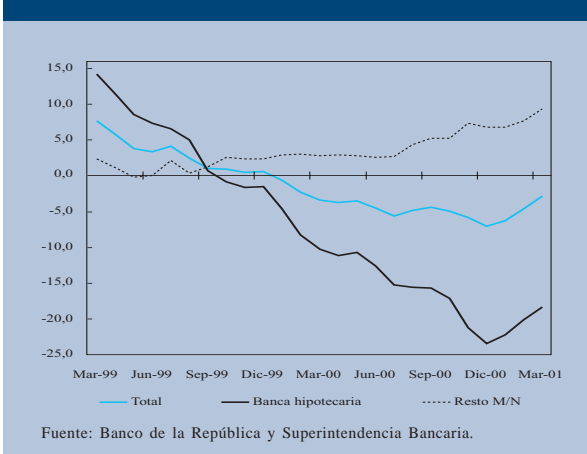
En términos reales, tanto la cartera bruta en moneda nacional del sistema financiero como la cartera bruta de los bancos hipotecarios se contrajeron a un menor ritmo en marzo frente al observado en diciembre. En el primer caso, la tasa de crecimiento en marzo fue de -9,9% frente a una de -14,5% en diciembre. En cuanto a la cartera de los bancos hipotecarios, su crecimiento en este último mes fue -24,3% frente al -29,6% registrado tres meses atrás. Por último, la cartera real excluyendo los bancos hipotecarios, exhibió un crecimiento positivo anual en marzo (1,4%), el primero que se observa desde octubre de 1998 (Gráfico 14).

GRÁFICO 12
MULTIPLICADOR DE M3



Por grupos de intermediarios financieros, en marzo se registró un aumento en la tasa de crecimiento anual del saldo promedio de la cartera no hipotecaria de las entidades privadas y de las entidades públicas. En el primer caso la tasa de crecimiento pasó de 5,9% en diciembre a 8,6% en marzo, mientras que en el segundo, el crecimiento en este último mes fue de 5,0%, menor que el de diciembre (1,2%). Asimismo, la cartera de la banca hipotecaria privada disminuyó su ritmo de contracción en este mismo período pasando de -14,4% a -6,7%. Finalmente, la cartera de la banca hipotecaria pública siguió incrementando su ritmo de contracción, tal y como ha sucedido desde hace varios meses (Gráfico 15).

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



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 5 presenta una estimación del comportamiento de la cartera si los retiros mencionados no se hubieran producido. De esta forma, se obtiene una menor idea del comportamiento del crédito nuevo del sistema financiero. A diferencia de la cartera bruta, esta cartera corregida ha mostrado crecimientos nominales positivos desde enero del año 2000, con tasas anuales que fluctuaron

GRÁFICO 14
CARTERA BRUTA REAL EN MONEDA NACIONAL
DEL SISTEMA FINANCIERO SIN FEN
(VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL DEL PROMEDIO MENSUAL)

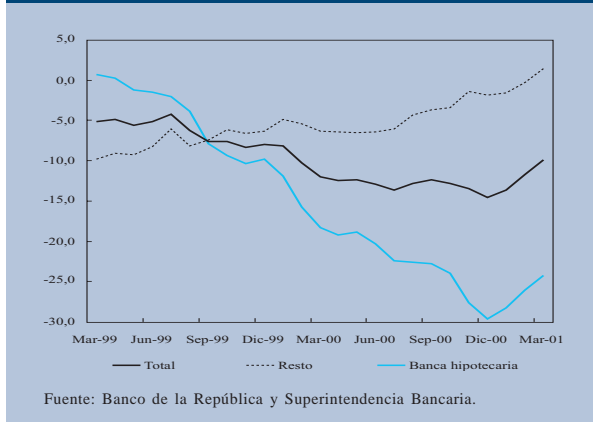
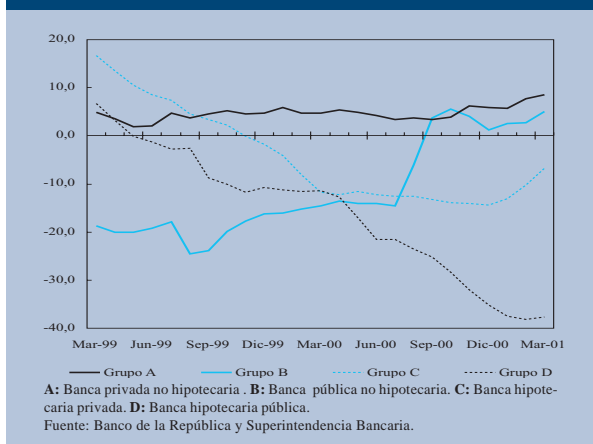


GRÁFICO 15
CARTERA NETA TOTAL EN MONEDA NACIONAL
(VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL DEL PROMEDIO MENSUAL)

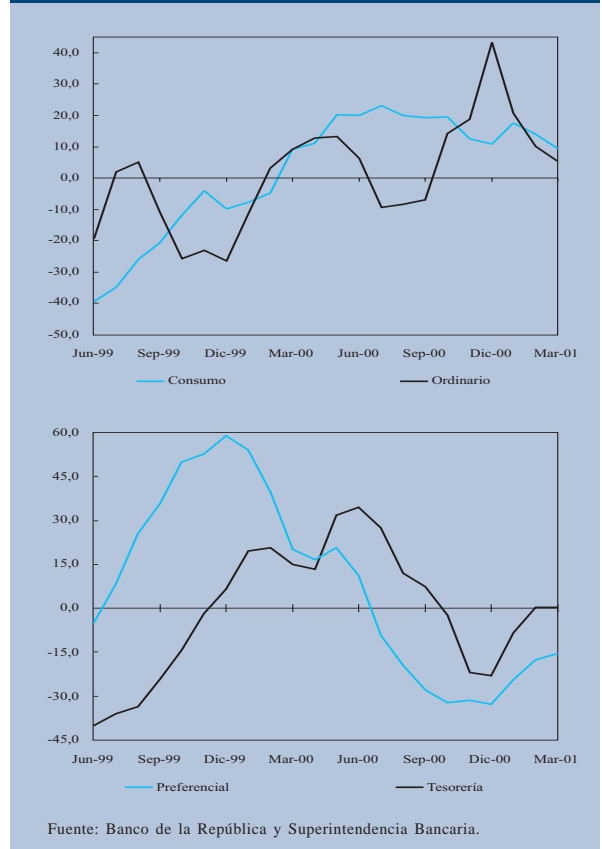


entre 3,1% y 7,0%. Según estas cifras la cartera bruta en moneda nacional habría crecido a una tasa anual de 4,5% en febrero, mayor que la observada en diciembre y enero (Cuadro 5).

Por último, en el Gráfico 16 se presenta la tasa de crecimiento anual de los montos colocados por tipo de crédito por el sistema financiero, excluyendo el crédito de tarjetas de crédito y el interbancario. La tasa de crecimiento anual de los desembolsos de crédito de consumo⁷ durante el primer trimestre del año

⁷ El crédito de consumo es el préstamo realizado por un monto inferior a 300 salarios mínimos mensuales, mientras que el crédito ordinario es el efectuado por un monto superior a este valor.

GRÁFICO 16
MONTOS COLOCADOS POR TIPO DE CRÉDITO-TOTAL
SISTEMA FINANCIERO, PROMEDIO TRES ÚLTIMOS MESES
(VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL)



(9,5%) fue menor que la del cuarto trimestre del año 2000 (10,8%). Asimismo, en este mismo período, se observó un menor ritmo de crecimiento de los desembolsos de crédito ordinario, el cual pasó de 43,2% a 5,2%. Finalmente, la tasa de contracción de los desembolsos de crédito preferencial se redujo en el primer trimestre frente al trimestre anterior, pasando de -32,7% a -15,4%, mientras que el crédito de tesorería⁸ pasó de contraerse a una tasa de 23% en el cuarto trimestre de 2000 a crecer 0,4% durante el primer trimestre del año.

3. Tasas de interés

La tasa de captación promedio medida por la DTF se ubicó al cierre de marzo de 2001 en 13,0%, la tasa

⁸ Tanto el crédito de Tesorería como el preferencial son préstamos otorgados a clientes corporativos. En el primer caso, el plazo del préstamo es inferior a 30 días, mientras que el crédito preferencial es otorgado a un plazo mayor.

CUADRO 5
CARTERA BRUTA AJUSTADA DEL SISTEMA FINANCIERO EN MONEDA NACIONAL 1/
(MILLONES DE PESOS)

| Período | Cartera bruta 2/ M/N (a) | Variación % | Cartera retirada 3/ M/N (b) | Variación % | TES Ley 546 (c) | Cartera bruta corregida (d) | Variación % |
|------------------|-----------------------------------|----------------|--------------------------------------|----------------|-----------------------|-----------------------------------|----------------|
| 1998 Dic. | 46.734.905 | | 4.169.482 | | | 50.904.387 | |
| 1999 Ene. | 46.739.081 | | 4.573.703 | | | 51.312.784 | |
| Feb. | 46.710.313 | | 4.734.359 | | | 51.444.672 | |
| Mar. | 46.931.283 | | 5.024.443 | | | 51.955.725 | |
| Abr. | 46.511.564 | | 5.028.112 | | | 51.539.676 | |
| May. | 46.625.671 | | 5.243.263 | | | 51.868.934 | |
| Jun. | 47.106.731 | | 5.454.880 | | | 52.561.611 | |
| Jul. | 46.496.683 | | 6.055.746 | | | 52.552.429 | |
| Ago. | 45.900.959 | | 6.220.077 | | | 52.121.036 | |
| Sep. | 46.814.400 | | 6.358.948 | | | 53.173.348 | |
| Oct. | 46.343.487 | | 6.453.982 | | | 52.797.468 | |
| Nov. | 47.190.023 | | 6.491.439 | | | 53.681.462 | |
| Dic. | 47.230.673 | 1,1 | 7.231.853 | 73,4 | | 54.462.526 | 7,0 |
| 2000 Ene. | 46.107.279 | (1,4) | 7.530.062 | 64,6 | | 53.637.341 | 4,5 |
| Feb. | 45.444.189 | (2,7) | 7.608.283 | 60,7 | 188.984 | 53.241.456 | 3,5 |
| Mar. | 44.908.963 | (4,3) | 7.842.072 | 56,1 | 1.009.811 | 53.760.845 | 3,5 |
| Abr. | 45.047.163 | (3,1) | 7.735.471 | 53,8 | 1.424.182 | 54.206.815 | 5,2 |
| May. | 44.330.299 | (4,9) | 8.533.174 | 62,7 | 1.554.655 | 54.418.128 | 4,9 |
| Jun. | 44.405.167 | (5,7) | 8.549.994 | 56,7 | 1.606.548 | 54.561.709 | 3,8 |
| Jul. | 44.396.256 | (4,5) | 8.358.096 | 38,0 | 1.888.354 | 54.642.705 | 4,0 |
| Ago. | 43.866.250 | (4,4) | 8.411.890 | 35,2 | 1.875.198 | 54.153.338 | 3,9 |
| Sep. | 44.313.825 | (5,3) | 8.800.999 | 38,4 | 1.865.097 | 54.979.921 | 3,4 |
| Oct. 4/ | 43.722.658 | (5,7) | 10.274.021 | 59,2 | 1.859.460 | 55.856.139 | 5,8 |
| Nov. | 43.725.868 | (7,3) | 10.179.676 | 56,8 | 1.888.094 | 55.793.637 | 3,9 |
| Dic. | 44.026.625 | (6,8) | 10.229.230 | 41,4 | 1.879.428 | 56.135.283 | 3,1 |
| 2001 Ene. | 43.641.768 | (5,3) | 10.150.433 | 34,8 | 1.873.579 | 55.665.780 | 3,8 |
| Feb. | 43.594.076 | (4,1) | 10.085.970 | 32,6 | 1.939.551 | 55.619.598 | 4,5 |

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

Nota: A partir de enero de 2000, se revisó la serie de cartera retirada, debido a nueva información del BCH. Adicionalmente, el 7 de diciembre de 2000, la Cooperativa de Grado Superior Coopcentral compró cartera que estaba en administración por \$3.255 millones.

1/ Esta información es provisional debido a que algunos rubros se calculan con base en estimaciones, ya 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.

4/ El Gobierno Nacional mediante Decreto 1814 de septiembre 18 de 2000, autorizó al Fondo de Garantías de Instituciones Financieras (Fogafin) para realizar aportes de capital en sociedades anónimas de naturaleza pública, cuyo objeto principal sea la adquisición, la administración y la enajenación de activos improductivos de propiedad de establecimientos de crédito de la misma naturaleza. Por tal motivo, Fogafin creó una entidad para este fin llamada Central de Inversiones (CISA) que en el mes de octubre realizó la siguiente operación: Bancafé vendió cartera por \$1.153.000 millones, recibiendo como pago bonos Fogafin, pero, Bancafé sigue administrando esta cartera. Además, en octubre, Bancafé vendió cartera al Fondo Nacional del Café por \$33.600 millones, recibiendo como pago efectivo, y en noviembre vendió cartera a Finagro por \$34.000 millones.

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

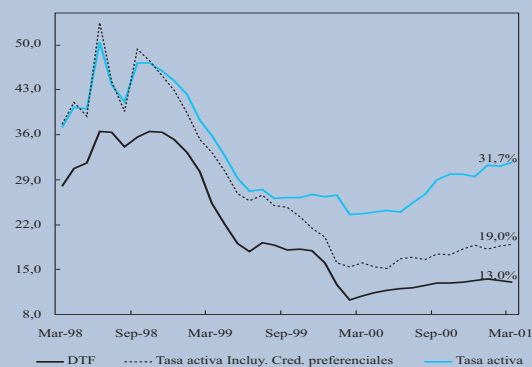
media de colocación reportada por la Superintendencia Bancaria cerró en 31,7%, y la tasa activa calculada teniendo en cuenta los créditos preferenciales se ubicó en 19,0%⁹ (Gráfico 17). El nivel de la tasa pasiva es 0,3 puntos porcentuales inferior al alcanzado al final del trimestre anterior, el de la tasa activa de la Superintendencia Bancaria es superior en 2,3 puntos porcentuales al de esta última fecha y el de la tasa activa que incluye la de crédito preferencial se mantuvo constante durante el trimestre. La diferencia entre la activa de la Superintendencia Bancaria y la DTF fue de 18,7 puntos porcentuales, de nuevo, el nivel más alto registrado desde 1986 y superior en 2,6 puntos a la diferencia que se registró en el trimestre anterior (Gráfico 18). En el último año y medio, el comportamiento de este indicador se ha correspondido con el del margen de intermediación *ex post* calculado por la Asociación Bancaria, el cual se ha incrementado de forma casi ininterrumpida desde enero del año pasado. A enero del presente año, último mes para el cual se dispone de información, el margen *ex post* fue de 7,8% (Gráfico 19).

De otro lado, la tasa de interés interbancaria se mantuvo prácticamente estable en torno a 11,0% a lo largo del trimestre. Sin embargo, siguiendo la reducción que efectuó la Junta Directiva del Banco de la República en sus tasas de intervención el 12 de marzo, la tasa interbancaria disminuyó en cerca de 50 puntos básicos en su nivel promedio en las últimas dos semanas del mes (Gráfico 20).

La tasa real (*ex post*) de captación pasó de 4,2% al final del trimestre anterior a 4,8% al cierre de marzo de 2001, mientras que la tasa real de colocación, medida con el indicador de la Superintendencia Bancaria, pasó de 19,0% a 22,2% en igual período. La tasa real de colocación calculada teniendo en cuenta las tasas de los créditos preferenciales pasó de 9,3% en diciembre a 10,4% en marzo (Gráfico 21). Por su parte, la tasa interbancaria real promedio de marzo se situó en 2,8%.

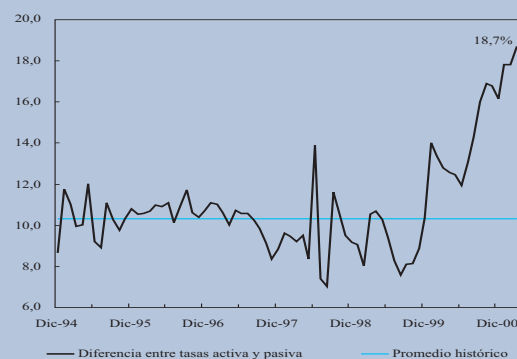
⁹ Para mayor información sobre el cálculo de esta tasa, véase al "Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República", marzo de 2001.

GRÁFICO 17
TASAS DE INTERÉS ACTIVAS Y PASIVAS
(TASA EFECTIVA ANUAL)



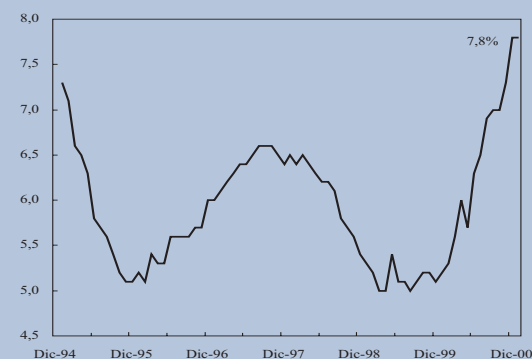
Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

GRÁFICO 18
DIFERENCIA ENTRE TASAS ACTIVA Y PASIVA
Y PROMEDIO HISTÓRICO
(PORCENTAJE)



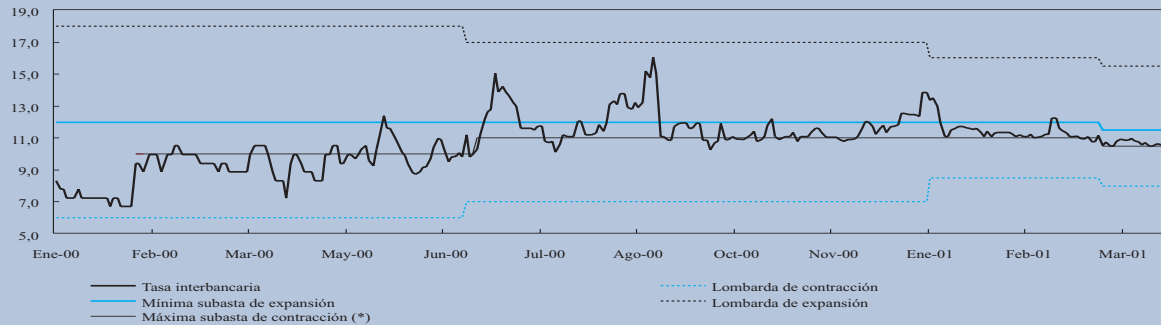
Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

GRÁFICO 19
MARGEN DE INTERMEDIACIÓN
(EX-POST)
(PORCENTAJE)



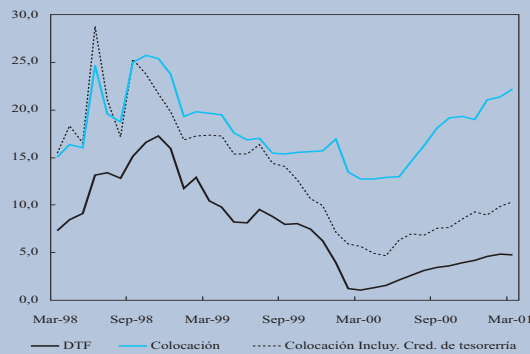
Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

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



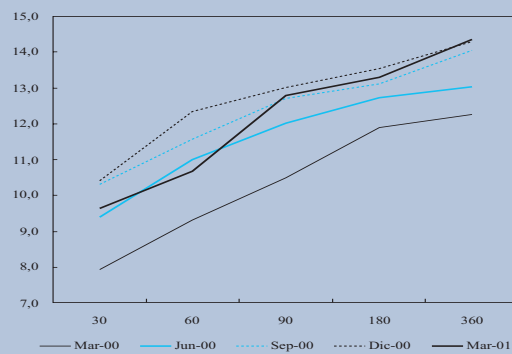
(*) Las subastas de contracción a esta tasa se hacen a un plazo de 14 días.
 Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

GRÁFICO 21
TASAS REALES DE CAPTACIÓN Y COLOCACIÓN
DEL SISTEMA FINANCIERO
 (PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

GRÁFICO 22
TASA BÁSICA A DIFERENTES PLAZOS (TBS)
CALCULADA POR LA SUPERINTENDENCIA BANCARIA
 (PORCENTAJE)



Fuente: Superintendencia Bancaria.

El Gráfico 22 muestra cómo ha evolucionado la curva de rendimientos de la tasa básica de la Superintendencia Bancaria a diferentes plazos durante los últimos 12 meses. Mientras en los últimos meses las tasas de interés a los plazos más cortos (30 a 90 días) se redujeron, para las de plazos un poco más largos (un año, por ejemplo) esto no ha sucedido, y a finales del trimestre se ubicaban en niveles cercanos al 14,0%. Este hecho causó un aumento importante de la pendiente de la curva de rendimientos de marzo con respecto a la observada durante el año anterior.

En el Gráfico 23 se puede ver el comportamiento de las curvas *spot* y *forward* para los últimos 12 meses. La curva *spot* (línea gruesa) muestra la tasa a 90 días, la cual se ha mantenido en los últimos seis meses en niveles muy cercanos al 13,0%.

En cuanto a las curvas *forward* (líneas delgadas), cada uno de sus puntos muestra la expectativa de los agentes sobre la tasa a 90 días actualmente (primer punto), dentro de 30 días (segundo punto) y así sucesivamente hasta dentro de 360 días. Las curvas *forward* muestran que el mercado continúa esperando repuntes adicionales de la tasa de interés a 90 días en el muy corto plazo hasta niveles del 15,0%, pero para plazos intermedios (seis meses), la tasa a 90 días podría retornar a niveles cercanos a 13,5%.

4. Diferenciales de rentabilidad

En esta sección se presenta el diferencial entre la rentabilidad externa y la rentabilidad 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 tomará, a partir de este informe, la tasa de los certificados de depósito a 90 días del mercado de Nueva York. Por último, la tasa interna de referencia que se utilizó fue la DTF.

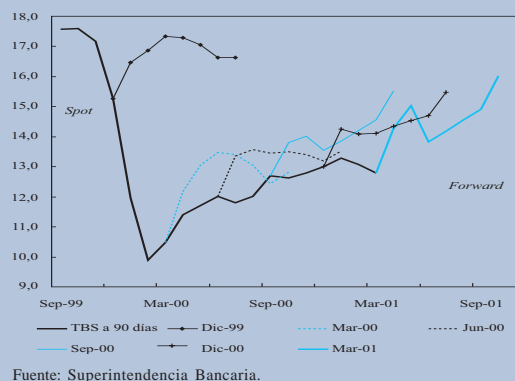
En el Gráfico 24, se comparan la rentabilidad externa esperada y la rentabilidad de las inversiones internas (medidas por la DTF). Durante el último trimestre, mientras la rentabilidad interna se mantuvo en niveles muy cercanos a 13,0% anual, la rentabilidad externa esperada se redujo en cerca de un punto porcentual, debido a la reducción de las expectativas de devaluación y de la tasa externa de referencia. Gracias a ello, en el mes de marzo la rentabilidad interna se ubicó ligeramente (0,5 puntos porcentuales) por encima de la externa esperada, revirtiendo lo sucedido en los dos meses anteriores.

5. Tipo de cambio nominal

La tasa de cambio nominal al cierre de marzo se ubicó en \$2.311 por dólar frente a un nivel de \$2.230 por dólar al cierre del año anterior. La devaluación anual se ubicó al cierre de marzo en 18,4% y en lo corrido del año alcanza 3,7% (gráficos 25 y 26).

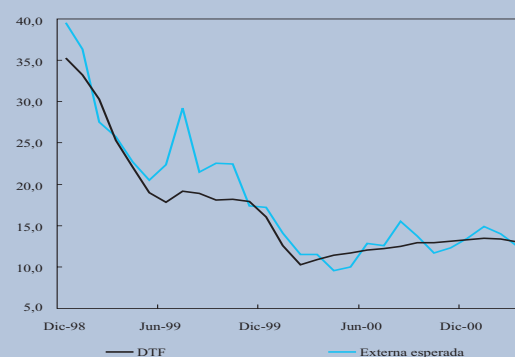
En el primer trimestre, gran parte de la devaluación se concentró en marzo (2,4%), especialmente durante la segunda mitad del mes. Durante enero y gran parte de febrero, el dólar mostró mayor estabilidad debido a la oferta de divisas efectuada por parte de la Tesorería General de la Nación, lo que permitió a los tenedores de opciones ejercerlas y al Banco de la República comprar \$149 millones de dólares. En marzo, como es usual, se presentó una importante de-

GRÁFICO 23
PROYECCIÓN TBS A 90 DÍAS
(PORCENTAJE)



Fuente: Superintendencia Bancaria.

GRÁFICO 24
RENTABILIDADES INTERNA Y EXTERNA ESPERADAS
(PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 25
TASA REPRESENTATIVA DE MERCADO
(PESOS POR DÓLAR)



Fuente: Superintendencia Bancaria.

manda de divisas, originada en el sector real para el pago de importaciones y para el giro de remesas de utilidades de las empresas extranjeras a sus casas matrices en el exterior. Igualmente, en esta oportunidad, también se presentó una demanda mayor que la esperada por parte de algunos intermediarios financieros, en particular fondos de pensiones, los cuales vieron atractiva la compra de bonos de deuda pública colombiana en el exterior. Ello sumado al hecho que la Tesorería disminuyó su oferta, por razón de su amplia liquidez en pesos, hizo que el dólar retomara su tendencia ascendente, en este mes.

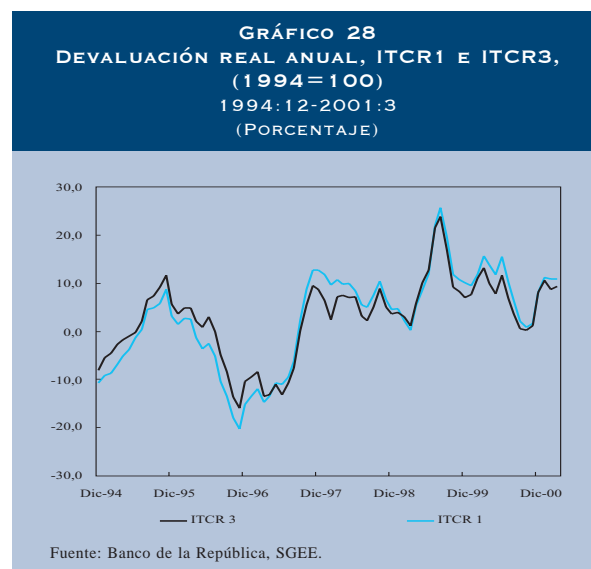
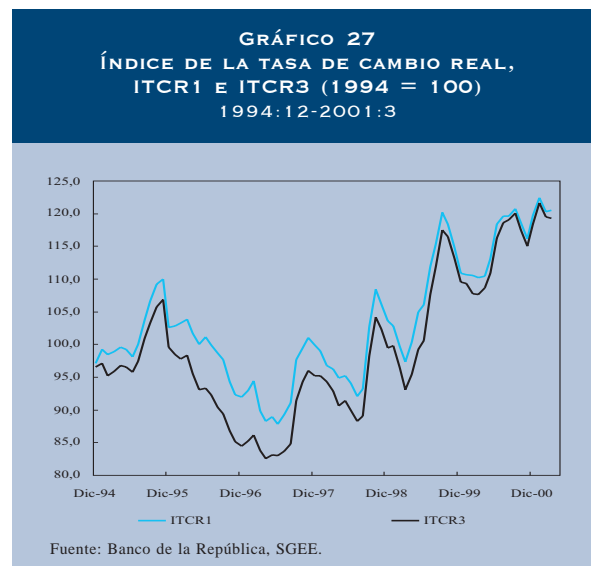
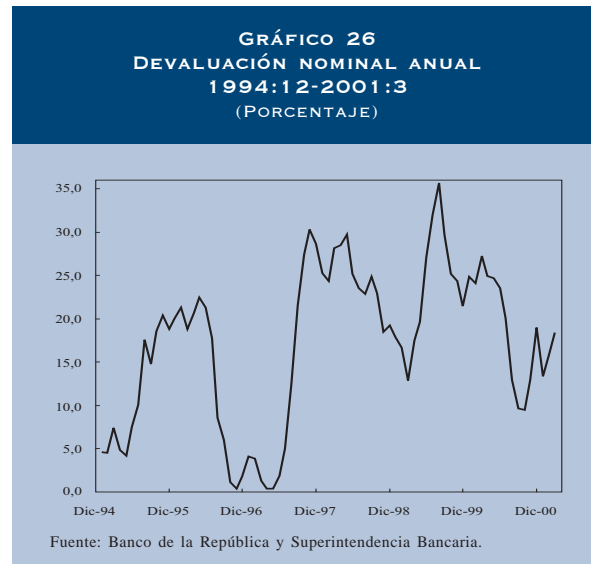
6. Tipo de cambio real

En promedio, la tasa de cambio real medida por el ITCR1 (1994 = 100), que utiliza el IPP del país y de sus 20 socios comerciales, se ubicó durante marzo en 120,5. De tal forma que este indicador muestra una devaluación anual de 9,3% y en lo corrido del año, de 0,6%. Si se emplea el ITCR3 (1994 = 100), que utiliza el IPC, se obtiene que la devaluación anual a marzo fue de 10,8% y año corrido de 0,8% (gráficos 27 y 28).

La escasa devaluación real durante el primer trimestre contrasta con la devaluación nominal observada en este período y se explica por el efecto de las devaluaciones cruzadas entre las diferentes monedas que componen la canasta de divisas del ITCR1 e ITCR3, y en especial por la devaluación del euro respecto al dólar. Si se considera la devaluación real frente al dólar únicamente, ésta ascendió a 1,2% en lo corrido del primer trimestre.

7. Precios de activos

A continuación, se presentan algunas variables que describen el comportamiento de los precios de algunos activos en Colombia. La primera de ellas, el Índice de la Bolsa de Bogotá (IBB), es un índice ponderado del precio de las 20 acciones de empresas colombianas que en las últimas 48 quincenas han registrado el mayor volumen y monto de transacciones en la Bolsa de Bogotá. Los ponderativos de cada una de las 20 acciones que componen el índice dependen de los montos y volúmenes transados y son recalculados cada 15 días.



Tras haber caído durante la mayor parte del año anterior, el IBB ha mostrado un significativo repunte en lo corrido de 2001. Mientras el IBB al final del año anterior se ubicó en 713, al final de marzo fue de 808, lo cual equivale a un crecimiento en lo corrido del año de 13,3% (Gráfico 29).

Otra variable que brinda información acerca del comportamiento del precio de los activos es el índice de precios de vivienda calculado por el Departamento Nacional de Planeación para Bogotá y Medellín desde 1994 con periodicidad mensual¹⁰. En el Gráfico 30 se presenta la inflación de los precios de vivienda en las dos ciudades citadas y la inflación medida por el IPC. A partir del segundo semestre de 1995 la inflación 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 estas dos ciudades comenzó a disminuir de manera continua, siendo esta caída más fuerte en Bogotá que en Medellín. En el caso de Bogotá, esta situación comenzó a revertirse desde finales del año pasado, y a febrero, el crecimiento de los precios de la vivienda ya era de 8,8%, superior al de la inflación al consumidor. En Medellín, por el contrario, los precios de la vivienda no han reaccionado y a febrero continuaban contrayéndose ligeramente.

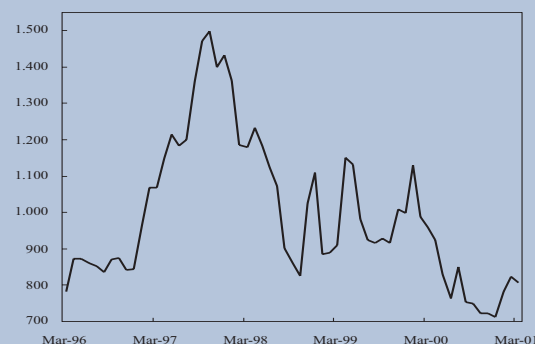
8. Indicador de condiciones monetarias

El indicador de condiciones monetarias de la demanda para el primer trimestre de 2001 se sitúa dentro de los lineamientos holgados de la conducción de la política monetaria con respecto al período base elegido para la construcción del indicador (1998:1)¹¹.

¹⁰ La información sobre precios de la vivienda corresponde a la recopilada por el Departamento Nacional de Planeación de la revista *La Guía*, la cual produce información sobre intenciones de transacción (compra y venta) de vivienda nueva y usada.

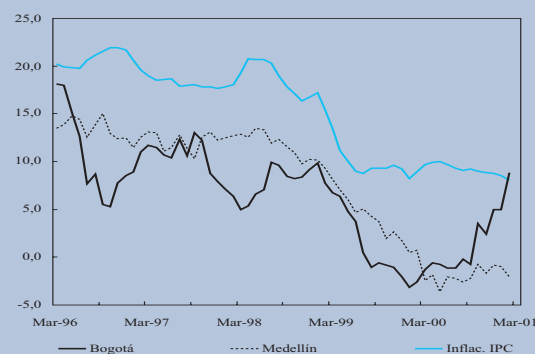
¹¹ Para el presente informe, se ha cambiado el año base utilizado para el cálculo del indicador de condiciones monetarias de 1994:4 a 1998:1 en vista de que este último período parece ofrecer más claramente las características requeridas para tal efecto, entre ellas la presencia de una brecha del producto neutral. Una explicación más detallada sobre esta decisión aparecerá próximamente en un documento que publicará el Banco de la República.

GRÁFICO 29
ÍNDICE DE LA BOLSA DE BOGOTÁ
 (ENERO 1991 = 100)
 1991:12-2001:3
 (PORCENTAJE)



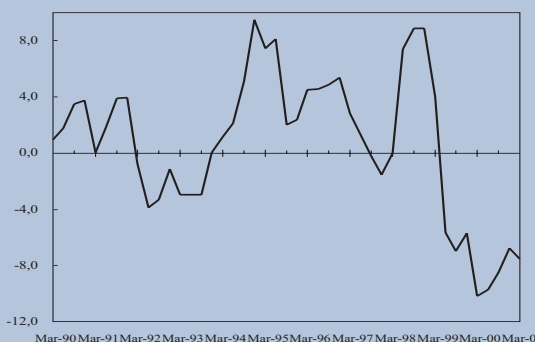
Fuente: Bolsa de Bogotá.

GRÁFICO 30
INFLACIÓN DE PRECIOS DE VIVIENDA EN BOGOTÁ
Y MEDELLÍN Y DEL IPC
 1996:3-2001:2
 (PORCENTAJE)



Fuente: Departamento Nacional de Planeación (DNP).

GRÁFICO 31
INDICADOR DE CONDICIONES MONETARIAS (ICM)
DE LA DEMANDA AGREGADA
 (PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República, SGEE.

Este comportamiento se viene registrando desde mediados de 1999 y durante todo el año 2000. Para el trimestre en análisis, la posición del indicador se explica tanto por el efecto de las bajas tasas de interés reales observadas en los dos trimestres anteriores, como por el efecto relativo de la devaluación real registrada en el primer trimestre de 2001 (Gráfico 31).

B. OFERTA Y DEMANDA

Las cifras económicas de finales del año pasado y de comienzos de 2001 sugieren que la economía puede haber perdido un poco de impulso frente a las tendencias exhibidas con anterioridad y frente al desempeño esperado por los analistas y el gobierno. Sin embargo, las razones que explican este menor ritmo de crecimiento, así como el verdadero estado de salud del sector real todavía no son claras. De un lado, hasta ahora, el menor ritmo de crecimiento de los últimos meses parece obedecer en buena parte a problemas transitorios originados en la oferta antes que a un debilitamiento adicional de la demanda. Pero, por otra parte, también en lo corrido del año se han hecho presentes factores en los frentes interno y externo, no previstos enteramente en el anterior Informe sobre Inflación, que pueden afectar adversamente la confianza de inversionistas y consumidores, complicando el desempeño económico en los próximos meses y disminuyendo la probabilidad de alcanzar el crecimiento del 3,8% proyectado por el gobierno. Dentro de las nuevas circunstancias sobresalen: la pronunciada pérdida de dinamismo de la economía de los Estados Unidos y el menor crecimiento observado en las economías europea y japonesa, los muy bajos precios del café y la reducción en los de algunos otros productos primarios de exportación como consecuencia del menor dinamismo de la demanda mundial y los problemas de seguridad interna que vienen limitando las posibilidades de exportar petróleo y golpeando la capacidad de generación de energía eléctrica.

1. Consideraciones generales

De acuerdo con el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), el crecimiento anual del PIB durante el cuarto trimestre de 2000 fue de 2,0%, un ritmo inferior al observado en los tres trimestres anteriores y que conlleva una reducción respecto al valor desestacionalizado del tercer trimestre (Cuadro 6). Para todo el año, el crecimiento del PIB ascendió a 2,8%, una cifra importante dada la fuerte contracción de 1999, pero que se quedó corta con relación al 3,0% proyectado por el gobierno.

El menor crecimiento durante todo el año 2000, frente a las previsiones hechas por el gobierno y algunos analistas, tiene que ver básicamente con una desaceleración imprevista del ritmo de crecimiento durante el cuarto trimestre, el cual tuvo su origen ante todo en dos choques de oferta. El primero de ellos tiene que ver con el menor volumen de la producción petrolera por problemas de orden público especialmente, que hizo que el sector de minas y canteras se contrajera 6,5% y no 3,5% como inicialmente se había previsto, teniendo en cuenta el proceso natural de declinación de los principales yacimientos colombianos¹². Los problemas de orden público ya habían entorpecido la producción y transporte del crudo en el tercer trimestre y nuevamente, se presentaron en los primeros meses de 2001, cuando por su causa la producción de petróleo en Caño Limón estuvo virtualmente paralizada. El otro choque de oferta se relaciona con la huelga que afectó a la más grande empresa productora de bebidas del país y que se tradujo en una contracción de la producción de esta rama del orden del 4,0% en el cuarto trimestre de 2000 frente al nivel observado en igual período de 1999. En parte, por ello, la industria manufacturera creció a un ritmo anual de 7,7% en este período, bastante menor que el observado en los tres primeros meses del año.

La parálisis en la producción de bebidas ha impactado el crecimiento económico de los últimos me-

¹² Según proyecciones del Departamento Nacional de Planeación.

CUADRO 6
PRODUCTO INTERNO BRUTO TRIMESTRAL, POR RAMAS DE ACTIVIDAD ECONÓMICA
A PRECIOS CONSTANTES DE 1994, SERIES DESESTACIONALIZADAS
(VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL)

| | 2000 (pr) | | | | |
|-----------------------------------------------------------|-----------|-------|-------|-------|--------------|
| | I | II | III | IV | Año Completo |
| PIB | 2,5 | 3,5 | 3,2 | 2,0 | 2,8 |
| Agricultura, silvicultura, caza y pesca | 2,6 | 7,4 | 3,8 | 7,2 | 5,2 |
| Explotación de minas y canteras | (0,4) | (7,9) | (8,1) | (6,5) | (5,8) |
| Electricidad, gas y agua | 4,1 | 1,9 | 1,8 | 3,1 | 2,7 |
| Industria manufacturera | 8,4 | 11,4 | 13,0 | 6,1 | 9,7 |
| Construcción | (9,1) | (2,6) | 2,0 | 4,8 | (1,5) |
| Comercio, reparación, restaurante y hoteles | 4,1 | 7,2 | 6,2 | 3,4 | 5,2 |
| Transporte, almacenamiento y comunicación | 3,5 | 4,1 | 3,9 | 3,2 | 3,7 |
| Establec. financieros, seguros, Inmuebl. y servicio Empr. | (1,5) | (0,1) | 1,4 | 0,4 | 0,0 |
| Servicios sociales, comunales y personales | 1,2 | (1,2) | (1,9) | (2,3) | (1,1) |
| Servicios bancarios imputados | (14,0) | (9,4) | (2,6) | (2,8) | (7,7) |
| Subtotal valor agregado | 2,7 | 3,5 | 3,0 | 2,2 | 2,9 |

(pr) Preliminar.
Fuente: DANE.

ses de dos formas, ambas importantes, dada la gran participación de este subsector dentro de la producción industrial (7,9%) y los estrechos vínculos que tiene con otras ramas de la producción por dentro y por fuera de la industria. Directamente, a través de la reducción significativa en los niveles de producción. El crecimiento anual de la industria excluido el sector de bebidas fue durante el cuarto trimestre de 2000 de 8,7%. Indirectamente a través de su efecto multiplicador, el cual no solo se restringe al sector industrial a través de la menor demanda de insumos, sino también a otros sectores cruciales en el PIB como el comercio y el transporte. De acuerdo con estimaciones muy preliminares del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, tanto el impacto directo como el indirecto de los problemas laborales del sector fueron de 3,5 puntos porcentuales en el crecimiento de la sola producción industrial de diciembre del año pasado.

Fuera de los problemas señalados, durante el cuarto trimestre de 2000 el crecimiento también se pudo haber resentido por el retroceso en las actividades del sector público y por la mayor debilidad del sector financiero. Para el resto de grandes sectores y

de ramas industriales no se percibió un deterioro claro en las tendencias de crecimiento, e incluso sectores como la construcción mostró síntomas alentadores de recuperación al crecer a tasas superiores a las previstas.

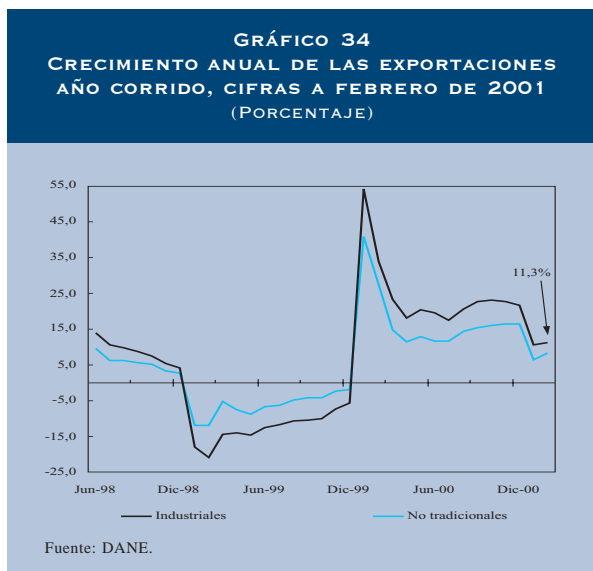
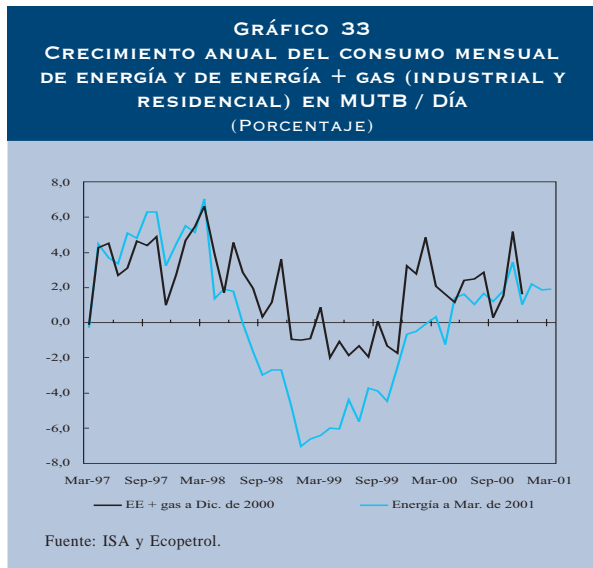
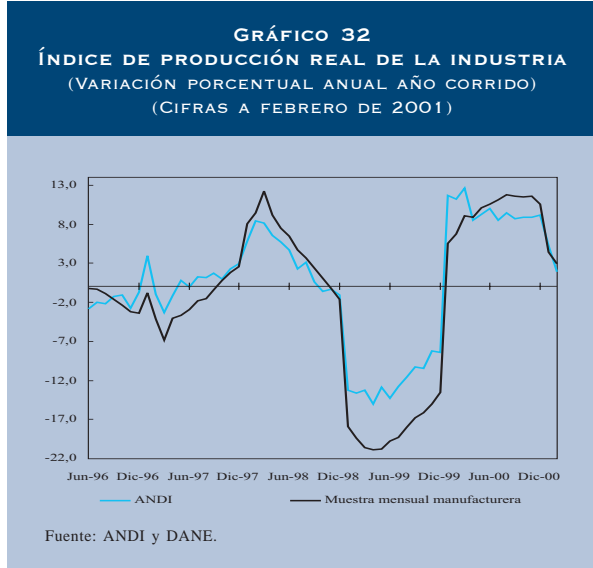
Durante los primeros meses de 2001, la información estadística disponible sigue ofreciendo señales ambiguas. A febrero, sectores como la industria y el comercio seguían creciendo, pero, sin duda alguna, mostraban un dinamismo menor que el previsto. Según cifras de la muestra mensual manufacturera del DANE, para el año corrido a febrero la industria sin trilla de café registró un crecimiento anual de 2,9%, bastante por debajo del ritmo de expansión que se observó el año pasado y menor que las estimaciones conservadoras que se hacían hace unos meses, las cuales tenían en cuenta el efecto estadístico de comparar con una mayor base en el año 2000 (Gráfico 32). En cuanto al comercio, las ventas al por menor del sector en los primeros dos meses crecieron a una tasa negativa de 1,3%, inferior a la ya débil de finales del año pasado.

Los problemas de oferta en los sectores petrolero y de bebidas parecen seguir siendo la principal

causa del menor crecimiento. De acuerdo con las estimaciones del Ministerio de Hacienda, el crecimiento de la industria se redujo nuevamente en los meses de enero y febrero en 2,7 y 2,6 puntos porcentuales, respectivamente, por la semiparálisis del sector de bebidas. Adicionalmente, durante estos primeros meses la industria azucarera ha enfrentado problemas de abastecimiento de insumos que la han forzado a disminuir su ritmo de producción y explican en parte el mediocre desempeño de la industria de alimentos en este período.

Otros indicadores reales dados a conocer recientemente no presentan cambios en sus tendencias, sugiriendo que la recuperación económica continúa su marcha en varios frentes. Tal es el caso del consumo mensual de energía eléctrica, el cual creció en el primer trimestre a una tasa anual promedio de 2,0%, superior al crecimiento promedio del año 2000 (Gráfico 33). De igual manera, las exportaciones no tradicionales, en especial las industriales, siguen exhibiendo un dinamismo importante. Para el año corrido a febrero, el crecimiento anual de las exportaciones industriales fue de 11,3%, el cual resulta significativo si se tiene en cuenta que se da sobre el ya alto nivel alcanzado el año anterior (Gráfico 34). Según destino, las exportaciones de este tipo a Ecuador crecen a un ritmo considerable (más del 70,0%) recuperando rápidamente el terreno perdido en los dos años precedentes como resultado de la crisis económica que afectó a este país. Las exportaciones industriales a Venezuela también mantenían un crecimiento importante en estos dos primeros meses (21,0% para el año corrido) al igual que las dirigidas al mercado de los Estados Unidos. Sin embargo, en estos dos últimos casos, al igual que en el de las exportaciones no tradicionales dirigidas a algunos otros países como Alemania, se ha detectado una desaceleración en ciertos subsectores como textiles, químicos y equipo de transporte que podría estar anticipando un quiebre en las tendencias.

Con cifras a enero, las importaciones tampoco anticipan una desaceleración clara en el ritmo de crecimiento económico. Para el agregado, su crecimiento anual fue de 13,5% en el primer mes del año y como se menciona más adelante, el crecimiento se

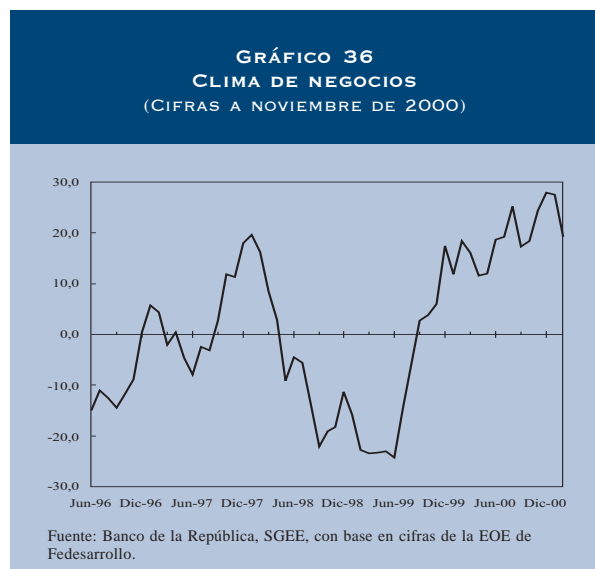
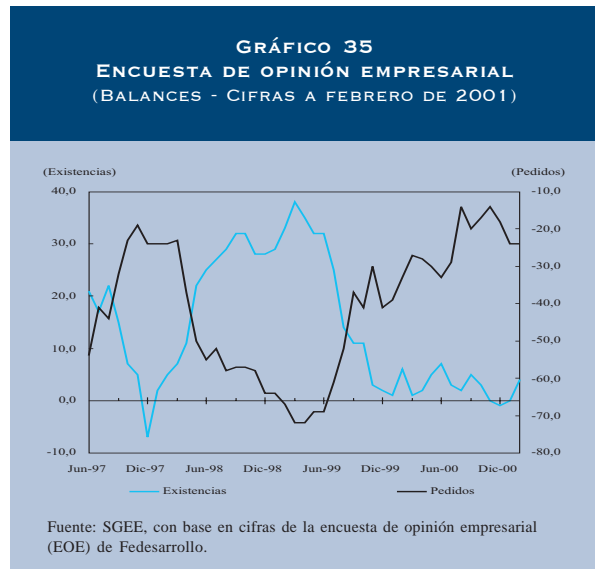


observó en los tres grupos principales: bienes de consumo, intermedios y de capital. Adicionalmente, las cifras de empleo, tanto de la industria como el global, mejoraron en los dos primeros meses de este año comparado con igual período de 2000. Del mismo modo, diversos indicadores del sector de la construcción como licencias y transacciones inmobiliarias continuaban recuperándose, lo que sugiere un crecimiento positivo del citado sector durante estos primeros meses.

Por último, las cifras de la encuesta de opinión empresarial de Fedesarrollo no anticipan cambios importantes en el desempeño de la producción industrial para los próximos meses. Aunque el indicador de pedidos ha sufrido un ligero retroceso en enero y febrero respecto a meses anteriores, esto puede obedecer, en parte, a factores estacionales, pues sus niveles todavía son altos. Algo similar puede decirse respecto al indicador de existencias, el cual ha mostrado un leve crecimiento en lo corrido del año (Gráfico 35). Tan solo las expectativas de situación económica a seis meses parecen haberse afectado de manera adversa en el mes de febrero por razones que aún no son claras, lo que explica la reducción del indicador de clima de negocios en este mes, aunque, en este caso, también su nivel sigue siendo uno de los más altos del último año y medio (Gráfico 36).

Así las cosas, es de esperar que el primer trimestre del año arroje un crecimiento anual para la mayoría de las ramas del PIB no muy diferente del observado en el cuarto trimestre, aunque los problemas de oferta señalados en un comienzo pesarán más ahora que a finales del año pasado. En este sentido, debe esperarse que al haber terminado la huelga en la industria de bebidas a finales de febrero, el mes de marzo muestre un mejor desempeño de la industria y del comercio que en enero y febrero.

Hacia los próximos meses se estima que la economía puede continuar creciendo, entre otras cosas porque las tasas de interés siguen siendo relativamente bajas y porque la disminución de la inflación todavía les permite a las autoridades monetarias mantener una



postura de política holgada en materia de liquidez. Sin embargo, lo que todavía no resulta claro en la actualidad es si la economía podrá superar el desempeño del año pasado y crecer al ritmo proyectado del 3,8%, en vista de que en los últimos meses han surgido noticias desfavorables:

✚ La primera noticia tiene que ver con la mayor desaceleración de la economía americana frente a lo previsto hace unos meses. Esta circunstancia tiende a afectar el desempeño económico vía un deterioro de los términos de intercambio principalmente. Algunos síntomas en este sentido ya se han observado, como la mayor debilidad de los precios del café y las

fuertes disminuciones esperadas en el precio del níquel (del orden del 20% para 2001) entre otros, que explican, en parte, la contracción de las exportaciones tradicionales en dólares para enero y febrero (véase Capítulo IV). Dado que la participación de las exportaciones no tradicionales dirigidas a este mercado todavía es relativamente pequeña, la menor demanda en el mercado americano solo golpeará marginalmente el crecimiento del PIB, siempre y cuando esta situación no se extienda por mucho tiempo.

✘ En los últimos meses también se ha hecho evidente que los problemas de seguridad interna pueden tener este año un importante impacto sobre la economía, como se desprende de la virtual parálisis de la producción de petróleo de Caño Limón y sus efectos sobre el desempeño de las exportaciones petroleras. Así mismo, se ha incrementado el riesgo de una crisis energética en vista de los continuos atentados terroristas contra la infraestructura de transmisión de energía eléctrica. Como lo demuestra la experiencia de 1991, una crisis a este nivel puede fácilmente provocar una recesión, sobre todo si el punto de partida es el de una economía débil como sucede en la actualidad.

✘ Los niveles de incertidumbre de los inversionistas siguen siendo altos como lo demuestra el retroceso en las expectativas de la situación económica a seis meses de los industriales, según ya se mencionó. Algo similar se puede decir de la confianza de los consumidores a juzgar por el pobre desempeño de las ventas de bienes de consumo durable como automóviles y del crédito de consumo. La posibilidad de acelerar el crecimiento descansa en un mejor comportamiento del consumo y la inversión, por cuanto las exportaciones no tradicionales difícilmente pueden realizar esta tarea, dado que su participación dentro de la demanda total es todavía baja.

✘ Por último, el atractivo de los mercados emergentes como el colombiano, puede haberse resentido a raíz del riesgo que en la actualidad presentan economías como la de Argentina y Turquía. Esta circunstancia puede disminuir los flujos netos de capitales al país, forzando una reducción en los presupuestos de

gastos de los sectores privado y público. La continua devaluación del peso en lo corrido del año podría ser una manifestación de este fenómeno.

2. Consumo

Durante el cuarto trimestre, el consumo final tuvo un desempeño inferior al esperado. De acuerdo con las cifras del DANE, esta demanda prácticamente se estancó en los tres últimos meses del año pasado comparado con igual período de 1999 (Cuadro 7). La pérdida de dinamismo del consumo ya se había detectado en el tercer trimestre, cuando su ritmo de crecimiento se redujo de manera importante frente a lo observado en el primer semestre de ese año. En esa oportunidad, dicha situación fue atribuida al mucho menor crecimiento del consumo público, el cual debía ajustarse para satisfacer las metas fiscales del programa macroeconómico. El estancamiento del consumo durante el cuarto trimestre, también puede ser explicado, en parte, por esta circunstancia. Sin embargo, las bajas tasas reales de crecimiento de indicadores como las ventas financiadas con tarjetas de crédito y del índice de ventas al por menor sugieren que al estancamiento del consumo final también pudo contribuir la desaceleración del consumo privado.

Para los primeros meses de 2001 es poca la información disponible. La cifra de ventas financiadas con tarjetas de crédito señala que el consumo privado ha seguido creciendo, pero a un ritmo lento. Para febrero, dichas ventas crecieron 8,3% respecto a enero de 2000, lo que significa un crecimiento real de solo 0,3% aproximadamente (Gráfico 37). La información sobre ventas al por menor permite extraer una conclusión similar. Excluidas las ventas de combustibles, este indicador creció a una tasa anual de 2,4% en enero, ligeramente por debajo del ritmo presentado durante buena parte del año anterior (Gráfico 38).

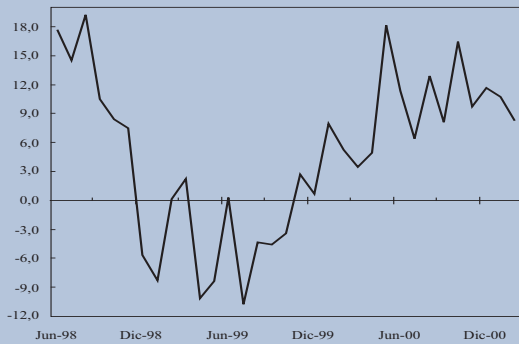
Como se ha mencionado en informes anteriores, para gran parte de 2001 no es posible esperar crecimientos mucho mayores del consumo final de los hasta ahora observados. Esto por cuanto los actuales niveles de desempleo y los todavía altos niveles de endeudamiento de los hogares hacen difícil prever un

CUADRO 7
OFERTA Y DEMANDA FINALES EN EL TERRITORIO NACIONAL
A PRECIOS CONSTANTES DE 1994, SERIES DESESTACIONALIZADAS
(VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL)

| Concepto | 2000 (p) | | | | |
|---------------------------------|----------|----------|-----------|----------|--------------|
| | I Trim. | II Trim. | III Trim. | IV Trim. | Año completo |
| PIB | 2,49 | 3,50 | 3,18 | 2,05 | 2,80 |
| Importaciones totales | 8,16 | 9,12 | 6,48 | (0,34) | 5,71 |
| Total oferta final | 3,36 | 4,34 | 3,69 | 1,66 | 3,25 |
| Consumo final | 2,37 | 2,24 | 1,05 | (0,03) | 1,40 |
| Formación bruta de capital | 8,65 | 20,14 | 17,01 | 4,56 | 12,30 |
| Subtotal: demanda final interna | 3,28 | 4,61 | 3,25 | 0,63 | 2,92 |
| Exportaciones totales | 3,76 | 2,90 | 5,98 | 7,22 | 4,98 |
| Total demanda final | 3,36 | 4,34 | 3,69 | 1,66 | 3,25 |

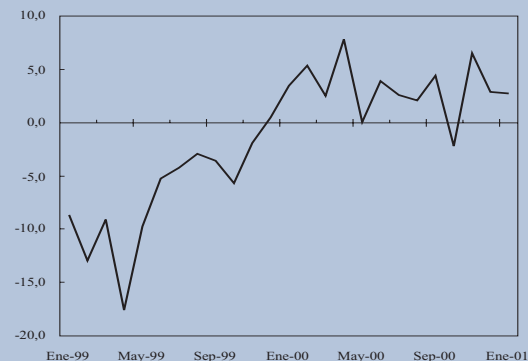
(p) Provisional.
Fuente: DANE.

GRÁFICO 37
VENTAS EFECTUADAS CON TARJETAS DE CRÉDITO
TOTAL SISTEMA, A FEBRERO DE 2001
(VARIACIÓN PORCENTUAL NOMINAL ANUAL)



Fuente: Red Multicolor.

GRÁFICO 38
CRECIMIENTO REAL ANUAL DE LAS VENTAS MENSUALES
DEL COMERCIO AL POR MENOR, SIN COMBUSTIBLES, A ENERO DE 2001
(PORCENTAJE)



Fuente: DANE, y cálculos del Banco de la República.

consumo privado mucho más dinámico. Algo similar puede decirse del consumo público, dado el programa macroeconómico en ejecución.

De todas maneras, noticias como el crecimiento del empleo en enero y febrero, así como el buen comportamiento de las importaciones de bienes de consumo en enero permiten todavía ser optimistas respecto de

la posibilidad de que esta demanda registre un desempeño compatible con una tasa de crecimiento económico de entre 3,0% y 4,0%. Las importaciones del mes de enero de bienes de consumo durable crecieron a una tasa anual de 38,5%, muy superior a la de los meses anteriores. Por su parte, las importaciones de bienes de consumo no duradero durante este mes lo hicieron a una tasa anual de 11,8%, bastante ma-

yor que la observada el año anterior cuando este rubro permaneció prácticamente estancado (Gráfico 39).

3. Inversión

Al igual que aconteció con el consumo, durante el cuarto trimestre del año pasado la inversión total también se desaceleró frente al ritmo que mostró en trimestres anteriores. Según cifras del DANE, el crecimiento anual de la inversión en el cuarto trimestre fue de 4,6% mientras que en los dos anteriores había superado el 15,0%.

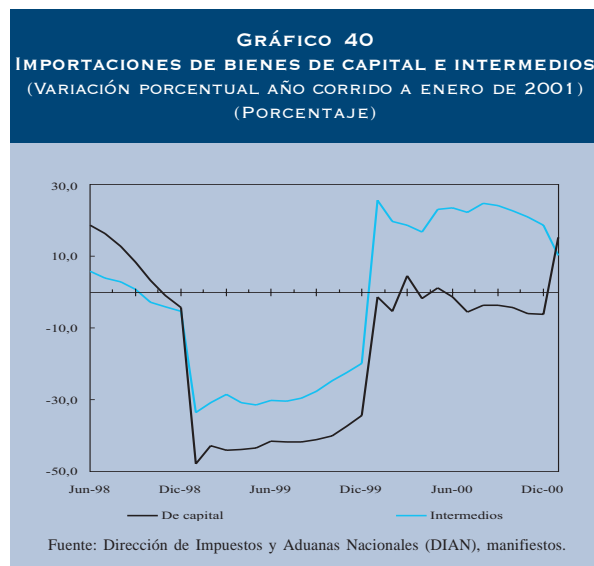
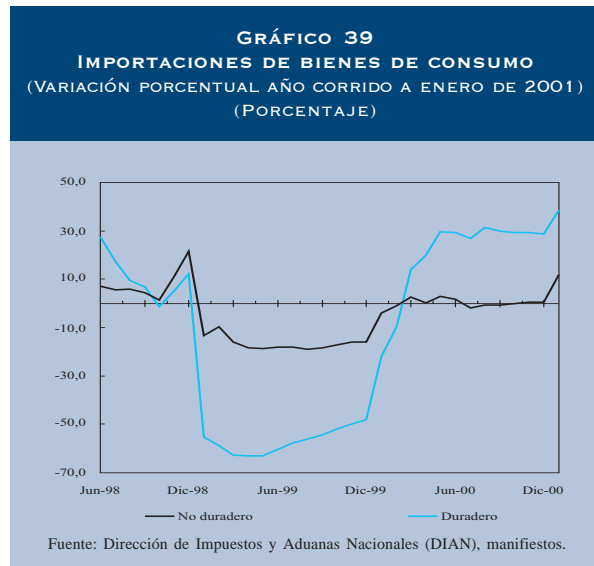
Dado que los niveles de inversión todavía son muy bajos comparados con los de mediados de la década, su desaceleración a finales del año pasado es preocupante y puede estar reflejando una falta de confianza recurrente por parte de los inversionistas que resta posibilidades de crecimiento a la economía. Sin embargo, al igual que con el consumo, debe tenerse en cuenta que la reducción de la inversión pública pudo desempeñar un papel importante en el menor dinamismo de finales de 2000.

A pesar de lo anterior, el comportamiento de indicadores de inversión como las importaciones de bienes intermedios y de capital durante enero también permiten mantener el optimismo en este frente. En este mes, las importaciones de bienes intermedios en valor siguieron creciendo a un buen ritmo (10,2% anual) en tanto que las de bienes de capital exhibieron un crecimiento positivo importante (15,4%) (Gráfico 40). Como se mencionó en informes anteriores, las importaciones de bienes de capital medidas en dólares habían seguido contrayéndose durante el año pasado, al parecer por la reducción en los precios, pues la cifra en volumen sí se expandía. Con los datos de enero, la expansión se da tanto en valor como en volumen.

C. SALARIOS Y EMPLEO

1. Salarios industriales

La tendencia decreciente en el ritmo de ajuste de los salarios del sector industrial, que se observó durante



todo 2000, se mantuvo durante los dos primeros meses de 2001. En este período la desaceleración continuó siendo significativa, pues mientras al cuarto trimestre el promedio de 12 meses del salario nominal se reajustó a un ritmo anual de 13,4% para el conjunto de obreros y empleados, durante los dos primeros meses del año lo hizo a una tasa del 12,7% (Gráfico 41). La disminución es más notable si se tiene en cuenta que para los dos primeros meses del año, los salarios nominales del sector se incrementaron en solo 10,7% en promedio. Teniendo en cuenta que, en materia de ajustes salariales, lo que sucede en los primeros meses del año suele marcar la pauta para el resto, es posible anticipar que el incremento de los

salarios nominales de la industria se hará a tasas cercanas o inferiores al 11,0% durante todo el año 2001, lo cual tiende a ayudar al cumplimiento de las metas de inflación para este y el próximo año.

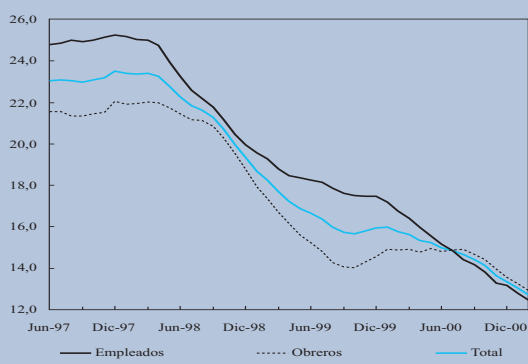
A pesar de la disminución continua de la inflación en los últimos tres trimestres, la reducción en el ritmo de incremento del salario nominal ha sido suficiente para permitir una desaceleración en el reajuste del salario real industrial. A febrero, el promedio de 12 meses del índice de salarios real para obreros y empleados se incrementó a una tasa anual de 3,1%, significativamente inferior al registro observado en diciembre (3,9%) (Gráfico 42).

Aunque los menores reajustes salariales permiten esperar menores presiones inflacionarias en este frente a lo largo de 2001, tan solo brindan información parcial acerca de la importancia de este canal de transmisión. Tal y como se ha señalado en informes anteriores, una visión complementaria, y en algunos casos más precisa, del efecto de las presiones salariales sobre precios puede obtenerse del examen del costo laboral unitario, el cual tiene en cuenta las variaciones salariales ajustadas por los cambios en la productividad (implícita en este caso) del trabajo.

Con base en las cifras de la muestra mensual manufacturera del DANE, a partir de diciembre de 2000 y hasta febrero, el costo laboral unitario nominal de la industria registró un incremento anual promedio de 9,2% (Gráfico 43). Este es el primer incremento desde finales de 1999 y estadísticamente obedece al mayor incremento registrado en el número de trabajadores enganchados en este período respecto al incremento de la producción, con lo cual la productividad implícita decayó.

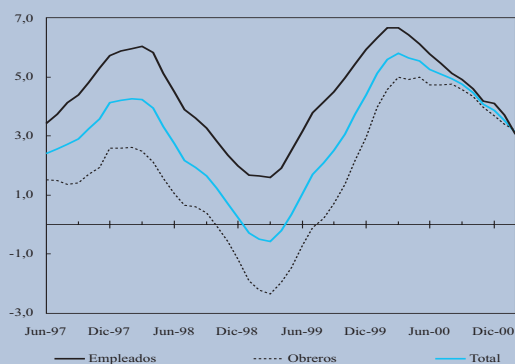
Pese a lo anterior, el incremento del costo laboral unitario todavía está en línea con la meta de inflación del 8,0% para 2001. Sin embargo, las tendencias recientes pueden estar señalando que la época de bajas presiones inflacionarias por el lado de los costos laborales está llegando a su fin, tal y como se había anticipado en el Informe sobre Inflación anterior. Como se mencionó en esa oportunidad, es

GRÁFICO 41
SALARIO NOMINAL - INDUSTRIA MANUFACTURERA
(VARIACIONES PORCENTUALES AÑO COMPLETO)
(CIFRAS A FEBRERO DE 2001)



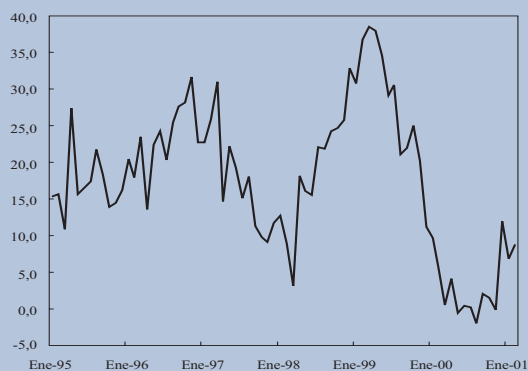
Fuente: DANE, muestra mensual manufacturera.

GRÁFICO 42
SALARIO REAL - INDUSTRIA MANUFACTURERA
(VARIACIONES PORCENTUALES ANUALES ACUMULADO 12 MESES)
(CIFRAS A FEBRERO DE 2001)



Fuente: DANE, muestra mensual manufacturera.

GRÁFICO 43
COSTO LABORAL UNITARIO NOMINAL
PARA OBREROS DEL SECTOR INDUSTRIAL
(VARIACIÓN ANUAL, CIFRAS A FEBRERO DE 2001)



Fuente: DANE, muestra mensual manufacturera.

probable que para 2001 se presenten variaciones en los costos laborales unitarios nominales mayores que las del año pasado, dado que resulta improbable que los industriales logren mantener las ganancias en la productividad (implícita) observadas en los dos años anteriores, en parte, porque la escasa inversión de los últimos años debe haber frenado el ritmo de renovación tecnológica.

2. Empleo

A comienzos de este año, el DANE substituyó la Encuesta Nacional de Hogares trimestral, a partir de la cual se obtenían las tasas de desempleo para las principales zonas urbanas por una metodología más amplia (Encuesta Continua de Hogares) que permite obtener información sobre empleo urbano y rural con periodicidad mensual, trimestral y semestral dependiendo de la cobertura. De acuerdo con esta nueva metodología, la tasa de desempleo a enero y febrero de este año para 13 ciudades principales se estimó en 20,5% y 19,6% respectivamente, superiores en tres puntos porcentuales a las observadas en los mismos meses de 2000. Para el total nacional, la tasa de desempleo en enero fue de 16,4%.

Al igual que con la anterior metodología para siete ciudades, con la nueva también resulta claro que gran parte del incremento del desempleo en las 13 ciudades es el resultado de un incremento sustancial en la oferta laboral, tal y como lo demuestra el repunte de la tasa global de participación en estos últimos 12 meses a febrero en cerca de 5,0 puntos porcentuales. Esto significó un incremento de 10,0% de la población económicamente activa en el último año, bastante considerable si se tiene en cuenta que la población en edad de trabajar solo se incrementó 2,4% en este lapso, según las estimaciones del DANE.

El incremento en la tasa de desempleo ha eclipsado la recuperación que se ha registrado en el empleo en los últimos 12 meses, de acuerdo con la información del DANE. A febrero, el empleo en las 13 ciudades se incrementó en 439 mil plazas respecto al de febrero de 2000, es decir, un crecimiento de 6,6%. Gracias a ello, la tasa de ocupación se incrementó en

cerca de dos puntos porcentuales en el último año a febrero, situándose en 52,2%. Estas cifras corroboran la tendencia de crecimiento del empleo que había sido identificado el año pasado por el DANE bajo la metodología anterior.

Las cifras sobre el empleo industrial también corroboran la tendencia creciente que registra el DANE para el empleo total. Durante el primer bimestre de 2001 el empleo de la industria se incrementó respecto a igual período del año anterior en 1,9%, un ritmo ligeramente superior que el observado en el cuarto trimestre de 2000. Ya desde mediados del año pasado se había empezado a registrar repuntes en este indicador, principalmente gracias a una importante recuperación del empleo temporal, el cual se mantuvo en enero y febrero cuando este indicador creció a una tasa del 20,9%. A la fecha, sin embargo, el empleo permanente seguía contrayéndose, lo cual puede estar indicando, entre otras cosas, que los empresarios todavía mantienen altos niveles de incertidumbre respecto a lo duradero y sólido de la recuperación, por lo que intentan flexibilizar al máximo sus costos laborales reduciendo su nómina de empleados permanentes (Gráfico 44).

3. Pactos de incremento salarial

En el Cuadro 8 se presentan las cifras sobre los 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 niveles de incremento pactados a un año en empresas de los sectores público y privado entre enero y marzo del presente año. Como puede apreciarse, una proporción importante de los trabajadores ha pactado incrementos a un año de 8,75%, valor que es igual al observado de la inflación al final del año anterior; otra parte importante de los trabajadores, el 47,3%, ha logrado incrementos en el rango comprendido entre 8,9% y 11,0%, mientras que sólo el 7,1% de los trabajadores se ha beneficiado con incrementos de su salario a un año superiores al 11%.

En la segunda parte del Cuadro 8, se muestra el porcentaje de trabajadores beneficiados por rango de

incremento salarial a dos años, de nuevo, pactados entre enero y marzo del presente año. Un gran porcentaje de estos (59,7%) ha pactado incrementos iguales al que se obtenga en el IPC, mientras que el 28,4% logró incrementos de su salario a dos años en el rango comprendido entre el IPC + 0,2 y el IPC + 2,0. Sólo el 10,5% de los trabajadores ha pactado incrementos a dos años por debajo de 8,5%.

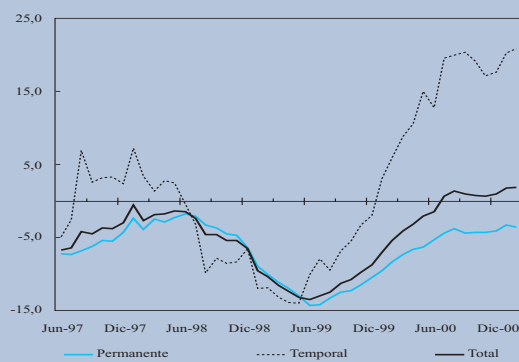
D. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA

Para febrero, los indicadores de capacidad instalada de la industria estimados por Fedesarrollo y ANDI decrecieron respecto a los del cuarto trimestre del año anterior; sin embargo, este es un comportamiento normal dada la fuerte estacionalidad de la producción industrial. No obstante, si se compara respecto a igual período del año, el indicador de Fedesarrollo registró un incremento de 2,5% en febrero de este año, que resulta significativo si se tiene en cuenta que el mismo ya había tenido un repunte importante en febrero de 2000. Aún así, su nivel sigue estando por debajo del que ha sido normal para un febrero (Gráfico 45).

Respecto del indicador de ANDI, en enero y febrero sí se han presentado reducciones en su nivel respecto a igual mes de 2000. Sin embargo, en esta oportunidad, las cifras no son plenamente comparables por cuanto en la reducción de estos meses jugó un papel importante la huelga del sector de bebidas, que significó cero utilización de capacidad instalada en las empresas afectadas.

En la actualidad los niveles de utilización de capacidad instalada siguen siendo moderados si se compara con los promedios de la década o con años de crecimiento cercano a los de largo plazo. Algo similar puede decirse respecto del nivel de producción industrial, cuyo acumulado en los dos primeros meses de 2001 asciende al 92,0% de la producción promedio observada en esos mismos meses de los primeros siete años de la década de los noventa. De esta for-

GRÁFICO 44
CRECIMIENTO ANUAL
DEL ÍNDICE DE EMPLEO INDUSTRIAL MENSUAL
(CIFRAS A FEBRERO DE 2001)



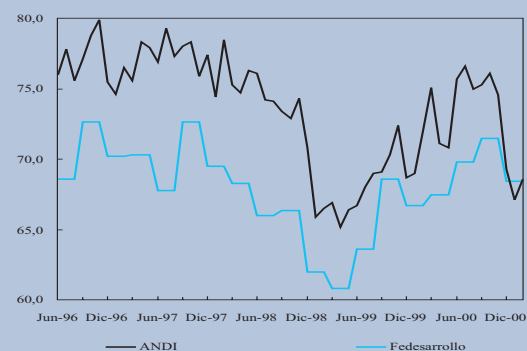
Fuente: DANE.

CUADRO 8
PORCENTAJE DE BENEFICIADOS POR NIVEL
DE INCREMENTO SALARIAL PACTADO
(ENERO-MARZO DE 2001)

| Negociaciones a un año | | | | |
|--------------------------|-------------|------------|-----------------------|-----|
| <8,75 | 8,75 | [8,9-11,0] | >11,0 | |
| 8,6 | 37,0 | 47,3 | 7,1 | |
| Negociaciones a dos años | | | | |
| <10,0 | [10,0-15,0] | IPC | [IPC + 0,2-IPC + 2,0] | SML |
| 8,5 | 1,6 | 59,7 | 28,4 | 1,7 |

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

GRÁFICO 45
UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA
(CIFRAS A FEBRERO DE 2001)



Fuente: ANDI y Fedesarrollo.

ma, parece existir espacio para que la industria siga creciendo sin generar presiones inflacionarias importantes, por lo menos en lo que resta del semestre.

E. SITUACIÓN FISCAL

Al cierre del año 2000, el sector público consolidado registró un déficit de \$5.861 mm, el cual equivale al 3,4% del PIB anual. Este resultado se enmarca dentro de los términos del acuerdo con el FMI y representa una disminución superior a 2,0% del PIB frente al déficit observado en 1999¹³. Como se destacó en el informe del mes de diciembre, el buen desempeño de las finanzas públicas en 2000 está asociado a los avances en el proceso de ajuste fiscal emprendido por el gobierno nacional y al buen momento por el que atraviesa la actividad petrolera, gracias al incremento de los precios internacionales del crudo (Cuadro 9).

Las finanzas del Gobierno Nacional Central alcanzaron un déficit de 5,8% del PIB, el cual es inferior en 1,7% del PIB frente al valor observado en 1999.

¹³ La meta de déficit acordada con el FMI es de \$6.480 mm.

El mejoramiento en la situación fiscal del gobierno puede atribuirse en mayor medida al comportamiento de los ingresos, los cuales registraron un crecimiento de 19,8% durante el año, gracias a la reactivación de la economía y a los esfuerzos de la DIAN por reducir los niveles de evasión y elusión tributaria. Sin considerar los tributos de menor cuantía, las rentas con mayor dinamismo se concentraron en los impuestos a las importaciones y en los de renta e IVA interno con crecimientos de 29,4% y 20,3%, respectivamente (Cuadro 10).

Por el lado del gasto, los intereses de la deuda crecieron 31,9%, el funcionamiento 9,2% y la inversión 18,8%. El bajo dinamismo de los pagos de funcionamiento tiene relación con las transferencias territoriales que solo registran un crecimiento de 0,6% durante el año. El crecimiento del rubro de inversión está, en buena parte, ligado a los recursos asignados a la reconstrucción del eje cafetero y al programa de vivienda de interés social, los cuales, en conjunto, representan cerca del 25,0% del total de pagos de capital efectuados en el año. El préstamo neto ascendió a \$832 mm, de los cuales se destacan las operaciones de crédito a través de la Cuenta Especial de Deuda Externa (CEDE) por \$503 mm.

CUADRO 9
BALANCE FISCAL DEL SECTOR PÚBLICO CONSOLIDADO

| | Miles de millones de pesos | | | Porcentaje del PIB | | |
|----------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------|----------|------------|--------------------|--------|------------|
| | 1999 | 2000 | Diferencia | 1999 | 2000 | Diferencia |
| I. Sector público no financiero (A + B) | (9.346) | (6.057) | (3.289) | (6,15) | (3,50) | (2,64) |
| A. Gobierno Nacional | (11.450) | (10.080) | (1.370) | (7,53) | (5,83) | (1,70) |
| B. Resto | 2.104 | 4.023 | (1.919) | 1,38 | 2,33 | (0,94) |
| II. Balance cuasifiscal del Banco de la República | 608 | 877 | (269) | 0,40 | 0,51 | (0,11) |
| III. Balance de Fogafin | 828 | 30 | 798 | 0,54 | (0,02) | 0,53 |
| IV. Costo de la reestructuración financiera | (10) | (666) | 656 | (0,01) | (0,39) | 0,38 |
| V. Ajustes | (351) | (45) | (306) | (0,23) | (0,03) | (0,20) |
| VI. Déficit (-) o Superávit (+) del sector público consolidado (I + II + III + IV + V) | (8.271) | (5.861) | (2.410) | (5,44) | (3,39) | (2,05) |

Fuente: Consejo Superior de Política Fiscal (Confis).

CUADRO 10
GOBIERNO NACIONAL CENTRAL: OPERACIONES EFECTIVAS
(MILES DE MILLONES DE PESOS)

| | 1999 | 2000 | Variación % 2000 / 1999 |
|----------------------------------------------------------|------------|------------|----------------------------|
| I. Ingresos totales (A + B) | 18.926,1 | 22.679,9 | 19,8 |
| A. Tributarios | 16.067,7 | 19.637,0 | 22,2 |
| Renta e IVA interno | 11.144,0 | 13.409,0 | 20,3 |
| Aduanas e IVA externo | 3.308,0 | 4.279,0 | 29,4 |
| Transacciones financieras | 880,7 | 1.037,0 | 17,7 |
| Gasolina | 707,0 | 833,0 | 17,8 |
| Otros | 28,0 | 79,0 | 182,1 |
| B. No tributarios y otros | 2.858,9 | 3.042,9 | 6,4 |
| II. Gastos totales (A + B + C + D) 1/ | 29.117,1 | 32.940,9 | 13,1 |
| A. Intereses | 5.025,5 | 6.630,2 | 31,9 |
| B. Funcionamiento | 20.875,4 | 22.799,7 | 9,2 |
| C. Inversión | 2.254,7 | 2.679,0 | 18,8 |
| D. Préstamo neto | 961,5 | 832,0 | (13,5) |
| III. Déficit (-) o Superávit (+) de caja (I - II) | (10.190,5) | (10.261,0) | 0,7 |
| IV. Ajustes | (1.260,0) | 181,0 | (114,4) |
| V. Déficit (-) o Superávit (+) total (III + IV) | (11.450,5) | (10.080,0) | (12,0) |
| VI. Financiamiento (A + B + C) | 11.450,5 | 10.080,0 | (12,0) |
| A. Crédito externo neto | 3.244,0 | 3.675,0 | 13,3 |
| B. Crédito interno neto | 5.713,0 | 6.638,0 | 16,2 |
| C. Privatizaciones y otros | 2.493,5 | (233,0) | (109,3) |
| VII. Déficit como porcentaje del PIB | (7,5) | (5,8) | (22,6) |

1/ No incluye el costo de la reestructuración financiera.
Fuente: Confis.

El financiamiento del déficit del Gobierno Nacional provino en su mayor parte del crédito externo e interno, con utilizaciones netas de \$3.675 mm y \$6.638 mm, respectivamente. Los desembolsos internos ascendieron a \$12.006 mm, de los cuales \$11.380 mm provienen de colocaciones de TES y \$626 mm de otra clase de títulos como los de Reducción de Deuda (TRD) y los Bonos de Paz. Finalmente, es necesario anotar que las utilidades transferidas por el Banco de la República alcanzaron \$516 mm y la venta de Carbocol ascendió a \$748 mm.

Sobre los resultados fiscales del primer trimestre de 2001, solo se puede destacar la ejecución de los in-

gresos corrientes del Gobierno Nacional, los cuales ascendieron a \$6.068 mm, con un crecimiento de 13,9% respecto al mismo período del año anterior. Por rubros de ingreso se observa un crecimiento de 8,4% en los impuestos de renta e IVA interno y de 25,4% en los tributos a las importaciones. El recaudo de los impuestos a la gasolina y a las transacciones financieras, registra un crecimiento de 45,9% y de 40,7%, respectivamente. El bajo dinamismo del impuesto de renta, 6,8%, puede estar asociado con el aumento excepcional del recaudo en el primer trimestre de 2000, como consecuencia de la reducción del número de días que los bancos pueden mantener los impuestos antes de trasladarlos a la cuenta de la Tesorería General (Cuadro 11).

CUADRO 11
INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO NACIONAL
(MILES DE MILLONES DE PESOS)

| | Observado Enero-Marzo | | Variación % 2001/2000 | Programado Enero-Marzo 2001 | Diferencia Observ. - Prog. |
|-------------------------------------|--------------------------|-------|--------------------------|-----------------------------------|-------------------------------|
| | 2000 | 2001 | | | |
| Ingresos corrientes (A + B + C + D) | 5.328 | 6.068 | 13,9 | 6.369 | (301) |
| A. Impuestos internos | 3.875 | 4.202 | 8,4 | 4.518 | (316) |
| Renta | 2.186 | 2.335 | 6,8 | 2.403 | (68) |
| IVA | 1.689 | 1.867 | 10,5 | 2.115 | (248) |
| B. Impuestos externos | 920 | 1.154 | 25,4 | 1.237 | (83) |
| Aranceles | 397 | 447 | 12,6 | 511 | (64) |
| IVA | 523 | 707 | 35,2 | 726 | (19) |
| C. Otros impuestos | 445 | 638 | 43,4 | 570 | 68 |
| Gasolina | 185 | 270 | 45,9 | 229 | 41 |
| Timbre | 6 | 12 | 100,0 | 8 | 4 |
| Transacciones financieras | 253 | 356 | 40,7 | 333 | 23 |
| Al oro y platino | 1 | 0 | (100,0) | 0 | 0 |
| D. Otros ingresos corrientes | 88 | 74 | (15,9) | 44 | 30 |

Fuente: Dirección del Tesoro Nacional.

III

MEDIDORES DE EXPECTATIVAS

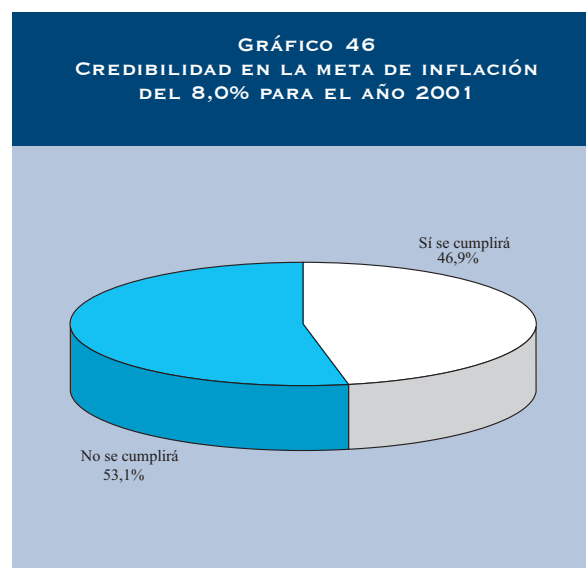
En la primera parte de este capítulo se presentan los principales resultados de la Encuesta de Expectativas efectuada durante el mes de enero de 2001. Las personas que la respondieron contaban con información de tasa de cambio, inflación, tasas de interés, monetaria y crecimiento del PIB disponibles al final de 2000. En la segunda parte, se exponen las proyecciones de las principales variables macroeconómicas para el año 2001 realizadas por analistas locales y externos y bancos de inversión.

A. PRINCIPALES RESULTADOS

1. Inflación

La primera pregunta de la encuesta tiene que ver con la credibilidad de los agentes en la meta de inflación del 8,0% para el presente año. El 46,9% de los agentes cree que sí se cumplirá la meta de inflación, mientras que el 53,1% cree que ésta no se cumplirá (Gráfico 46). Vale la pena anotar que en la primera encuesta de expectativas que se efectuó en abril del año anterior, sólo el 33,3% de los agentes creía en el cumplimiento de la meta de inflación del 10,0% para el año 2000. De esta forma, podría afirmarse que la meta de inflación anunciada para el presente año registra una mayor credibilidad que la que tenía la meta del año anterior, la cual se cumplió de manera holgada al final de 2000.

Por sectores, los que mayor credibilidad tienen en la meta de inflación para el 2001 son el de transporte y comunicaciones (68,2% cree que sí se cumplirá) y académicos y consultores (58,0%), mientras que el sector que menos confía en el cumplimiento de la

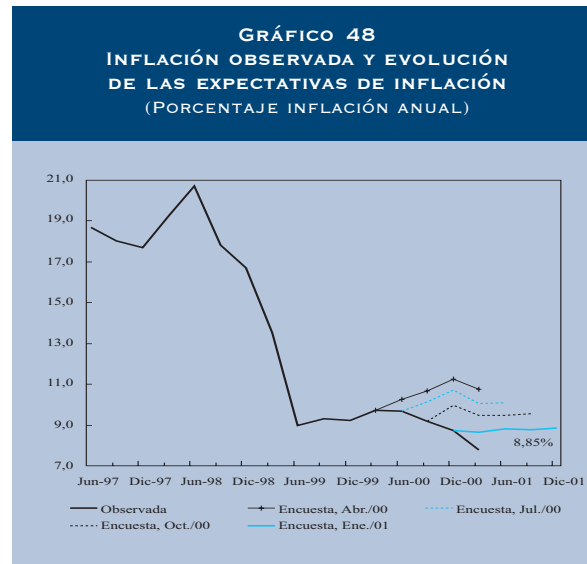
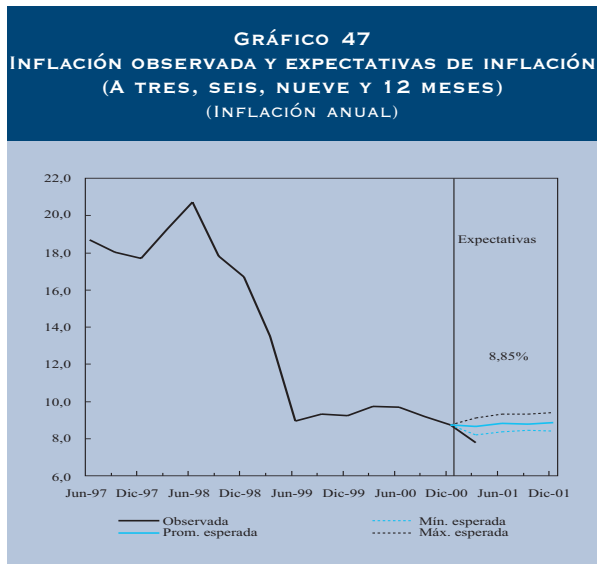


misma es el de los sindicatos, en el cual sólo el 11,1% de los encuestados cree que la meta se alcanzará.

Los agentes encuestados no esperan cambios importantes en la inflación a lo largo del presente año, con respecto al nivel observado al final del anterior (Gráfico 47). Para finales de 2001, la inflación esperada es de 8,9% con un nivel máximo esperado de 9,4% y uno mínimo de 8,4%.

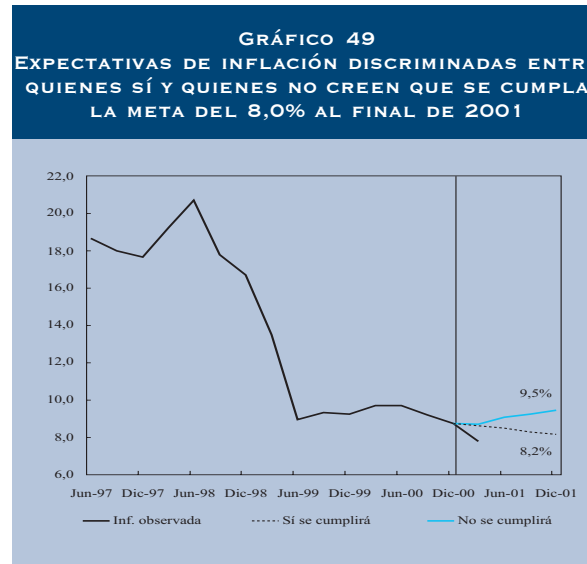
La inflación observada a marzo se ubicó por debajo de las expectativas reportadas por los agentes en el pasado mes de enero. Mientras en éste se esperaba que la inflación a marzo se ubicara en 8,7% en promedio con un mínimo esperado de 8,2% y uno máximo de 9,1%, la inflación observada en marzo fue de 7,8%, nivel que es inclusive inferior al nivel mínimo esperado por los agentes.

De nuevo, el sector que mayores expectativas de inflación tiene para finales de 2001 es el de sindicatos,



que espera una inflación promedio al finalizar el año de 9,2%, mientras que el sector de transporte y comunicaciones, que es el sector que menores expectativas de inflación reportó, espera que esta variable se sitúe al finalizar el año en 8,6%.

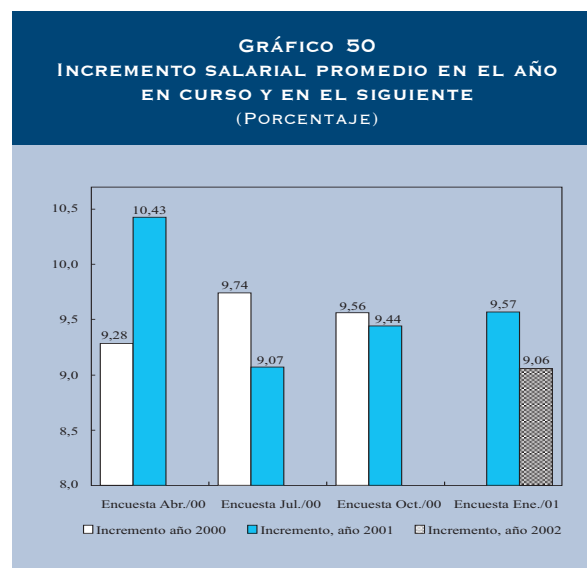
En la medida que se ha consolidado la reducción de la inflación, los agentes han revisado a la baja sus expectativas sobre esta variable (Gráfico 48). Mientras que en las tres encuestas efectuadas el año anterior la senda esperada de inflación tenía una pendiente positiva en casi todos los plazos, en la última encuesta los agentes no esperan repuntes de la inflación sino que prevén una tendencia bastante estable alrededor de 8,8%.



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 quienes opinan que no, se presentan en el Gráfico 49. Los agentes que no creen en el cumplimiento de la meta esperan un nivel de inflación de 9,5% y los que sí creen en su cumplimiento suponen que ésta se sitúe en 8,2% al finalizar el presente año.

2. Incrementos salariales

En el Gráfico 50, se muestran los niveles de incremento salarial promedio para el presente año y el siguiente, respectivamente, reportados en las encuestas realizadas entre abril del año anterior y enero de 2001.



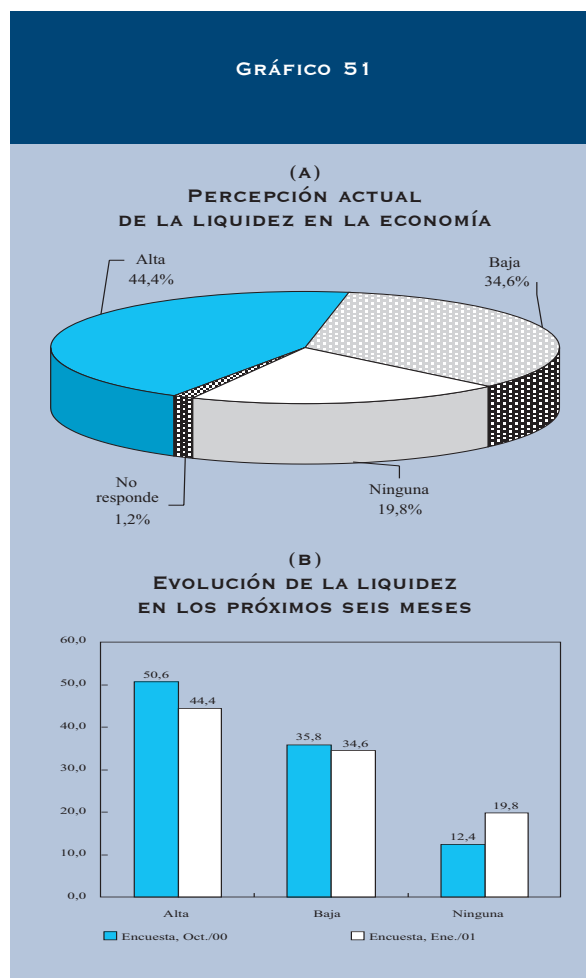
El incremento salarial promedio para el presente año reportado en la encuesta de enero es de 9,6%, nivel superior al reportado en la encuesta de julio (9,1%) y de octubre (9,4%). A su vez, el incremento salarial promedio esperado para el año 2002 en la encuesta de enero es de 9,1%.

Por sectores, el que mayor nivel de incremento salarial reportó es el de cadenas de almacenes (10,2% para el año 2001 y 9,8% para 2002) seguido por el de industria y minería (9,6% y 9,1%, respectivamente). Los sectores que menor nivel de incremento salarial reportaron para el presente año son los de sindicatos y los académicos y consultores (9,1%).

3. Percepción sobre la liquidez y la disponibilidad de crédito

El porcentaje de agentes que percibe que la liquidez actual de la economía es alta se redujo de 50,6% en la encuesta de octubre de 2000 a 44,4% en la de enero pasado, mientras que el porcentaje de agentes que actualmente percibe que la liquidez es baja se situó en 34,6%, nivel igual al de la encuesta de octubre del año anterior (Gráfico 51). Sobre la evolución de la liquidez en los próximos seis meses, el 57% cree que no cambiará, el 20% cree que será inferior y el 23% piensa que esta será superior a los niveles percibidos actualmente (Gráfico 51). El sector que tiene la menor percepción de la liquidez actual de la economía es el de sindicatos (22% alta y 78% baja), mientras que el sector que menos cree que esta variable aumentará en los próximos seis meses es el de transporte y comunicaciones.

Acerca de la disponibilidad de crédito, actualmente el 39,5% de los encuestados cree que es alta, y el 50,6% que es baja, mientras que en la encuesta realizada en octubre pasado estos porcentajes eran 27,2% y 65,4%, respectivamente, lo cual podría estar señalando que la percepción sobre la disponibilidad de crédito está comenzando a aumentar (Gráfico 52). Sobre la evolución de esta variable en los próximos seis meses, el 55,6% cree que no cambiará, el 28,4% cree que será superior y sólo el 13,6% percibe que será inferior a los niveles observados en la actualidad (Gráfico 52).



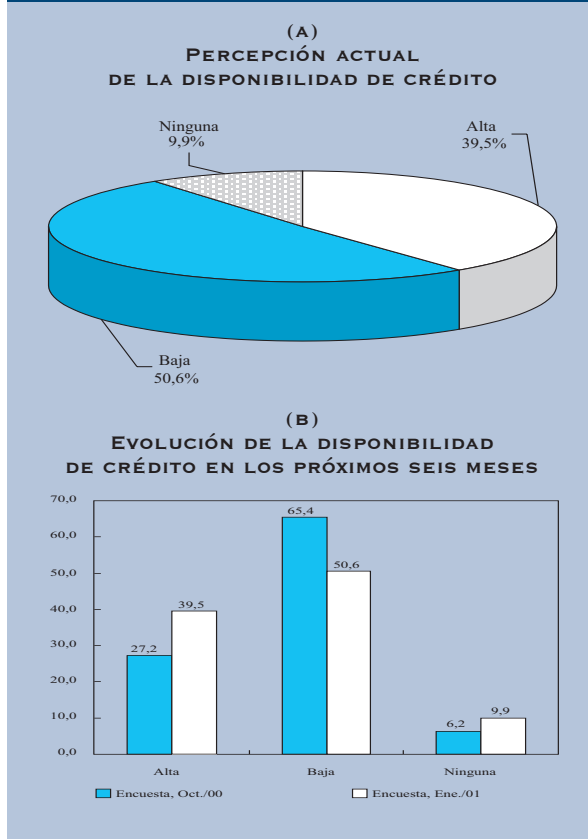
De nuevo, el sector que percibe la menor disponibilidad de crédito es el de sindicatos, en el cual el sólo 11,0% cree que esta es alta y el 89,0% que es baja. Sobre la evolución de esta variable hacia el futuro, el sector de académicos y consultores es el que en mayor porcentaje cree que esta variable aumentará (44,4%).

4. Tasa de interés y tasa de cambio

En materia de tasas de interés, los agentes encuestados continúan esperando repuntes adicionales de cerca de 1,1 puntos porcentuales a lo largo del año. El valor promedio esperado para la DTF a diciembre del presente año es de 14,4% (Gráfico 53). La DTF observada en marzo (13,0%) se ubicó 0,6 puntos porcentuales por debajo de las expectativas reportadas en la encuesta realizada en enero (Gráfico 53).

El sector que espera el mayor repunte en las tasas de interés es el de cadenas de almacenes, que repor-

GRÁFICO 52



tó una tasa de interés esperada a diciembre de 2001 de 14,9%, mientras que el sector que menor repunte espera de la tasa de interés es el de sindicatos, 13,4% al finalizar el año.

El valor esperado de la tasa de cambio al final de 2001 es, en promedio, \$2.460 por dólar, lo que implicaría una devaluación nominal anual de aproximadamente 10,3%. La tasa de cambio nominal al cierre de marzo (\$2.310 por dólar) se ubicó sobre la máxima senda de esta variable esperada por los agentes en enero (Gráfico 54).

Las expectativas de los agentes sobre la evolución de la tasa de cambio nominal hacia el futuro no cambiaron de manera importante si se las compara con las reportadas en la encuesta de octubre de 2000. Por ejemplo, mientras en la encuesta realizada en octubre de 2000 los agentes esperaban que la tasa de cambio a septiembre de 2001 fuera de \$2.405 por dólar,

GRÁFICO 53
TASA DE INTERÉS (DTF) OBSERVADA Y ESPERADA (A TRES, SEIS, NUEVE Y 12 MESES) (TASA EFECTIVA ANUAL)

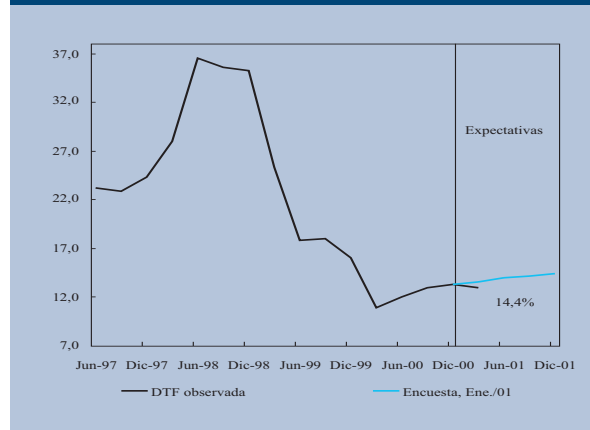
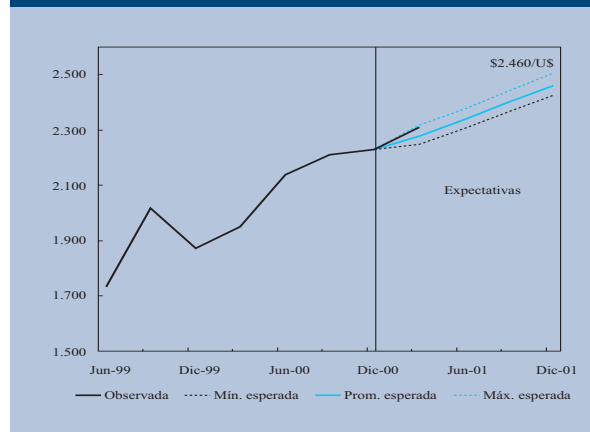


GRÁFICO 54
TASA DE CAMBIO NOMINAL OBSERVADA, ESPERADA Y RANGOS ESPERADOS (PESOS POR DÓLAR)

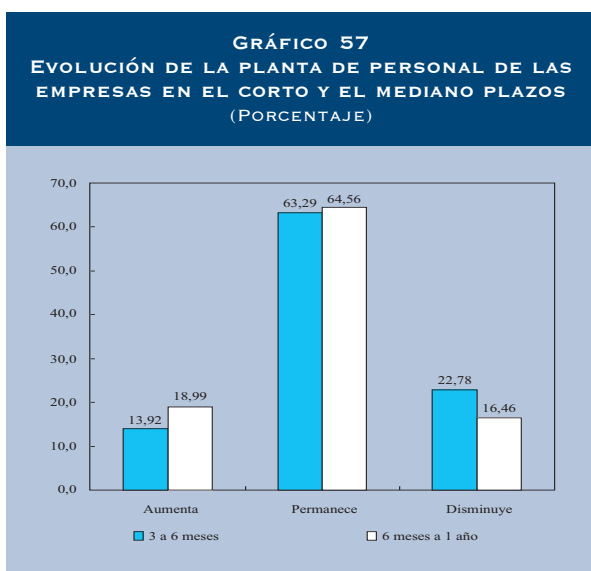
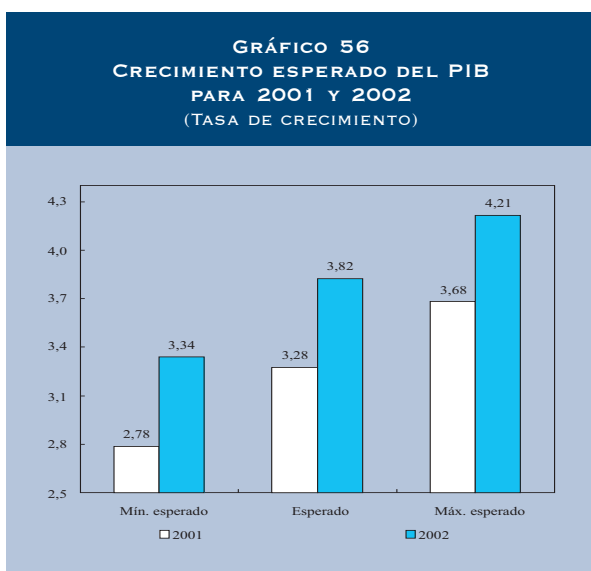
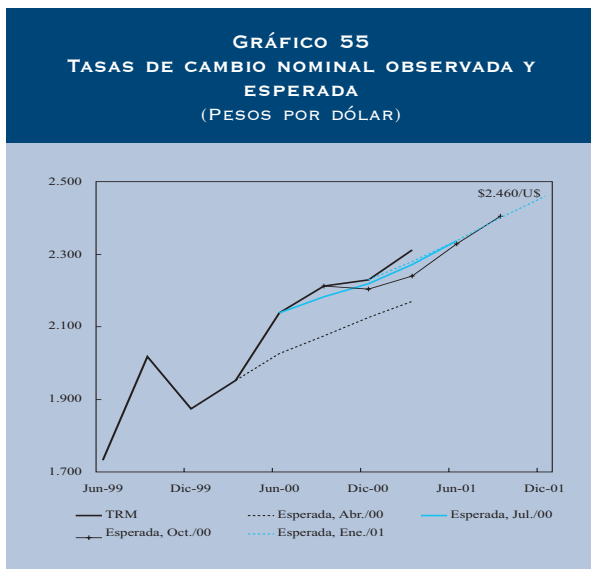


en la efectuada en enero, el valor esperado de la tasa de cambio para esa misma fecha es de \$2.401 por dólar (Gráfico 55).

El sector que espera la mayor devaluación nominal para el presente año es el de industria y minería, 10,9%, mientras que el que menor devaluación nominal anual a diciembre de 2001 espera es el de sindicatos (6,2%).

5. Crecimiento y empleo

El crecimiento del PIB esperado para este año por los agentes encuestados es de 3,3% en promedio, con un mínimo de 2,8% y un máximo de 3,7%. En la encuesta realizada en octubre, los agentes espera-



ban un crecimiento económico promedio para el 2001 muy similar al reportado en la llevada a cabo en enero. En lo que tiene que ver con el crecimiento para el año 2002 los agentes esperan que este sea, en promedio, de 3,8% con un nivel mínimo de 3,3% y uno máximo de 4,2% (Gráfico 56). Vale la pena destacar que en la encuesta practicada en abril de 2000, el 9,0% de los agentes reportó crecimientos del PIB esperados negativos, esta cifra, en octubre se había reducido al 1,3% de los encuestados y, en la última encuesta realizada ningún agente reportó crecimientos negativos para el PIB en el año 2001.

El sector que mayores expectativas de crecimiento tiene para el presente año es el de cadenas de almacenes (3,4%), mientras que el que reportó las menores expectativas sobre esta variable es el de sindicatos (3,2%).

Las expectativas sobre la evolución de la planta de personal entre tres y seis meses y entre seis meses y un año, se presentan en el Gráfico 57. Mientras el porcentaje de agentes que respondió que la planta de personal aumentará entre tres y seis meses disminuyó de 14,8% a 13,9%, entre las encuestas de octubre de 2000 y la de enero de 2001, respectivamente, el porcentaje que respondió que ésta aumentaría en un plazo un poco mayor aumentó de 13,6% a 19,0% en igual período. Sin embargo, la gran mayoría de las respuestas (64,6%) continúa concentrándose en la respuesta que indica que la planta de personal se mantendrá constante en el futuro próximo.

Los sectores que mayores expectativas tienen de expansión de la planta de personal en el corto y mediano plazo son los de cadenas de almacenes y transporte y comunicaciones.

B. PROYECCIONES DE ANALISTAS LOCALES Y EXTERNOS DE LAS PRINCIPALES VARIABLES MACROECONÓMICAS

En el Cuadro 12 se presentan los pronósticos de las principales variables macroeconómicas en Colombia durante el presente año que realizaron los

CUADRO 12
PROYECCIÓN DE LAS PRINCIPALES VARIABLES MACROECONÓMICAS PARA 2001

| | Fecha de la proyección | Crecimiento del PIB real % | Inflación IPC % | Tasa de cambio nominal (fin de) | DIF nominal % | Déficit (% del PIB) | | Tasa de desempleo % |
|---------------------------|------------------------|-------------------------------|--------------------|------------------------------------|------------------|---------------------|------------|------------------------|
| | | | | | | Fiscal | Cta.Cte. | |
| Analistas locales | | | | | | | | |
| Revista Dinero 1/ | 9-Abr-01 | 2,6 | 9,3 | 2.500 | 15,0 2/ | 3,2 3/ | 1,9 | 18,5 |
| Javier Fernández Riva 4/ | 28-Feb-01 | 2,8 | 9,6 | 2.391 | 14,4 | | | 19,1 |
| Suvalor-Corfinsura 5/ | 26-Ene-01 | 3,4 | 9,4 | 2.407 | 15,4 | 2,8 | | |
| ANIF 6/ | 8-Feb-01 | 2,8 | 7,9 | 2.407 | 14,0 | 3,3 | 1,8 | |
| Fedesarrollo 7/ | Ene-01 | 3,0 | 11,0 | 2.345 | 16,0 2/ | | | > 17,0 |
| Promedio | | 2,9 | 9,4 | 2.410 | 14,6 | | 1,9 | 18,9 |
| Analistas externos | | | | | | | | |
| WEFA 8/ | Mar-01 | 3,5 | 8,2 | 2.435 | | 5,2 | 1,7 | 18,0 |
| Goldman Sachs 9/ | 31-Mar-01 | 2,5 | 9,0 | 2.350-2.450 | 14,5-15,0 | 3,2 | 0,9 | |
| IDEA global 9/ | 31-Mar-01 | 3,8 | 8,0 | 2.410 | | 2,7 | 1,6 | |
| J. P. Morgan 9/ | 31-Mar-01 | 3,0 | 8,0 | | | 4,5 | 1,4 | |
| ABN Amro Bank 9/ | 31-Mar-01 | 3,5 | 9,5 | 2.475 | | 3,0 | 2,2 | |
| Salomón Smith Barney 9/ | 31-Mar-01 | 3,3 | 10,0 | 2.430 | | 3,0 | 1,3 | |
| Deutsche Bank 9/ | 31-Mar-01 | 2,9 | 9,8 | 2.450 | | 3,3 | 3,3 | |
| Morgan Stanley 9/ | 31-Mar-01 | 3,0 | 9,5 | 2.415 | | 2,8 | 0,7 | |
| Merrill Lynch 9/ | 31-Mar-01 | 3,4 | 9,3 | | | 2,9 | 2,2 | |
| Promedio | | 3,2 | 9,0 | 2.436 | | 3,4 | 1,7 | 18,0 |

1/ Revista Dinero, 9 de abril de 2001, No. 130.

2/ Promedio año.

3/ Metodología, FMI.

4/ Seminario "Prospectiva económica y financiera", 28 de febrero de 2001.

5/ "Colombia, proyección macroeconómica 2001", enero 26 de 2001.

6/ Seminario ANIF-Fedesarrollo, 8 de febrero de 2001.

7/ "Perspectivas para el año 2001", enero de 2001.

8/ "Latin America Monthly Monitor", marzo de 2001.

9/ Informe, ¿Cómo nos ven afuera?, SMR, 31 de marzo de 2001.

analistas locales y externos durante el primer trimestre del año en curso.

En primer lugar, el crecimiento del PIB real esperado para 2001 por los analistas locales es del 2,9%, cifra levemente inferior al promedio de crecimiento esperado por los analistas externos (3,2%) para este año. Respecto de las cifras de crecimiento reportadas hace tres meses, no hubo cambios en el caso de los analistas locales, pero sí se presentó una reducción en el caso de los analistas externos.

En materia de inflación promedio, en la actualidad los analistas locales esperan 9,4%, inferior a la que se pronosticaba hace tres meses (9,8%) y mayor que el promedio de la esperada por los analistas externos (9,0%). Estos últimos también redujeron su pronóstico de inflación frente al presentado en el Informe anterior.

En materia de tasa de cambio, los analistas locales esperan que esta variable se sitúe al finalizar 2001 en

\$2.410 por dólar, lo cual implicaría una tasa de devaluación al final del año de 8,1%. Por su parte, los analistas externos esperan que la tasa de cambio cierre el presente año en un nivel de \$2.436 por dólar, es decir, que al finalizar el año la devaluación anual sería de 9,3%. Tanto los analistas locales como los externos incrementaron sus expectativas de devaluación en los últimos tres meses.

En la actualidad, ni los analistas locales ni los externos esperan repuntes importantes en la DTF a lo largo del presente año. La mayoría de los analistas que hacen pronósticos sobre esta variable espera que la misma se ubique durante el año en niveles comprendidos entre 14,0% y 15,0%.

El déficit fiscal pronosticado por los analistas externos al final del año es de 3,4% del PIB, cifra que no se aleja de manera importante de los pronósticos que hacen los analistas locales.

En cuanto al déficit en la cuenta corriente, los analistas esperan que el mismo se ubique al finalizar el presente año en 1,7% del PIB, cifra inferior en 0,2 puntos porcentuales al promedio de los dos analistas locales que hicieron pronósticos sobre esta variable.

Por último, los pronósticos realizados en materia de desempleo no apuntan a reducciones de dicha tasa. Aunque muy pocos analistas pronostican esta variable, quienes lo hacen esperan que la misma se sitúe entre 18,0% y 19,1% durante el presente año.

IV

CONTEXTO INTERNACIONAL

A. ASPECTOS GENERALES

Si bien durante 2000 el crecimiento de la economía mundial alcanzó niveles cercanos al 5,0%, ya desde el cuarto trimestre del citado año se empezaron a manifestar signos claros de una desaceleración. Esta situación ha hecho corregir a la baja los pronósticos sobre crecimiento de la economía global frente a las previsiones de finales de 2000. En la actualidad, se espera una desaceleración económica global en 2001, a consecuencia de un menor crecimiento de la economía estadounidense, de la fragilidad del mercado bursátil mundial y de la debilidad de la economía japonesa. Por esta razón, y por la caída en los precios tanto del petróleo como de los principales productos básicos, se puede esperar un año en el cual el tema de la inflación no será el principal motivo de preocupación.

Ante los signos de enfriamiento económico presentados durante los dos últimos trimestres, la reacción de los bancos centrales no se ha hecho esperar. Es el caso de la autoridad monetaria de los Estados Unidos, la cual ha relajado sustancialmente la postura de su política, luego que en 2000 fuera muy restrictiva, confiando con ello reactivar la economía a partir del segundo semestre de este año. Si esta estrategia arroja los resultados esperados, es posible que en 2001 concluya con un crecimiento global que fluctúe alrededor de 3,0% (Cuadro 13).

Teniendo en cuenta las proyecciones de crecimiento económico para los principales socios comerciales de Colombia, las cuales se explican en detalle en las secciones siguientes, el crecimiento global pondera-

do por volumen de comercio exterior colombiano en el año 2001 es de 2,2%, menor que el previsto el trimestre anterior (3,0%).

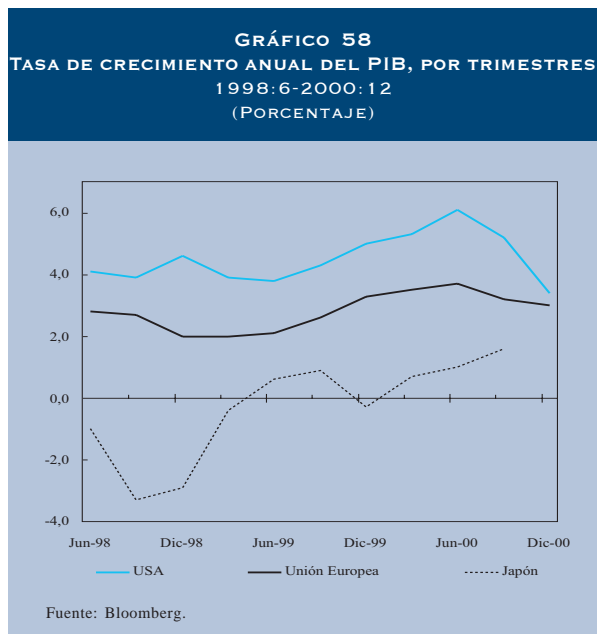
1. Los Estados Unidos

La economía estadounidense terminó el año 2000 con un crecimiento real anual del PIB de 5,0%. Sin embargo, y a pesar de este satisfactorio resultado, el temor de una posible recesión económica durante el primer semestre de 2001, el cual se hizo explícito en el informe anterior, sigue presente en la actualidad, alentado por el pobre resultado en materia de crecimiento durante el último trimestre de 2000 y también por el negativo desempeño de diversos indicadores líderes en lo corrido de 2001 (Gráfico 58).

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

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

(*) Pronósticos a diciembre.
Fuente: Deutsche Bank y *The Economist*.



En efecto, el crecimiento trimestral anualizado durante el cuarto trimestre del año 2000 fue de 1,0%, el menor reportado desde el primer trimestre de 1997. Los motores de dicho crecimiento fueron el consumo de los hogares y el gasto del gobierno, los cuales se expandieron a una tasa trimestral anualizada de 2,8% y 2,9%, respectivamente (cifras menores que el promedio observado en los trimestres anteriores). Sin embargo, este desempeño positivo fue contrarrestado por la caída en las exportaciones y en la inversión. Para el cuarto trimestre de 2000, las exportaciones exhibieron un crecimiento trimestral anualizado de -6,4%, en tanto que la inversión total registró uno de -4,1%. Finalmente, las importaciones presentaron una fuerte desaceleración, pues en los tres últimos meses se contrajeron a una tasa trimestral anualizada de -1,2% después de haber crecido 17,0% en el tercer trimestre.

A juzgar por los primeros indicadores económicos disponibles para el primer trimestre de 2001, resulta evidente que la salud de la economía de los Estados Unidos sigue comprometida. En su reporte del 7 de marzo, el Federal Reserve Board (Fed)¹⁴ señaló que durante los dos primeros meses del año en curso, la mayoría de sus distritos registró un crecimiento económico lento y modesto, al mismo tiempo que el gasto en consumo aumentó marginalmente motivado,

principalmente, por las grandes ofertas tradicionales al finalizar el invierno. Adicionalmente, las ventas de automóviles permanecieron constantes en relación con las de diciembre siendo por lo tanto, inferiores a las observadas en los primeros dos meses de 2000. El Fed también identificó un decrecimiento de la actividad manufacturera y un decrecimiento anual de la producción industrial del orden de 0,6% para los meses de enero y febrero. Cabe resaltar que dicha contracción ocasionó un declive de 0,7% en la utilización de la capacidad instalada, la cual, en febrero se situó en 79,4%, su nivel más bajo desde febrero de 1992.

Finalmente, la tasa de desempleo en los Estados Unidos aumentó, pasando de 4,0% en diciembre a 4,3% en marzo. A pesar de que el mercado laboral estadounidense continúa apretado, en más de la mitad de los distritos de la nación hay signos claros de un relajamiento. Existe evidencia que sugiere que la demanda de trabajadores en los sectores de manufacturas, de construcción y de tecnología ha decrecido. Así mismo, los empleadores reportaron una menor presión salarial en los primeros meses del año.

Sin embargo, no todos los indicadores fueron negativos y es por ello que a estas alturas resulta difícil saber si la economía estadounidense se está contrayendo o tan solo está creciendo a un muy bajo ritmo. Así, el índice de confianza de los consumidores en marzo de este año presentó un repunte de 12,9 puntos con respecto a su nivel en febrero. Cabe señalar, sin embargo, que dicho incremento fue sorpresivo, teniendo en cuenta la actual fragilidad del mercado bursátil y su reconocida influencia sobre el consumo doméstico. Por ello, para diversos analistas internacionales este incremento resulta un hecho aislado que no anticipa un quiebre en las tendencias de mediano plazo, en especial teniendo en cuenta los pobres resultados de los primeros reportes trimestrales de ganancias corporativas.

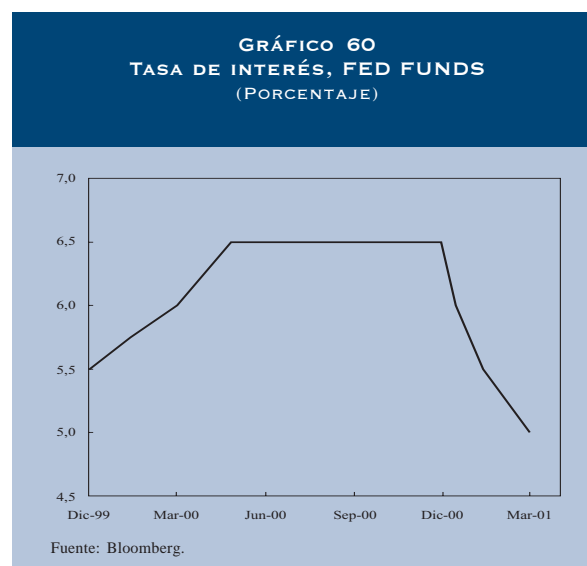
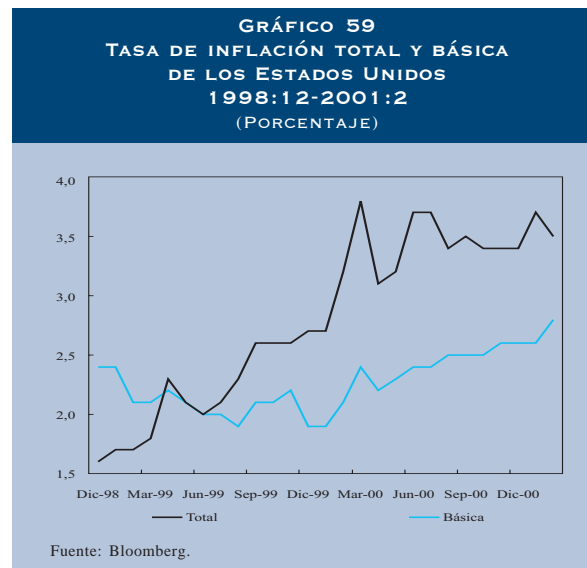
¹⁴ Información obtenida del "Beige Book" del Fed, el cual sintetiza el comportamiento de la economía norteamericana, basado en información económica recolectada en sus 12 distritos: Boston, New York, Philadelphia, Cleveland, Richmond, Atlanta, Chicago, St. Louis, Minneapolis, Kansas City, Dallas y San Francisco.

En cuanto a la inflación, el índice de precios al consumidor en el mes de febrero tuvo un incremento de 0,3%, el cual es favorable si se tiene en cuenta los resultados de los meses anteriores. Con este dato, la inflación anual se situó en 3,5%, y la inflación básica anual en 2,8%. Esta menor inflación junto con las bajas expectativas de la misma y la menor utilización de la capacidad instalada, sugiere una tasa de inflación controlada para buena parte del año, dando amplio espacio para cambios en la política monetaria por parte del Fed (Gráfico 59).

Ante los deficientes resultados exhibidos en materia de crecimiento durante el cuarto trimestre de 2000 y el primer trimestre de este año, la reacción del Fed no se ha hecho esperar y en lo que va corrido del año, su política monetaria se ha centrado en una dinámica disminución de la tasa de interés. Así, durante el primer trimestre de 2001 este instrumento monetario ha sufrido tres reducciones de 50 puntos básicos (pb), cada una, ubicándose a marzo en 5,0%.

En la actualidad, el nivel de la tasa de interés de intervención es inferior al que tenía antes de los incrementos del año anterior. El Gráfico 60 muestra la política monetaria adoptada por el Fed desde diciembre de 1999. Como se puede observar, en la primera mitad de 2000, la tasa de interés aumentó 100 pb, se mantuvo constante durante todo el segundo semestre del mismo año y disminuyó 150 pb en el primer trimestre de este año. Es claro, entonces, que durante lo corrido del año el esfuerzo del Fed se ha encaminado a recoger todo el efecto contraccionista que pudo haber ocasionado la política monetaria restrictiva de principios de 2000.

Actualmente, todavía se espera que la economía norteamericana mejore su desempeño durante el segundo semestre de este año, ayudada por el menor sesgo inflacionario mostrado por el Fed y por el plan de recorte de impuestos programado por la administración Bush para este y los próximos años. De confirmarse estas previsiones, la economía deberá crecer a una tasa de 1,4% para todo el año 2001 y a un ritmo mayor en 2002. Esta nueva pre-



visión para 2001, es menor que la observada hace tres meses, cuando se esperaba un crecimiento alrededor del 3,0%.

2. La Unión Europea

Durante el año 2000, los 15 países de la Unión Europea alcanzaron un crecimiento real anual del PIB de 3,3%, significativamente mayor que el registrado en 1999. Este mejor comportamiento obedeció principalmente al dinamismo de la formación bruta de capital fijo, la cual creció a una tasa anual de 5,3%. Por otra parte, las exportaciones anuales de los 15 países crecieron 10,9% respecto a la cifra de 1999, mientras que las importaciones lo hicieron al 10,0%,

resultando en un balance externo positivo. El único lunar negro fue, nuevamente, el comportamiento del consumo de los hogares, el cual se desaceleró respecto al año anterior y terminó creciendo al 2,7%.

Si bien durante el primer trimestre de 2001 se presentaron algunos signos de desaceleración, en la actualidad los riesgos de caer en una recesión económica son todavía bajos. El índice de producción industrial para los 15 países de la región, reportó en enero un crecimiento de -1,9%, al mismo tiempo que el índice de clima de negocios alemán en febrero se ubicó en 94,9 puntos, su nivel más bajo desde mayo de 2000. Adicionalmente, la disminución en el crecimiento de la economía de los Estados Unidos y de Japón podría afectar negativamente el crecimiento de la región por medio de una disminución de sus exportaciones. A pesar de esto, la disminución de los impuestos en Francia, Alemania, Italia y otras naciones europeas, junto con la caída del precio del petróleo y los ya deprimidos precios de los productos básicos, deben ayudar a disminuir los efectos negativos del enfriamiento de la economía global, evitando que la economía regional caiga en recesión.

En cuanto a la tasa de cambio, durante el primer trimestre de 2001 el euro se devaluó nuevamente con respecto al dólar, después de haber mostrado una relativa estabilidad a finales del año pasado. En la actualidad, la mayoría de analistas internacionales espera que para finales de 2001, el euro haya alcanzado la paridad con el dólar, a consecuencia de dos factores: la rápida disminución de la tasa de interés en los Estados Unidos y el debilitamiento de las ganancias corporativas norteamericanas. Al estar las tasas de interés disminuyendo más rápido en los Estados Unidos que en la Unión Europea, se espera que el flujo de capitales a la región aumente ocasionando una revaluación de la moneda europea. De igual manera, la debilidad en las ganancias corporativas de las empresas norteamericanas debe incentivar aún más los flujos de capitales hacia otros mercados, incluido el europeo (Gráfico 61).



En materia de inflación, la zona del euro reportó en enero y febrero de 2000 un crecimiento anual del índice de precios al consumidor de 2,4% y 2,6%, respectivamente (Gráfico 62). Si bien la inflación de la región está muy por encima de la meta de 2,0% fijada por el Banco Central Europeo (BCE) y la preocupación por la inflación hace uno o dos meses era considerable, algunos miembros de la Junta del BCE han mostrado un menor sesgo inflacionario y en sus últimas declaraciones han hecho más énfasis en las consecuencias que el enfriamiento económico global podría tener sobre la economía de la región. En vista de lo anterior, no resulta aventurado prever una disminución en la tasa de interés de, mínimo, 25 pb en las próximas reuniones de este organismo, con la cual se intentaría estimular la economía y contrarrestar la caída de la demanda de exportaciones durante el primer semestre de 2001 (Gráfico 63).

Finalmente, durante 2001, se espera que la Unión Europea alcance un crecimiento anual de 2,6%, todo esto a consecuencia del fortalecimiento de la demanda doméstica, como resultado de los menores impuestos, del mayor crecimiento esperado tanto de los salarios reales como del empleo en la región y de una mayor inversión privada.

3. Japón

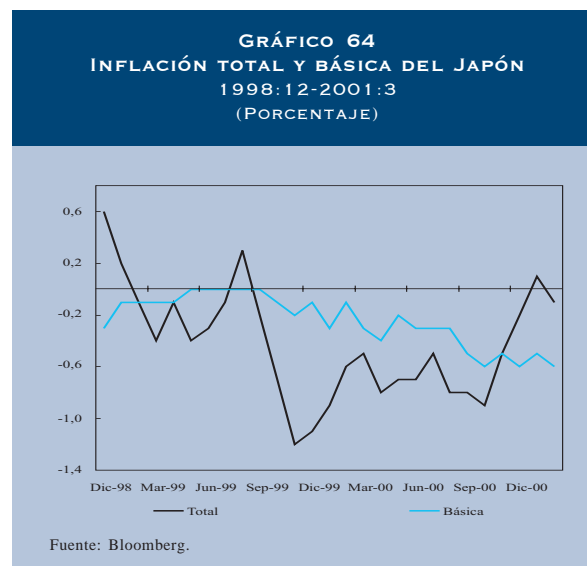
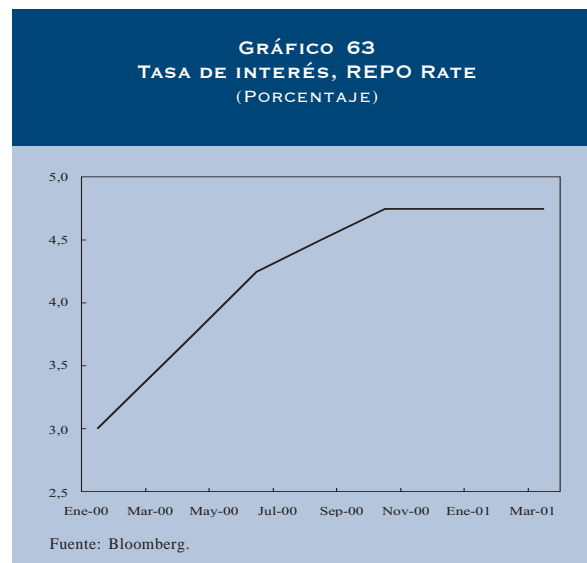
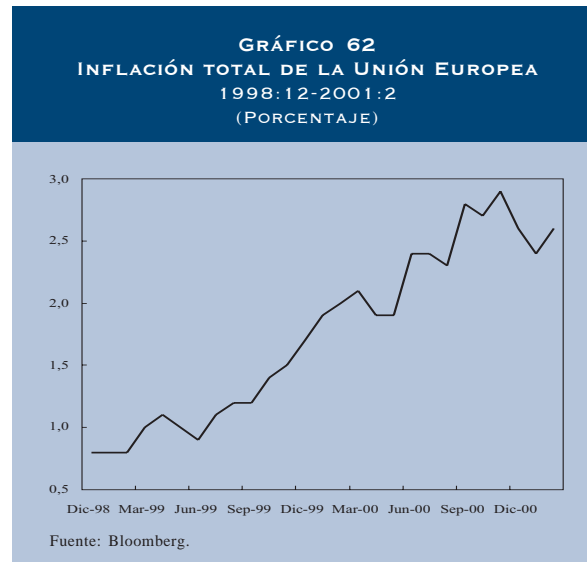
La economía japonesa terminó el año 2000 con un crecimiento de 1,7%, jalonado principalmente por

el gasto del gobierno y la inversión privada. Sin embargo, la modesta recuperación económica experimentada por Japón el año pasado parece haberse frenado en los primeros meses de este año, a consecuencia de la desaceleración de la economía de los Estados Unidos y de los países de Asia Oriental, lo que condujo a una caída en sus exportaciones netas durante el primer trimestre de 2001.

Adicionalmente, existen otros riesgos que están afectando las perspectivas de crecimiento económico del país y que pueden llegar a dificultar su manejo macroeconómico. En primer lugar, el estancamiento en las ganancias corporativas durante el primer trimestre de 2001. Esto podría deprimir el ingreso de los hogares y frustrar la débil recuperación que se ha observado en el consumo durante el primer trimestre de 2001, a juzgar por la ligera mejoría en el índice de confianza de los consumidores, en las ventas de automóviles y en los gastos en viajes. En segundo lugar, el rápido incremento observado en los inventarios en lo que va corrido del año, lo que puede encontrarse detrás de la desaceleración del sector industrial. Por último, el comportamiento del índice del clima de negocios, el cual siguió mostrando unas bajas expectativas, con un resultado en el mes de marzo similar al exhibido durante 1997, a lo cual se suma la percepción de que las reformas estructurales al sistema financiero no han dado los resultados esperados.

En cuanto a precios, la inflación total anual en enero y febrero siguió registrando niveles mínimos, en tanto que la inflación anual básica continuó en terreno negativo (Gráfico 64), a pesar de que los precios de los bienes importados conservaron su tendencia creciente, a consecuencia de la depreciación del yen (Gráfico 61).

Con el propósito de frenar la tendencia deflacionista, el Banco Central de Japón ha decidido cambiar su estrategia de política monetaria sustituyendo la tasa de interés por un agregado monetario como la meta de política. De esta forma, pretende proveer toda la liquidez necesaria a los bancos y la economía hasta conseguir una tasa de inflación positiva. Cabe re-



saltar que durante este trimestre, la tasa de interés de Japón fluctuó alrededor del 0,15%. Al mismo tiempo, el Banco Central de Japón ha manifestado explícitamente que con esta medida se busca reactivar la economía, pero resaltó la urgencia de adoptar reformas estructurales particularmente en lo concerniente al sistema financiero.

Finalmente y por razón de lo anterior, las perspectivas de crecimiento efectuadas por analistas internacionales para Japón, durante 2001 son modestas. Se espera que esta economía alcance un crecimiento que fluctúe alrededor de 1,1%, inferior al crecimiento proyectado en diciembre (3,4%).

4. América Latina

Durante el año 2000, las economías de la región volvieron a exhibir un crecimiento positivo, luego de cerca de dos años de contracción económica. Si bien hasta hace unos meses se consideraba que el año 2001 podría ofrecer incluso mejores resultados en materia de crecimiento económico para buena parte de los países, la fuerte desaceleración de la economía de los Estados Unidos unida a la reducción en los precios de los productos básicos de exportación, ha conducido a una corrección hacia abajo de los pronósticos de crecimiento. A las noticias negativas anteriores se suma el desarrollo reciente de las crisis económica y política de Argentina y la incertidumbre política que sigue afectando a varios países de la región.

Cabe resaltar que los efectos de la desaceleración de los Estados Unidos sobre cada país son variados. Así, mientras la disminución de las importaciones de los Estados Unidos afecta negativamente a todos los países de la región, la menor tasa de interés por parte del Fed representa un alivio, especialmente para Argentina y Brasil. En consecuencia, el efecto neto de la desaceleración para Brasil podría ser neutral, México seguramente se verá perjudicado, mientras que la Argentina podría beneficiarse gracias a las menores tasas de interés.

Respecto de Argentina, la crisis económica y política en este país ha llevado a la creación de nuevos im-

puestos sobre las transacciones financieras y a un recorte del gasto fiscal, con el fin de obtener mayores recursos para el gobierno. Esta medida, sin lugar a dudas, tendrá efectos nocivos sobre el gasto de consumo. Sin embargo, el efecto favorable de la reducción de la tasa de interés del Fed y la mayor tranquilidad que puede generar el nuevo programa de estabilización del gobierno permiten prever un crecimiento positivo del 1,6% en el año 2001. Cabe señalar que buena parte de los analistas internacionales todavía no considera la posibilidad de una devaluación.

En cuanto a la región andina, Venezuela alcanzó un crecimiento de 3,2% en 2000 liderado por las exportaciones petroleras y el gasto del gobierno, mientras que el crecimiento de la inversión privada se mantuvo muy débil. Para 2001, se espera que el gasto del gobierno sea nuevamente el motor de crecimiento de la economía, con un aumento real del PIB que fluctúe alrededor del 3,9%. Por su parte, Ecuador, gracias al proceso de dolarización, empezó a exhibir señales de recuperación con un crecimiento real de 2,3% en 2000. A pesar de que factores políticos entorpecen el proceso de consolidación de recuperación económica ecuatoriana, durante 2001 se espera que las privatizaciones, la mayor estabilidad en los precios y la confianza de los inversionistas lleven a la economía a crecer cerca del 3,7%.

B. PRECIOS DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS

Durante el primer trimestre de 2001, los precios de los principales productos básicos mantuvieron la tendencia descendente que se observó en buena parte del año anterior. El índice de precios para el conjunto de productos básicos de la revista *The Economist* disminuyó 2,9% entre diciembre y marzo pasados, ubicándose en este último mes 5,3% por debajo del nivel observado en marzo de 2000.

La caída de los precios internacionales de los productos básicos en lo que va corrido del año se regis-

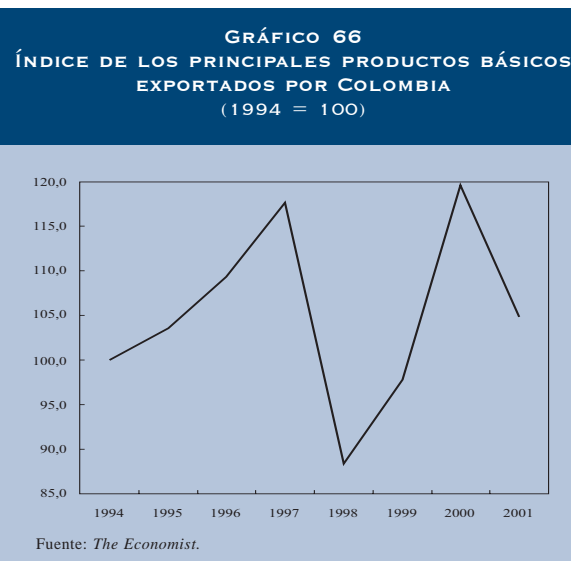
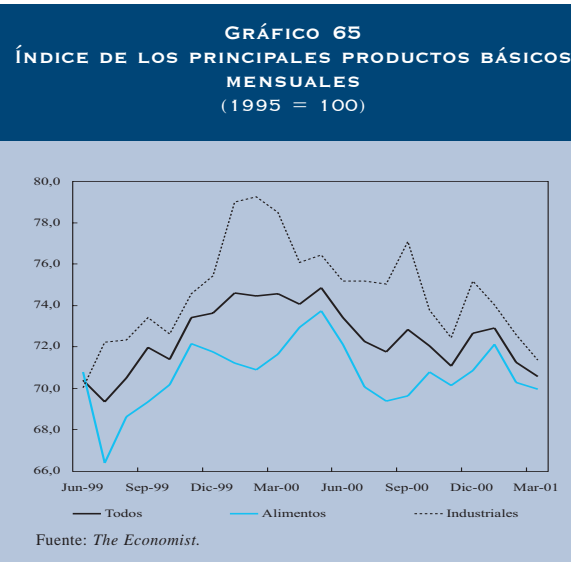
tró principalmente en los productos de uso industrial. El subíndice de industriales de *The Economist* mostró un descenso de 5,1% entre diciembre de 2000 y marzo de 2001, y se situó en este mismo mes 9,1% por debajo del observado en marzo del año anterior. Por su parte, el subíndice de precios de los alimentos ha caído cerca del 1,2% entre diciembre y marzo, situándose en este último mes 2,3% por debajo del nivel registrado un año atrás (Gráfico 65).

Con el propósito de analizar el comportamiento de los precios de los principales productos exportados por Colombia, para este informe se presenta un índice que incorpora información de precios del café, petróleo, ferroníquel, azúcar, carbón y banano (Gráfico 66). Estos productos corresponden, en promedio, al 51% del total de las exportaciones colombianas. El índice mostró un repunte significativo en el año anterior, reflejo del fuerte incremento en el precio del petróleo y del aumento en el del azúcar. Con base en las proyecciones efectuadas por el Fondo Monetario Internacional y las previsiones de los gremios exportadores, para el presente año se pronostica una caída en el índice de 12,4% con respecto al nivel observado en 2000. A pesar de preverse un incremento de 16,7% en el precio del azúcar, se espera que el resto de productos, en especial el petróleo y el ferroníquel, registren bajas en los precios, como consecuencia de la desaceleración en el crecimiento económico mundial.

1. Petróleo

Debido a los incrementos en la producción realizados el año anterior y al debilitamiento de la demanda -resultado del enfriamiento de la economía americana y la finalización del invierno- se ha presentado un exceso de oferta en el mercado de petróleo durante los primeros meses del año. Pronosticando una posible caída en el precio originado por este exceso de oferta¹⁵, la Organización de Países Exportadores de

¹⁵ Según el mecanismo de bandas establecido por la OPEP, el precio del crudo debe permanecer entre US\$22 y US\$28 por barril para la canasta de crudos de la OPEP. Estos precios, en el indicador estadounidense West Texas Intermediate (WTI), son equivalentes aproximadamente a US\$25 y US\$30 por barril.



Petróleo (OPEP) ha disminuido en dos ocasiones la producción diaria de crudo en lo que va corrido del año. El primer recorte se aplicó a partir del 1 de febrero y el segundo a partir del 1 de abril, disminuyendo la producción en 1,5 y 1 millones de barriles diarios, respectivamente. Sin embargo, los anuncios de la OPEP tan solo estimularon un repunte transitorio del precio en febrero. En marzo, este retomó nuevamente su tendencia decreciente y se situó al cierre del trimestre en US\$26,4 por barril, uno de los niveles más bajos en los últimos 12 meses (Gráfico 67).

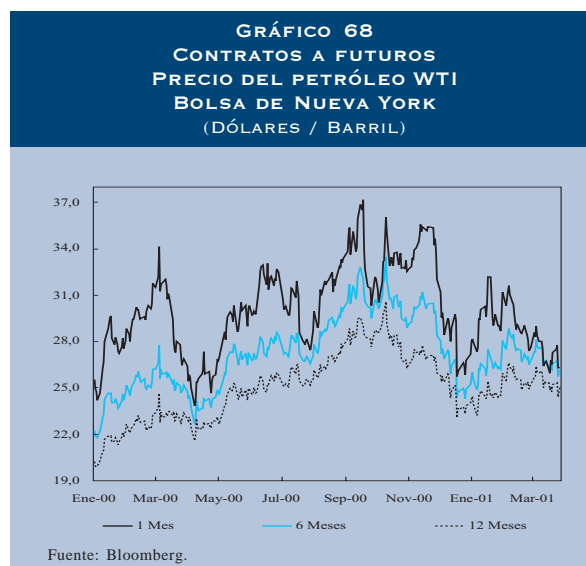
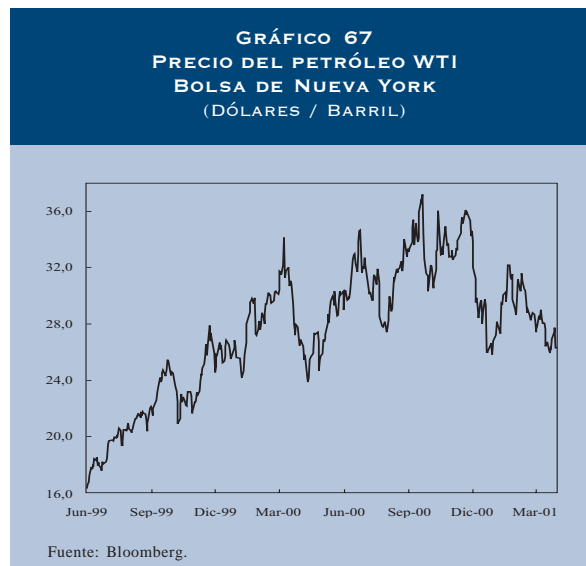
A pesar de las medidas adoptadas por la OPEP en el primer trimestre del año, se espera que el precio del crudo cierre en el año 2001 en niveles inferiores a

los registrados a finales de 2000. Tal como se señaló en el informe anterior, se prevé que el precio del barril de petróleo se ubique, en promedio, entre US\$25 y US\$26 en el año 2001. Sin embargo, no se descarta que para el segundo trimestre se presenten niveles inferiores, si se observa una demanda global más débil que la prevista, una mayor desaceleración de la economía americana, o incrementos adicionales a los proyectados en la producción de países que no son miembros de la OPEP y de Iraq¹⁶.

Asimismo, según algunos analistas, los miembros de la OPEP han comenzado a incumplir las cuotas de producción, para tomar ventaja de los precios altos y aumentar su participación en el mercado. En efecto, los datos indican que el recorte de 1,5 millones de barriles aplicado a partir del 1 de febrero no se cumplió, y que en realidad se dio una reducción de cerca de un millón de barriles diarios. Este hecho se convierte en otro determinante del comportamiento de los precios en lo que resta del año, ya que si los países miembros de la OPEP continúan incumpliendo las cuotas de producción, los precios del crudo podrían descender más de lo esperado.

El incremento en el precio del petróleo durante el mes de enero y su reducción en febrero y marzo se ha visto reflejado en el comportamiento de los precios de los contratos a futuro en la Bolsa de Nueva York (Gráfico 68). Estos precios habían registrado un repunte en enero, lo cual indicaba la incertidumbre de los agentes económicos ante la disponibilidad de crudo. Sin embargo, los precios descendieron en los dos últimos meses, lo cual indica que los agentes esperan un mercado abastecido, como lo muestra el comportamiento de los contratos a futuro de 1, 6 y 12 meses. Para el 30 de marzo, estos se cotizaban a US\$26.3, US\$26.2 y US\$25.0, respectivamente, muy por debajo de los niveles alcanzados dos meses atrás (US\$32.2, US\$27.5 y US\$25.4). Así, los contratos a 6 y 12 meses sugieren que para el año 2001 el mercado espera precios inferiores a los observados durante gran parte de 2000.

¹⁶ 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.



2. Café

El precio internacional del café continuó bajando durante el primer trimestre del año, siguiendo la tendencia presentada el año anterior. A pesar de la puesta en marcha del “Plan de Retención del Café” la cotización del grano colombiano durante la primera semana de enero, en promedio, fue de US\$71.4 centavos/libra, el nivel más bajo de los últimos años (Gráfico 69). El mismo comportamiento se ha presentado en los precios de los contratos a futuro (Gráfico 70). La caída en el precio internacional del café registrada desde enero de 2000 es atribuida, principalmente, a los mayores niveles de inventarios de café en los países consumidores, especialmente en los Estados Unidos.

Hasta el momento, el Plan de Retención¹⁷ aplicado por la Asociación de Países Productores de Café (APPC)¹⁸ no ha tenido efecto sobre la oferta mundial y al finalizar el trimestre los inventarios del grano en los países consumidores continuaban siendo altos. Sin embargo, el acuerdo sigue en marcha y para este año Colombia fijó la retención en 1,8 millones de sacos¹⁹. Debido a que las medidas dispuestas por la APPC no han logrado disminuir el exceso de oferta en el mercado, es poco probable que el precio del café presente una recuperación durante este año. Se espera que la cotización del grano durante 2001 se ubique, en promedio, en US\$75 centavos/libra.

C. PANORAMA FINANCIERO

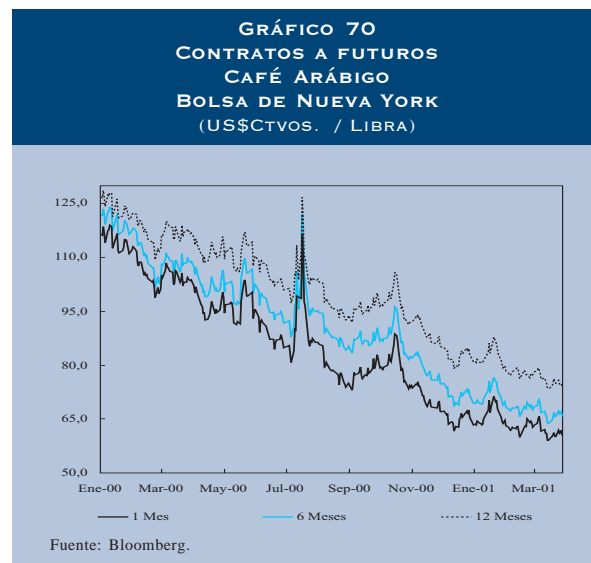
Durante el primer trimestre de 2001, el panorama financiero latinoamericano ha continuado fuertemente influenciado por las expectativas acerca del comportamiento de la economía norteamericana. Comúnmente, una desaceleración en la economía de los Estados Unidos representa una noticia negativa para los países latinoamericanos, por cuanto afecta el desempeño de sus exportaciones. Sin embargo, el menor crecimiento en este último país generalmente va acompañado de una disminución en la tasa de interés por parte del Fed, lo cual, representa una situación favorable al reducir el costo del endeudamiento y al hacer más atractiva a la región para el capital extranjero.

En lo corrido del año, los mercados parecen haber dado mayor peso a los aspectos positivos asociados con la reducción de la tasa de interés como lo sugiere la reducción de los *spreads* de la deuda soberana a 10 y 30 años para todos los países de la región con ex-

¹⁷ Según este acuerdo, las exportaciones de café se reducen en un 20,0% si el precio se ubica por debajo de US\$95 centavos/libra.

¹⁸ Los países ratificados como miembros de la APPC son: Brasil, Colombia, Costa Rica, El Salvador, India, Indonesia, Venezuela, Angola, Costa de Marfil, Kenya, Tanzania, Togo, Uganda y República Democrática del Congo.

¹⁹ Se espera que las exportaciones de café colombiano para este año sean de 10 millones de sacos.



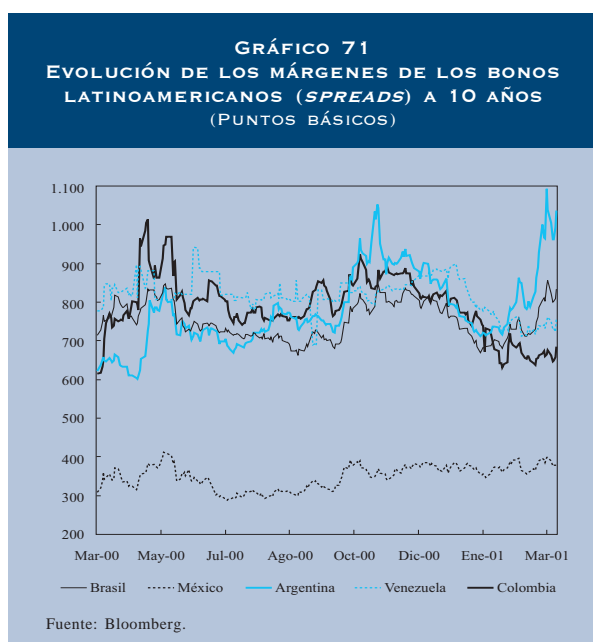
cepción de Argentina y Brasil. Sin embargo, en el mediano plazo, estos menores niveles podrán sostenerse únicamente si el menor crecimiento de la economía de los Estados Unidos no afecta considerablemente la demanda de exportaciones de los países de la región, comprometiendo seriamente su crecimiento.

Además del comportamiento de la economía de los Estados Unidos, otro factor que sigue poniendo en riesgo el panorama financiero para toda la región, en los próximos meses, es el comportamiento de la economía argentina, por el efecto contagio que una salida masiva de capitales de este país podría tener sobre los mercados emergentes.

Un indicador del nerviosismo que aqueja a los inversionistas respecto a este país es el comportamiento de su *spread*, el cual aumentó en 175,3 pb en el primer trimestre de 2001. De manera similar, la reciente devaluación sufrida por el real, está afectando negativamente el *spread* de la deuda soberana brasileña a 10 años, el cual, de 798,1 pb los primeros días de enero ha pasado a situarse en 834,5 pb a finales de marzo. Es un hecho que los inversionistas extranjeros estarán monitoreando permanentemente los resultados que exhiban estas dos naciones en materia económica, hecho que

puede aumentar el grado de incertidumbre y vulnerabilidad de la región.

Finalmente, resalta el buen comportamiento que mostraron los *spreads* de la deuda colombiana a 10 y 30 años. Como se observa en los gráficos 71 y 72, durante el primer trimestre de 2001 han disminuido 145,1 pb y 103,8 pb, respectivamente. Todo esto, posiblemente, como consecuencia de la vuelta a las negociaciones del gobierno con la guerrilla, hecho que mejoró el sentimiento de los inversionistas extranjeros y nacionales hacia el país.



PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN

A. PRONÓSTICOS PARA LOS AÑOS 2001 Y 2002, CON BASE EN EL MODELO DE MECANISMOS DE TRANSMISIÓN Y OTROS MODELOS

En esta sección se presentan las proyecciones de inflación para finales de 2001 y de 2002 con información disponible en materia de precios a marzo del año en curso. En el presente Informe se publica, por primera vez, las proyecciones efectuadas con un modelo macroeconómico de pequeña escala denominado “modelo de mecanismos de transmisión”, cuya especificación se exhibe en forma resumida en el recuadro anexo. Dicho modelo tiene la ventaja de poder predecir el comportamiento de variables macroeconómicas claves como la inflación y el crecimiento económico de manera simultánea, dependiendo además estos pronósticos de una trayectoria de la tasa de interés que es endógena a las desviaciones del pronóstico de inflación con respecto a la meta. Esta metodología también permite incorporar choques esperados de oferta en los precios de un modo más dinámico que en la metodología usada previamente. Junto con los resultados, en esta sección también se mencionan las proyecciones obtenidas a partir de los modelos utilizados en informes anteriores.

En materia de supuestos, para el presente informe no se efectuaron modificaciones importantes respecto de los contemplados en el informe anterior. De esta forma, la devaluación incorporada en los modelos asume una relativa estabilidad del tipo de cambio real tanto para este año como para 2002. El crecimiento de los precios de los bienes importados sigue siendo compatible con esta devaluación y con una inflación

externa del 3,0%. De igual manera, para 2001 se supone un crecimiento de los agregados monetarios coherente con la línea de referencia de base definida por la Junta Directiva del Banco y que además, tiene en cuenta el efecto sobre la demanda de efectivo que tendría el incremento del impuesto a las transacciones financieras que empezó a regir a comienzos de este año. Para el año 2002 se supone un crecimiento de los agregados monetarios que consulta la meta de inflación del 6,0%.

Además de los supuestos anteriores, en el escenario básico de los pronósticos para inflación y crecimiento se consideraron cuatro choques de oferta que pueden afectar la inflación al consumidor en el transcurso de este año. En primer lugar, se encuentran los efectos del desmonte de los subsidios de servicios públicos y de los mayores costos de transmisión de energía por los problemas de orden público. En el presente informe se considera que las circunstancias anteriores conducirán a un incremento en el índice de precios al consumidor para servicios públicos (acueducto y alcantarillado, energía eléctrica y gas) de 19% aproximadamente para finales de 2001.

Un segundo choque guarda relación con el precio doméstico de los combustibles, el cual está ligado al precio internacional del petróleo. En la actualidad se espera que el precio internacional del petróleo se ubique alrededor de los 25 dólares²⁰ el barril en promedio durante 2001, y una reducción adicional del 11% sobre el nivel de este año en 2002. Sin embargo, dado que en Colombia el precio domésti-

²⁰ Corresponde al precio del West Texas Intermediate, el precio de referencia para el crudo de Cusiana.

co se ha venido fijando con un rezago amplio respecto al precio internacional, la reducción esperada en este último sólo se dejará sentir plenamente en el precio doméstico hacia el segundo semestre del año. Durante el primer semestre, el precio doméstico seguirá estando afectado por los altos niveles observados a finales del año pasado y comienzos de este. En términos del precio doméstico de los combustibles al consumidor, lo anterior se traduce en un incremento del 12,0% al final del presente año.

En tercer lugar, se tuvo en cuenta el impacto del incremento en los aranceles en 1,2% establecido por la reforma tributaria que entró a comienzos del presente año. Este choque se modeló a través del precio de los importados y su efecto sobre los precios al consumidor resultó ser mínimo, tanto para este año como para el próximo (inferior al 1,0%).

Por último, se consideró un choque en la oferta agrícola por razones climatológicas. Para dar más información sobre el efecto de este choque, la proyección del modelo central se complementó con un modelo satélite sobre el precio de los alimentos, el cual tiene en cuenta que en Colombia estos están fuertemente influenciados por el comportamiento de las lluvias y que, además, tienen fluctuaciones de mediano plazo que se ajustan a lo descrito en el conocido “modelo de la telaraña”. Es decir, que a un período de precios altos sigue un período de precios bajos y viceversa, dado el efecto que estos tienen en estimular o desestimar la oferta según sea el caso. Para Colombia, se ha encontrado que el ciclo completo (precios altos-bajos-altos) tiene una amplitud de ocho trimestres, lo que quiere decir que después de un período de precios bajos, es posible esperar uno de precios altos con un rezago de 4 trimestres.

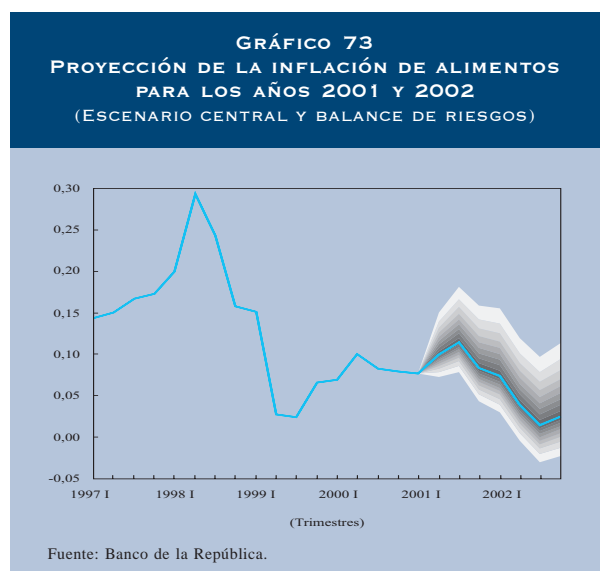
El modelo satélite en cuestión pronostica un incremento de los precios de los alimentos hacia el segundo (9,5%) y el tercer trimestre (10,8%), para retomar nuevamente una tendencia decreciente en el cuarto y cerrar el año con una variación anual de 8,0%. Este comportamiento obedece en parte a que durante los meses de enero y febrero se presentó una sequía moderada, que debe reducir la oferta de

alimentos hacia mediados de año incrementando sus precios. Para los segundo y tercer trimestres se utilizaron los pronósticos de lluvias del IDEAM que señalan que el régimen de lluvia en esta parte del año se ajustará a los promedios históricos.

En el Gráfico 73 se presenta el pronóstico central de la inflación de alimentos junto con su nivel de incertidumbre y su balance de riesgos. El balance de riesgos tiene en cuenta aquellos que son particulares a la situación actual, en especial la incertidumbre asociada al pronóstico del clima. El balance se encuentra sesgado hacia arriba teniendo en cuenta que la visión central del modelo satélite resulta estar ligeramente por encima de la visión central del modelo de mecanismos de transmisión y el hecho de que una sequía moderada puede tener un efecto sobre el precio de los alimentos mayor que el anticipado en el escenario central.

Además de los choques ya descritos, el escenario central del pronóstico de inflación utilizando el modelo de mecanismos de transmisión incorpora los efectos de los fallos de la Corte Constitucional sobre indexación de los salarios. Al introducir este efecto, la inflación se incrementa 0,2% a finales de 2001, y 0,4% a finales de 2002 respecto al escenario sin fallos de la Corte.

Teniendo en cuenta los supuestos y choques mencionados, el modelo de mecanismos de transmisión pro-



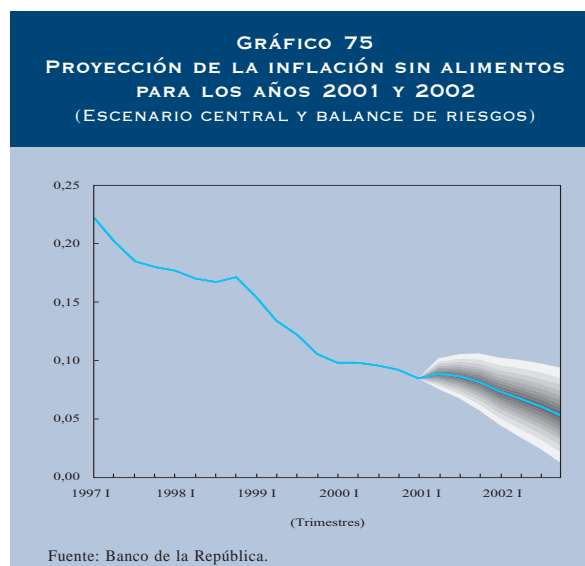
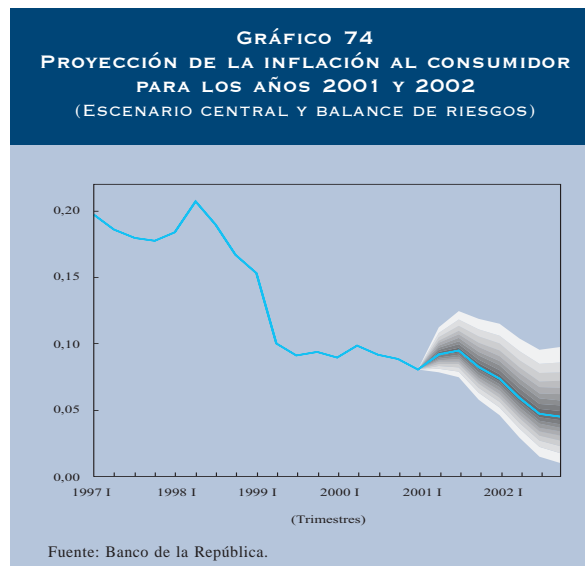
nostica una inflación al consumidor de 8,2% al finalizar 2001 y de 4,5% al término del año 2002. Para el caso de la inflación básica (sin alimentos), los pronósticos respectivos son 7,4% y 5,3%. De esta forma, la meta de inflación del 8,0% para este año y del 6,0% para el próximo, siguen siendo viables a juzgar por esta predicción. El pronóstico central sugiere que la inflación al consumidor puede registrar un incremento en los próximos dos trimestres, en especial como consecuencia del incremento anticipado en los precios de los alimentos, pero también por el patrón previsto en el precio de los combustibles y en el de los servicios públicos. Sin embargo, hacia el cuarto trimestre debe disminuir.

El balance de riesgos para el pronóstico central de la inflación al consumidor y de la inflación básica se presenta en los gráficos 74 y 75. El balance de riesgos de la inflación total se encuentra sesgado hacia arriba por razón de la incertidumbre que rodea tanto la proyección del precio de los alimentos como la devaluación.

La viabilidad de las metas de inflación está respaldada por los resultados que arroja el método de Combinación de Pronósticos para 2001, mediante el cual se proyecta una inflación anual a finales de este año de 6,8%, un resultado inferior al presentado en el Informe de Inflación del trimestre anterior. Como se ha señalado en informes anteriores, el método de Combinación de Pronósticos combina los pronósticos individuales obtenidos por diferentes modelos estructurales y de series de tiempo y ha demostrado ser un buen predictor de la inflación en horizontes de un año.

B. RIESGOS PARA 2001

Las proyecciones de inflación para 2001 con información a marzo siguen siendo optimistas respecto al cumplimiento de la meta, tal y como lo eran en el informe presentado en diciembre. Sin embargo, algunos de los riesgos que se señalaron en aquella oportunidad han aumentado en la actualidad.



Quizás el riesgo más serio a la fecha provenga de una devaluación superior a la prevista. Como se mencionó en un comienzo, los pronósticos de inflación aquí presentados son compatibles con una devaluación nominal que garantiza la estabilidad del tipo de cambio real. En la actualidad, sin embargo, existen circunstancias que pueden complicar este escenario. La más importante de ellas proviene de la incertidumbre que rodea el desempeño futuro de los países emergentes, entre ellos Colombia, a raíz de la desaceleración de la economía de los Estados Unidos y de los problemas que enfrenta la economía de Argentina. En el caso de Colombia, los efectos adversos sobre el flujo de capitales podrían requerir un incremento en el tipo de cam-

bio real de equilibrio, que exigiría una devaluación nominal superior a la contemplada y derivaría en presiones adicionales sobre los precios domésticos.

En segundo lugar, subsiste la incertidumbre en el precio de los alimentos, para el cual podría darse un repunte en los próximos meses como resultado del ciclo normal de estos precios y de factores climáticos. Parte de este incremento debe provenir del precio de la carne, cuyo peso es importante en la canasta del consumidor (4,0%). Como se menciona en el Capítulo I, factores como la demanda

externa y la fase de retención del ciclo ganadero pueden traducirse en repuntes en este precio mayores que la inflación al consumidor.

A diferencia del informe anterior, en la actualidad el riesgo sobre un nivel alto en el precio internacional de los combustibles en 2001 ha cedido, si se juzga por las disminuciones presentadas desde mediados de febrero. Esto se convierte en un factor favorable que puede contribuir a desacelerar la inflación a partir del segundo semestre del año.

EL MODELO DE MECANISMOS DE TRANSMISIÓN E INFLACIÓN OBJETIVO

I. El control de la inflación en el corto plazo

Mientras la inflación es un fenómeno monetario en el largo plazo, en el corto plazo está determinada principalmente por el estado del ciclo de los negocios y por algunos choques dentro de los cuales para el caso de la economía colombiana tienen relevancia, entre otros, las sequías y su impacto sobre el precio de los alimentos, la trayectoria de la meta de inflación, choques a los términos de intercambio y cambios en el riesgo país.

Contrarrestar el efecto de estos choques sobre la inflación y las diferencias que inducen entre la inflación y la meta requiere un adecuado manejo de las tasas de interés. Los cambios en la tasa de interés afectan la inflación a través de diferentes canales que el banco central puede formalizar en un modelo de inflación objetivo o modelo de mecanismos de transmisión.

II. Los mecanismos de transmisión de la política monetaria

Dentro de los mecanismos de transmisión de la política monetaria en Colombia se encuentran el canal de demanda agregada, el canal directo e indirecto de tasa de cambio, el canal de expectativas y el canal de costos.

El canal de demanda agregada es la cadena de causalidad tasa de interés real, brecha del producto, inflación. El nexo entre la tasa de interés real y la tasa de inflación está dado por una curva de demanda agregada; el nexo entre la brecha del producto y la inflación lo establece la curva de Phillips.

El canal directo de tasa de cambio es el nexo entre las tasas de interés, tasa de cambio e inflación. El efecto de la tasa de interés sobre la tasa de cambio está dado por la relación de paridad abierta, y el de la tasa de cambio sobre la inflación se conoce como "pass-through" y consta de dos etapas: la primera, el efecto de la tasa de cambio nominal sobre la inflación de importaciones, y la segunda, el efecto de la inflación de importaciones sobre la inflación total.

El canal indirecto de tasa de cambio es el efecto que la tasa de cambio real tiene sobre la brecha del producto por medio de la ecuación de demanda agregada, y el efecto del producto sobre la inflación a través de la curva de Phillips.

El canal de expectativas consiste en que menores expectativas de inflación en el futuro pueden crear menor inflación en el presente. Este fenómeno está representado por la inclusión de las expectativas de inflación en la curva de Phillips.

Por último, como en el largo plazo, el precio de los bienes se puede descomponer en sus costos de producción; el canal de inflación de costos es el efecto que en el largo plazo tienen los salarios y el precio de los bienes importados sobre la inflación.

III. El modelo de mecanismos de transmisión

El modelo de mecanismos de transmisión pretende capturar estos canales y los choques particulares a la economía colombiana. Dicho modelo va evolucionando constantemente a medida que se actualizan las estimaciones y en el grado en que se intenta incorporar ciertos mecanismos de transmisión y ciertos choques. En su forma actual, el citado modelo consta de ocho ecuaciones de comportamiento estimadas, más cuatro ecuaciones de comportamiento calibradas y algunas identidades y definiciones. Además del modelo central existen algunos modelos satélite cuyo objetivo es profundizar en el efecto de alguno de los choques sobre la inflación para traer mayor información a la proyección del modelo central. En la actualidad hay tres modelos satélite, dos de ellos profundizan sobre el fenómeno de la inflación de alimentos, el primero, cambiando la especificación del modelo central a un modelo en el que hay una ecuación para la inflación de alimentos y otra para la inflación de no alimentos; el segundo, desagrega la inflación de alimentos de acuerdo con sus principales componentes con periodicidad mensual. El tercer modelo captura el efecto sobre la inflación de la indexación de los salarios en el sector público.

Dentro de las distintas ecuaciones del modelo de mecanismos de transmisión, se destacan: la curva de Phillips (1), la demanda agregada (2) y la regla de tasas de interés¹ (3):

$$(1) \quad \pi_t = \alpha_1^\pi \pi_{t+1|t} + \alpha_2^\pi \pi_{t-1} + (1 - \alpha_1^\pi - \alpha_2^\pi) \pi_{t-3} + \alpha^y y_{t-1} + \alpha_1^R \pi_t^R - \alpha_2^R \pi_{t-1}^R + \alpha^X x_{t-1} - \alpha^z z_{t-4} + \varepsilon_t^\pi$$

$$(2) \quad y_t = \beta_1^y y_{t-1} + \beta_2^y y_{t-2} - \beta^r r_{t-1} + \beta^q q_{t-1} + \beta_1^\tau \tau_t + \beta_2^\tau \tau_{t-4} + \varepsilon_{t+1}^y$$

$$(3) \quad i_t = \tilde{r}_t + \pi_t + 0,5(\pi_{t+k|t}^N - \pi_{t+k}^*)$$

en donde π_t es la inflación, π_t^N la inflación sin alimentos, π_t^* es la meta de inflación $\pi_{t+k|t}^N$ el pronóstico de inflación básica (sin alimentos) k períodos adelante, y_t es la brecha del producto, π_t^R es la inflación de alimentos relativa a la inflación total, x_t es la variación en la tasa de cambio real definida como P_t^M / P_t , (siendo P_t^M el precio de las importaciones y P_t el IPC), i_t es la tasa de interés nominal, τ_t los términos de intercambio, \tilde{r}_t la tasa de interés real de equilibrio de largo plazo y z_t es el largo plazo de la curva de Phillips definido como

$z_t = P_t - 0,7 \log U_t - 0,3 \log P_t^M$ en donde $U_t = W_t L_t / Y_t$ es el costo laboral unitario, W_t es el salario nominal, L_t el empleo, y Y_t el producto.

La ecuación de curva de Phillips tiene tres características: es aumentada por expectativas, superneutral y neutral. Es aumentada por expectativas, ya que tiene en cuenta aquellas de la inflación para la determinación de la misma. Es superneutral, pues la suma de los coeficientes en las variables nominales al lado derecho de la ecuación es uno. La propiedad de superneutralidad es importante para un modelo destinado a Colombia, debido a que le permite a dicho modelo pasar de una tasa de inflación a otra con la misma solución de largo plazo para las variables reales. Es neutral, pues, en el largo plazo el índice de precios se descompone entre los costos de producción: salarios y precio de las importaciones. Esta propiedad le permite al modelo tener la misma solución de largo plazo de las variables reales para diferentes niveles de precios. Aunque en el largo plazo el modelo es superneutral y neutral, en el corto plazo no es neutral, ya que la política monetaria tiene efectos reales y es necesario que los tenga para que actúen los canales de transmisión de la política monetaria. Entonces el modelo es de características clásicas en el largo plazo y keynesianas en el corto plazo.

En la ecuación de la demanda agregada o curva IS, la brecha del producto tiene cierta persistencia y está determinada por la tasa de interés real y la tasa de cambio real.

La ecuación (3) es la regla de pronóstico para la determinación de la tasa de interés. En esta regla la tasa de interés nominal es igual a la tasa de interés real de largo plazo más la inflación de IPC, más una corrección por el desbalance entre el pronóstico de inflación básica (sin alimentos) y la meta. La trayectoria de tasas de interés que se deriva de esta regla no es una prescripción de política, intenta simular, en promedio, el comportamiento de un banco central que sigue una estrategia de inflación objetivo.

Ante choques de oferta de alimentos como los que han caracterizado la inflación en Colombia, la combinación de inflación total y de no alimentos que aparece en la regla de pronóstico (3) resulta en la menor variabilidad de la tasa de interés real y de otras variables reales como la brecha del producto.

IV. El pronóstico de inflación

El pronóstico de inflación, que consta de una visión central, un grado de incertidumbre y un balance de riesgo, aparece en los gráficos 73, 74 y 75 del Capítulo V.

A. La visión central

La visión central es el pronóstico del modelo de mecanismos de transmisión teniendo en cuenta la información producida durante el trimestre y resumida en el Informe sobre Inflación.

El modelo proyecta un continuo descenso de la inflación básica, debido a un nivel de producción por debajo del nivel potencial y a pesar de la recientemente introducida indexación de los salarios del sector público. En el corto plazo, especialmente en el segundo y tercer trimestres de 2001, el modelo proyecta un aumento transitorio de la inflación, debido al efecto sobre la inflación de alimentos de una sequía de tamaño moderado que se presentó en el primer

trimestre de 2001. Para finales de 2001 el efecto del choque proyectado a la inflación de alimentos no afecta mayormente la inflación total, siendo el pronóstico central de 8,2%. Sin embargo, para fin de 2002 el modelo proyecta un descenso de la inflación total a 4,5%, como consecuencia del choque a la inflación de alimentos que es transitorio y como consecuencia también del conocido efecto del teorema de la telaraña.

B. El grado de incertidumbre

El grado de incertidumbre da una idea de la precisión del pronóstico de manera análoga a un intervalo de confianza, solo que estructurado en varias bandas, cada una de las cuales (en el caso simétrico) señala un 10% de probabilidad. Se obtiene por medio de simulaciones estocásticas en el modelo de mecanismos de transmisión.

De acuerdo con la simulación estocástica, con un 90% de probabilidad la inflación básica al final de 2001 se ubicará en un intervalo de 5,7% y 10,6%, y la inflación total entre 5,8% y 11,9%.

C. El balance de riesgos

El balance de riesgos es el grado de asimetría de la distribución de probabilidades del pronóstico alrededor de la visión central. El balance de riesgos incorpora dentro del pronóstico del modelo central, información de modelos satélite que profundizan sobre los efectos de determinado choque o evaluaciones subjetivas de la autoridad monetaria sobre sus percepciones acerca de la posible evolución de la inflación en el futuro. En el caso en que el balance es asimétrico hacia arriba, la visión central es la moda de la distribución de probabilidades y la moda es menor que la media.

En el pronóstico de inflación presentado en este informe no se asumió ningún grado de asimetría en el caso de la inflación básica y sí se asumió una distribución de probabilidades asimétrica hacia arriba en el caso de la inflación total y de alimentos, pues uno de los modelos satélite arrojó pronósticos de inflación de alimentos mayores que los del modelo central y se juzgó que una sequía moderada podría, eventualmente, tener efectos sobre la inflación de alimentos similares a los de una sequía de mayor importancia.

Referencias

Gómez, Javier y Juan Manuel Julio (2000). "Transmission Mechanisms and Inflation Targeting: The Case of Colombia's Disinflation", Borradores Semanales de Economía, *Banco de la República*, No. 168, Bogotá.

Gómez, Javier et al. (2001). "Transmission Mechanisms and Inflation Targeting: The March 2001 Inflation Forecast". Mimeo, *Banco de la República*.

¹ Aquí no se reporta los coeficientes explícitamente, pues estos van cambiando a medida que se actualizan las ecuaciones; sin embargo, una descripción detallada de cada ecuación se encuentra en Gómez y Julio (2000) y la actualización del modelo, en Gómez et al. (2001).

Este Informe fue preparado
por la Subgerencia de Estudios Económicos
del Banco de la República.
Editado y diagramado por la Sección de Publicaciones
Económicas del Departamento de Comunicación Institucional
e impreso por Lito Camargo Ltda.
en abril de 2001.