



INFORME SOBRE INFLACIÓN
JUNIO DE 2000

BANCO DE LA REPÚBLICA

PRESENTACIÓN, RESUMEN Y CONCLUSIONES

✕ La inflación anual al consumidor al finalizar el segundo trimestre fue de 9,7%, idéntica a la observada al finalizar el primer trimestre, pero superior a la registrada en junio de 1999 (9,0%). La novedad durante el segundo trimestre la constituyó la inflación mensual negativa del mes de junio (-0,02%), la primera desde agosto de 1988. En junio, la inflación año corrido cerró en 7,0%, cifra un poco superior a la alcanzada durante el primer semestre de 1999 (6,5%), pero muy inferior a la inflación acumulada en la primera mitad de 1998 (14,1%). Durante el segundo trimestre, a diferencia de lo que aconteció en el primero, los precios de los alimentos no jalónaron la inflación. Por el contrario, en mayo y junio contribuyeron a desacelerarla gracias a la recuperación estacional de su oferta. El otro rubro que determinó la dinámica de la inflación al consumidor durante el primer trimestre, los servicios, siguió siendo un factor acelerador de ésta entre marzo y junio.

✕ En el año completo, cuatro grupos de la canasta familiar registraron un crecimiento anual de precios por encima de la inflación promedio: transporte (18,4%), gastos varios (17,4%), salud (11,2%) y alimentos (9,9%). La mayor inflación en estos componentes del Índice de Precios al Consumidor (IPC) se explica por los incrementos en los precios del combustible (transporte) y de los servicios bancarios (gastos varios), por la devaluación que encareció bienes como las medicinas (salud) y por la escasez temporal de alimentos en los primeros cuatro meses del año (alimentos). Los únicos grupos que experimentaron un ajuste de precios inferiores a la inflación total fueron: educación (8,3%), vivienda (5,2%) y vestuario (2,8%).

✕ De acuerdo con la clasificación alterna, el incremento de la inflación en los últimos 12 meses es atribuible al grupo de bienes no transables que, en conjunto, aceleró la inflación en 2,2 puntos porcentuales. En este grupo sobresale la mayor inflación de los bienes flexibles en 25,5% (tubérculos, hortalizas, legumbres y frutas), la cual aportó 3,8 puntos porcentuales a la aceleración de la inflación total en este período. Los bienes transables, con una variación anual de precios de 9,4%, ejercieron un efecto contrario.

✕ La inflación del productor fue de 15,6% en junio, siendo superior en 1,9 puntos porcentuales a la observada en marzo (13,7%) y en 9,5 puntos porcentuales a la observada en junio de 1999 (6,1%). De manera similar a como sucedió con la inflación al consumidor, durante el segundo trimestre, los precios de los productos de origen agrícola, especialmente alimentos, dejaron de presionar al alza la inflación del productor. Así, el repunte en la inflación del productor durante estos tres últimos meses se explica principalmente por el mayor crecimiento de los precios de los bienes de origen industrial, lo cual a su vez guarda relación con el importante reajuste en el precio doméstico de la gasolina y con la mayor devaluación.

✕ Con información a junio, la inflación básica promedio estimada por el Banco de la República utilizando los cuatro indicadores tradicionales, es 9%, superior en 0,6 puntos por-

centuales a la estimada con información a marzo. Este incremento fue el resultado de un repunte de la inflación básica estimada por la media truncada y, en especial, por la media asimétrica. De los otros dos indicadores, la inflación sin alimentos disminuyó en el segundo trimestre, en tanto que la inflación núcleo se mantuvo estable. Como se explica detalladamente en el Informe, el incremento de la inflación básica promedio en este último mes no necesariamente refleja la aparición de presiones inflacionarias de demanda y, más bien, obedece a una incapacidad transitoria de los propios indicadores de media asimétrica y truncada para medir correctamente este tipo de presiones. En efecto, para junio, los procedimientos estadísticos utilizados en el cálculo de estos dos indicadores llevaron a excluir de ellos el precio de los arrendamientos. Este rubro, gracias a su muy reducida inflación anual, ayudaba a mantener baja la inflación básica así medida. Dicho problema no se presenta en la inflación núcleo y en la inflación sin alimentos, por lo cual parece más indicado utilizarlos para valorar el comportamiento actual de la inflación de demanda. Un promedio de estos dos últimos índices muestra cómo la inflación básica pudo inclusive reducirse en el segundo trimestre en cerca de 0,2 puntos porcentuales.

✘ Al finalizar junio, el promedio móvil de orden 20 de la base se situó 3,4% por encima del techo del corredor original de base. Como se analiza con más detalle en este documento, el mayor crecimiento de los agregados monetarios más líquidos -Base Monetaria y M1- tiene que ver con el incremento de la demanda de efectivo como resultado de varios factores, entre ellos el bajo nivel de las tasas de interés y la aplicación del impuesto del dos por mil. El aumento, por lo tanto, no se considera que afectará los precios a través de incrementos en la demanda agregada mayores que los programados.

✘ Para este mes, la cartera nominal y real del sistema financiero continuó contrayéndose a tasas similares a las que se observaron el mes anterior. La excepción dentro del sistema financiero sigue siendo la cartera nominal de las entidades financieras privadas excluidas las CAV y los bancos hipotecarios, la cual continuó exhibiendo una tasa de crecimiento anual positiva de cerca del 4,5%. De otra parte, la tasa de interés de colocación nominal en junio fue de 24,0%, muy similar a la que se observó en marzo (23,7%), en tanto que la tasa de captación nominal se incrementó en este período, pasando de 10,9% en marzo a 12,0% en junio. En cuanto a las tasas de interés reales, lo anterior significó un incremento en el segundo trimestre de 1,0 punto porcentual en la tasa de captación en el último mes y de 0,4 puntos porcentuales en la tasa de colocación. A junio dichas tasas eran de 2,1% y 13,1% respectivamente.

✘ La última información disponible sobre el sector real sugiere que la economía continuó expandiéndose durante el segundo trimestre del año. Esta afirmación se basa en el comportamiento reciente de varios indicadores como el consumo de energía eléctrica, la venta de automóviles, el consumo financiado con tarjetas de crédito y el comportamiento del trabajo temporal y de las horas extras trabajadas entre otros. Igualmente, tiene su sustento en las tendencias de crecimiento exhibidas por la producción industrial y las exportaciones a mayo. No obstante lo anterior, los actuales niveles de utilización de capacidad instalada siguen siendo bajos, tal y como lo revelan los indicadores de Fedesarrollo y la ANDI, por lo cual no se prevé que surjan presiones inflacionarias importantes en los próximos meses, asociadas a factores de demanda.

✘ Si se tienen en cuenta los problemas estadísticos asociados al cálculo de las medias asimétrica y truncada, las proyecciones de inflación básica para lo que resta del año no deben generar temores en cuanto a un posible repunte de la inflación de demanda. Con cifras a junio, las proyecciones de todos los cuatro indicadores de inflación básica siguen situándose por debajo de la meta del 10%.

✠ El resultado de la inflación al concluir el primer semestre es compatible con la meta de inflación de 10% fijada para el presente año. A la fecha hay indicaciones claras de que el repunte de la inflación a comienzos de año era un fenómeno transitorio, tal como lo anticipó la Junta Directiva del Banco de la República, en gran parte resultado del ciclo de precio de los alimentos. Tal como viene ocurriendo desde mayo, estos factores tendrán mucho menor influencia en la segunda parte del año.

✠ La desaceleración de la inflación en los últimos dos meses es especialmente significativa, porque se produce en un contexto de recuperación de la actividad económica. Lo anterior reafirma la posibilidad de lograr la reactivación de la economía sin sacrificar los avances obtenidos en materia de estabilidad de precios, propósito que constituye uno de los pilares fundamentales del programa macroeconómico actualmente en marcha.

✠ A pesar de su optimismo en cuanto al cumplimiento de la meta de inflación para este año, la Junta sigue estando alerta sobre las posibles presiones inflacionarias que podrían manifestarse en el próximo año. Algunas de ellas ya han sido identificadas. Tal es el caso del mayor ritmo de devaluación registrado durante los últimos meses, el cual, a través del encarecimiento de los productos importados, podría inducir reajustes en el nivel de precios a medida que la recuperación de la demanda agregada lo permita. Igualmente, el rápido crecimiento de ciertos agregados monetarios, como ha venido ocurriendo con la base monetaria y los medios de pago (M1) podría constituir a mediano plazo otro elemento de presión al alza de precios.

✠ El reconocimiento oportuno de factores como los antes mencionados, y la evaluación técnica de sus posibles efectos a través de modelos de proyección, ha permitido a la Junta Directiva del Banco de la República adoptar las medidas necesarias para prevenir que tales presiones surtan efecto. La Junta continuará manteniendo esta actitud vigilante, para asegurar que la inflación de 2001 no supere el 8% y consolidar así lo que hasta el momento se viene logrando: conseguir la recuperación económica en un ambiente de estabilidad de precios.

La Junta Directiva,

Presidente

Juan Camilo Restrepo Salazar

Ministro de Hacienda y Crédito Público

Directores

Sergio Clavijo Vergara

Luis Bernardo Flórez Enciso

Antonio Hernández Gamarra

Salomón Kalmanovitz Krauter

Leonardo Villar Gómez

Gerente General

Miguel Urrutia Montoya

INFORME SOBRE INFLACIÓN
JUNIO DE 2000

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

SUBGERENCIA DE ESTUDIOS ECONÓMICOS

Hernando Vargas Herrera

Subgerente

UNIDAD DE PROGRAMACIÓN E INFLACIÓN

Jorge Hernán Toro Córdoba

Director

SECCIÓN DE INFLACIÓN (*)

Adolfo León Cobo Serna

Jefe

Oscar Bautista Montero

Édgar Caicedo García

Andrés González Gómez

Munir Andrés Jalil Barney

Daniel Mejía Londoño

Luis Fernando Melo Velandia

Jorge Enrique Ramos Forero

(*) En la elaboración de este informe colaboraron
Angélica María Arosemena Martán y Alexandra
Espinosa Dussán.

CONTENIDO

I.	ÍNDICES DE PRECIOS	11
	A. ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR	11
	B. ÍNDICE DE PRECIOS DEL PRODUCTOR	16
II.	DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN	17
	A. AGREGADOS MONETARIOS, TASAS DE INTERÉS Y TIPO DE CAMBIO	17
	B. OFERTA Y DEMANDA	23
	C. SALARIOS Y EMPLEO	29
	D. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA	32
	E. SITUACIÓN FISCAL	32
III.	MEDIDORES DE EXPECTATIVAS	39
	A. PRINCIPALES RESULTADOS	40
	B. PROYECCIONES DE BANCOS DE INVERSIÓN Y FIRMAS CALIFICADORAS DE RIESGO	43
IV.	CONTEXTO INTERNACIONAL	45
	A. ASPECTOS GENERALES	45
	B. PRECIOS DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS	48
	C. PANORAMA FINANCIERO	49
V.	PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN	52

ÍNDICES DE PRECIOS

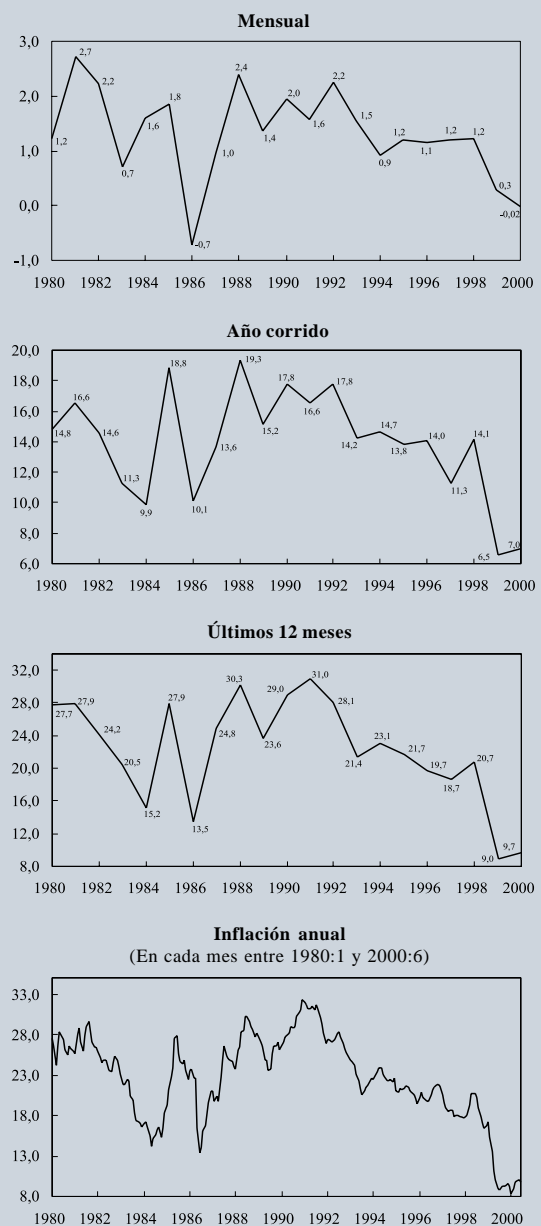
A. ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR

Comportamiento general

La inflación, medida como la variación anual del Índice de Precios al Consumidor (IPC), en el mes de junio de 2000 fue de 9,7%, superior en 0,7 puntos porcentuales a la registrada en junio de 1999 (9,0%) e idéntica a la observada al finalizar el primer trimestre del año 2000 (Gráfico 1 y Cuadro 1). Con esta cifra se completaron 14 meses durante los cuales la inflación del consumidor ha estado igual o por debajo del 10%. Por su parte, la inflación año corrido cerró en 7,0%, cifra un poco superior a la alcanzada durante el primer semestre de 1999 (6,5%), pero muy inferior a la inflación acumulada en la primera mitad de 1998 (14,1%). Correspondiendo con la estacionalidad propia de la serie de inflación en Colombia, la variación de precios acumulada para el segundo trimestre (1,5%) fue mucho menor que la observada en el primero (5,4%). La novedad en el segundo trimestre fue la inflación mensual de junio, la cual fue negativa (-0,02%). Una deflación de precios no se presentaba desde agosto de 1988 cuando la inflación mensual fue de -0,2%.

Durante el primer trimestre de este año la inflación al consumidor había repuntado, al pasar de 8,3% en enero a 9,7% en marzo. Como se mencionó en el informe de marzo, dicha aceleración fue liderada por el significativo crecimiento de los precios de los alimentos, en especial de la papa; por el incremento del precio interno de los combustibles, reflejo de los altos precios internacionales del petróleo; por la actualización de tarifas y el desmonte de subsidios en

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



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

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

	Mensual			Año corrido			Anual		
	1998	1999	2000	1998	1999	2000	1998	1999	2000
I. IPC	1,2	0,3	(0,0)	14,1	6,5	7,0	20,7	9,0	9,7
Alimentos	2,0	(0,4)	(0,7)	21,7	5,6	7,9	30,0	0,3	9,9
Vivienda	1,1	0,4	0,2	9,1	4,2	3,6	15,9	11,4	5,2
Vestuario	0,8	0,1	0,4	4,5	2,1	1,7	8,5	5,3	2,8
Salud	1,2	1,0	0,6	15,4	11,0	7,2	20,2	16,0	11,2
Educación 1/	1,0	0,2	0,1	16,2	9,5	7,5	19,1	10,5	8,3
Transporte	0,2	1,2	0,1	14,2	11,0	10,7	20,3	16,8	18,4
Gastos varios	1,1	0,6	0,5	10,6	11,2	12,4	18,4	20,9	17,4
II. Inflación básica 2/	0,9	0,6	0,3	10,8	7,0	6,6	17,7	11,5	9,0
IPC sin alimentos 3/	0,9	0,6	0,3	10,8	7,0	6,6	16,7	13,0	9,6
Núcleo 4/							17,3	11,9	8,9
Media troncada 5/							18,6	10,9	8,7
Media asimétrica 6/							18,3	10,3	8,7
III. IPP	0,8	0,6	0,6	12,2	4,9	7,6	17,6	6,1	15,6
Según uso o destino económico									
Consumo intermedio	0,1	0,9	1,0	9,6	4,1	6,7	12,1	6,6	15,2
Consumo final	2,1	0,3	(0,2)	17,4	5,6	8,4	26,3	3,5	15,4
Bienes de capital	0,2	0,9	2,0	7,7	5,5	9,5	14,7	12,1	20,2
Materiales de construcción	(3,1)	0,9	1,3	3,4	7,3	6,3	10,8	16,7	13,3
Según procedencia									
Producidos y consumidos	0,9	0,5	0,1	13,1	4,9	7,1	17,7	5,4	13,8
Importados	0,2	1,4	2,2	5,6	4,5	9,4	16,9	11,4	21,4
Exportados 7/	(1,4)	5,2	2,5	(0,4)	7,7	11,4	7,0	12,7	31,1
Según origen industrial (CIU)									
Agríc., Silvíc. y pesca	2,0	1,0	(2,3)	21,3	3,6	5,6	20,9	(6,0)	13,9
Minería	(5,6)	4,5	4,7	(9,6)	25,2	16,4	(0,3)	27,1	22,0
Industria manufacturera	0,5	0,4	1,3	9,5	4,9	7,9	16,8	10,6	15,9
IV. Otros indicadores de inflación básica									
IPC sin alimentos, servicios y transporte 8/	0,9	0,4	0,2	10,2	5,8	4,9	15,3	10,9	6,9
Mediana 9/							15,7	8,1	5,5

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

los servicios públicos, y por el incremento estacional en los precios de la educación y en los servicios financieros.

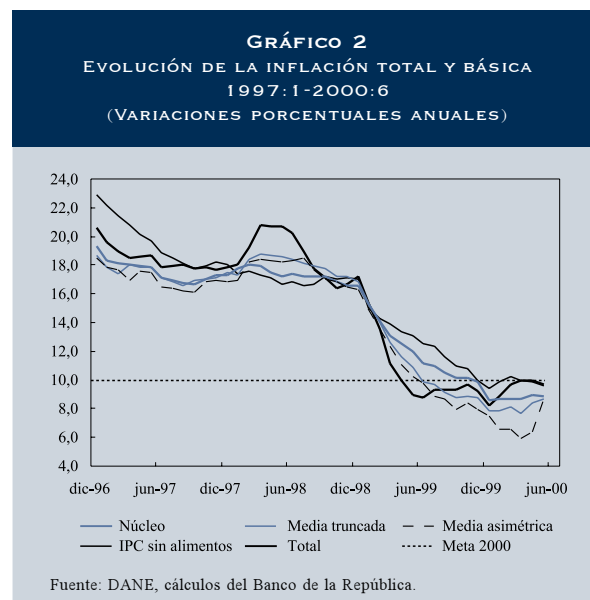
Por el contrario, para el segundo trimestre la inflación anual se mantuvo bastante estable en niveles cercanos al 10%, situación explicada porque algunos precios moderaron o desaceleraron su crecimiento. Este es el caso de la educación y los servicios bancarios, cuyos ajustes de precios suelen presentarse solamente en el primer trimestre del año. También es el caso de los alimentos no procesados (tubérculos, hortalizas, legumbres y frutas), cuyos precios cayeron en el segundo trimestre (-3,9%) gracias a la salida de algunas cosechas al finalizar la primera mitad del año.

La reducción de la inflación en el primer semestre se vio favorecida, entre otros factores, por menores presiones salariales en los sectores público y privado.

En el segundo trimestre de 2000 el promedio de las medidas de inflación básica (el IPC sin alimentos, el núcleo inflacionario, la media troncada y la mediana asimétrica¹) repuntó 0,6 puntos porcentuales, al pasar de 8,4% en marzo a 9,0% en junio. El incremento de la inflación básica promedio fue el resultado de movimientos opuestos en los indicadores individuales y no necesariamente refleja incrementos en las presiones inflacionarias de demanda. Por un lado, la inflación sin alimentos disminuyó en 0,6 puntos porcentuales en estos tres últimos meses. Por otro lado, la media troncada y la media asimétrica se incrementaron en 0,6 y 2,1 puntos porcentuales, respectivamente, mientras la inflación núcleo se mantuvo relativamente estable al aumentar tan sólo 0,2 puntos porcentuales (Cuadro 1 y Gráfico 2).

Al buscar razones por las cuales se incrementaron las medias troncada y asimétrica en junio, se encontró que ello fue el resultado de excluir al IPC de arriendos de su cálculo. Normalmente, en la construcción de estos dos indicadores se excluyen en cada

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



mes aquellos rubros con variaciones anuales del IPC muy extremas. Precisamente en junio, rubros como el IPC de los arriendos, con variaciones anuales muy pequeñas (2,0%) dejaron de hacer parte del cálculo de estos indicadores generándose un repunte de la inflación básica. Esta situación no se presentó en el caso de otros indicadores (el IPC sin alimentos y el núcleo), porque el criterio de exclusión en ellos es el de la volatilidad². Este criterio implica tomar un período bastante extenso para la estimación de los indicadores y no de un mes como en el caso del cálculo de la media troncada y asimétrica. Además, la prueba de volatilidad se puede identificar por evidencia empírica como en el caso del IPC sin alimentos, o por evidencia estadística como sucede en el cálculo del núcleo inflacionario. En este último caso siempre los precios de los arriendos formaron parte de la inflación básica, dado que su volatilidad no fue tan alta.

De otra parte, ninguno de los indicadores de inflación básica a junio superó la meta inflacionaria establecida para el año 2000, y ninguno se situó por encima de la inflación observada (Cuadro 1).

² Corresponde a la desviación (raíz del error cuadrático medio) del cambio del IPC anual, para un período determinado, de un ítem con respecto a la inflación promedio anual.

En cuanto a la inflación anual al consumidor por ciudades, Cúcuta exhibió el mayor incremento de precios (11,6%) (Cuadro 2). A esta ciudad la siguieron Barranquilla (11,2%) y Pasto (11,1%). Las ciudades que registraron una menor tasa anual de inflación al finalizar el primer semestre del año 2000 fueron: Cali (8,5%), Villavicencio (8,8%) y Cartagena (9,2%).

Comportamiento de los principales componentes

Entre abril y junio, el buen comportamiento de los precios al consumidor obedeció a la caída de los precios de la papa (-3,3%) y otras frutas frescas (-11,1%), siendo estos bienes los que menos contribuyeron a la inflación del trimestre. Por el contrario, los rubros que más aportaron a la inflación del segundo trimestre fueron todos servicios: combustibles, energía eléctrica, teléfono residencial, bus y acueducto, los cuales en conjunto explican cerca del 40% del incremento de precios de este período.

A junio, cuatro grupos de la canasta familiar mostraban un crecimiento anual de precios por encima de la inflación promedio: transporte (18,4%), gastos varios (17,4%), salud (11,2%) y alimentos (9,9%). El transporte se vio afectado por los continuos incrementos en los precios del combustible, que presionaron alzas en el servicio del transporte por encima de la inflación promedio. Los servicios bancarios, con incrementos anuales que superan el 25%, explican el comportamiento del grupo gastos varios. En salud, los mayores incrementos se dieron en el subgrupo medicinas y otras relacionadas (16,6%) y en el de aseguramiento privado (10,7%). Por último, el sustancial crecimiento en el precio de los tubérculos (70,2%) explica el incremento en el IPC de los alimentos en los últimos 12 meses. Finalmente, los únicos grupos que experimentaron un ajuste de precios más moderado que la inflación observada fueron: educación (8,3%), vivienda (5,2%) y vestuario (2,8).

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

	Mensual			Año corrido			Anual		
	1998	1999	2000	1998	1999	2000	1998	1999	2000
Total	1,2	0,3	(0,0)	14,1	6,5	7,0	20,7	9,0	9,7
Bogotá	1,0	0,4	(0,1)	13,9	7,3	7,5	20,1	10,1	9,4
Medellín	1,2	0,0	(0,2)	14,1	6,2	6,1	22,3	9,1	9,8
Cali	0,9	0,1	0,1	10,9	4,9	5,9	17,0	8,2	8,5
Barranquilla	1,1	(0,0)	0,6	13,8	5,4	6,8	19,4	8,4	11,2
Bucaramanga	1,6	0,3	(0,2)	14,5	6,9	7,7	20,4	7,4	10,9
Manizales	1,5	0,2	0,1	13,2	6,1	6,8	20,2	8,6	11,0
Pasto	1,5	0,6	(0,4)	14,4	7,6	7,7	26,2	11,0	11,1
Pereira	1,9	0,1	0,2	13,5	6,5	6,3	19,6	8,9	10,2
Cúcuta	1,3	0,7	0,1	17,4	6,7	8,3	24,9	9,4	11,6
Montería	1,6	0,4	0,3	15,6	5,8	7,5	20,9	8,8	10,3
Neiva	1,4	0,2	0,1	12,3	6,9	7,1	18,9	8,2	9,2
Cartagena	0,8	0,2	0,1	15,6	6,2	7,5	20,8	8,4	9,2
Villavicencio	2,0	0,5	(0,4)	17,1	6,2	7,0	25,1	5,0	8,8

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

Clasificación alterna: grupos aceleradores y desaceleradores de la inflación

El Cuadro 3 y Gráfico 3 presentan una clasificación alterna para identificar los factores aceleradores de la inflación³. Esta clasificación divide la canasta del IPC en bienes transables⁴ y no transables que, a su vez, se separan en indexados⁵, flexibles⁶ y cíclicos⁷. El IPC de los bienes flexibles mostró un importante repunte en los primeros cuatro meses del año, para luego moderar su crecimiento y terminar con una variación de 25,5% en junio. Por su parte, los bienes indexados (9,6%) y transables (9,4%) siguieron una senda de crecimiento muy cercana a la inflación total nacional a lo largo del semestre, mientras que los bienes cíclicos (4,2%), a pesar de comenzar a crecer en el segundo trimestre del año, continuaron por debajo de la inflación promedio.

³ Para construir esta clasificación fue necesario empalmar la vieja canasta (IPC-60) con la nueva canasta (IPC-98), tarea que implica alguna pérdida de información y una variación del IPC observado un tanto diferente a la oficial del DANE.

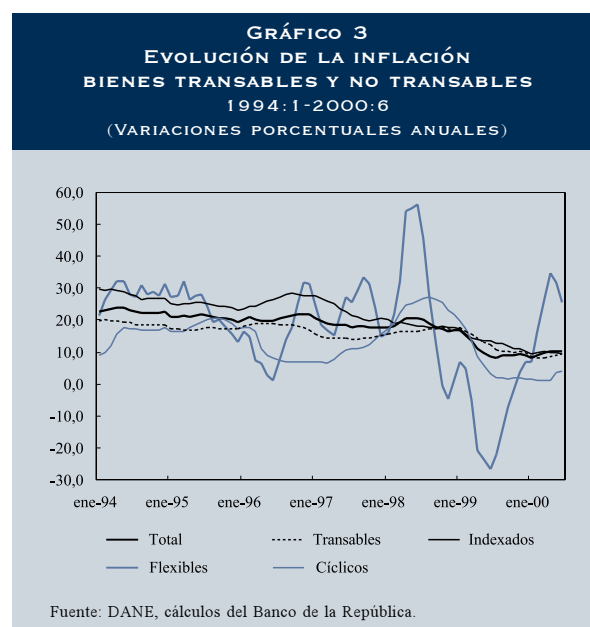
⁴ Transables: textiles, calzado, tabaco, bebidas, cereales, lácteos, grasas, drogas, vehículos, electrodomésticos, etc.

⁵ Indexados: arrendamientos, combustibles y servicios públicos, educación, transporte y otros.

⁶ Flexibles: tubérculos, plátanos, hortalizas, legumbres y frutas.

⁷ Cíclicos: carnes y sus derivados.

De acuerdo con esta clasificación, el incremento de la inflación en los últimos doce meses (1,4 puntos porcentuales) es atribuible al grupo de bienes no transables que, en conjunto, aceleraron la inflación en 2,2 puntos porcentuales. En este grupo sobresale la mayor inflación de los bienes flexibles (25,5%), grupo que aportó 3,8 puntos porcentuales a la aceleración de la inflación total. Por el contrario, la dinámica de precios mostrada por los bienes transables en los últimos 12 meses, permitió desacelerar la inflación en -0,9 puntos porcentuales.



CUADRO 3
ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR, CLASIFICACIÓN ALTERNA (1999-2000)
(A JUNIO)

Descripción	Variación		Contribución año completo 1/		Contribución a la aceleración 2/
	1999	2000	1999	2000	2000-1999 Puntos %
Total	8,7	10,0	8,7	10,0	1,4
Transables	12,1	9,4	4,5	3,6	(0,9)
No transables	6,6	10,4	4,2	6,4	2,2
Indexados	13,5	9,6	6,2	4,6	(1,6)
Flexibles	(26,6)	25,5	(2,3)	1,5	3,8
Cíclicos	3,3	4,2	0,3	0,3	0,1

1/ La inflación total no es necesariamente la observada, porque construir esta clasificación implica un empalme de la vieja canasta (IPC-60), con la nueva canasta (IPC-98), proceso en el cual se pierde alguna información.

2/ La contribución a la desaceleración resulta de la diferencia de las contribuciones a la inflación de 1999 y 2000. La aparente incorrección que muestran algunos cálculos obedece a aproximaciones de las cifras.

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

B. ÍNDICE DE PRECIOS DEL PRODUCTOR

Comportamiento general

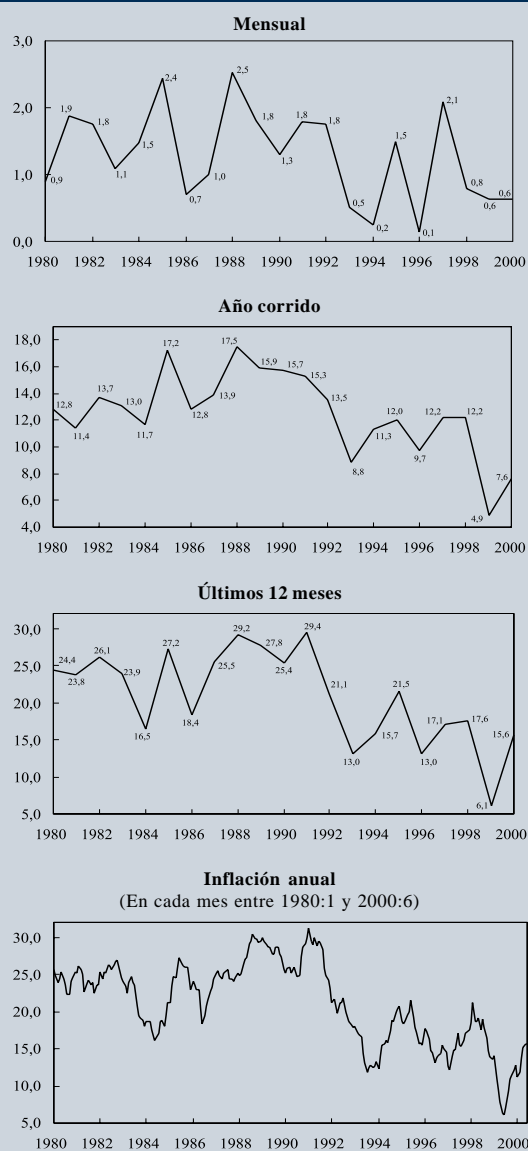
La inflación del productor, medida como la variación anual del Índice de Precios del Productor (IPP), presentó un crecimiento de 15,6% en junio, registro superior en 1,9 y en 9,5 puntos porcentuales a la inflación del productor al terminar el primer trimestre de 2000 (13,7%) y a la observada en junio de 1999 (6,1%), respectivamente. El IPP en el primer semestre creció 7,6%, cifra superior en 2,7 puntos porcentuales al crecimiento exhibido por el IPP durante el primer semestre del año pasado (4,9%). Por su parte, la variación mensual del IPP en junio de 2000 (0,6%) fue igual a la de junio de 1999 (0,6%), pero inferior a aquellas registradas en junio en los años 1997 (2,1%) y 1998 (0,8%) (Cuadro 1 y Gráfico 4).

Según la clasificación por procedencia de los bienes, el grupo de importados registró el mayor crecimiento anual de precios. En buena parte del segundo semestre de 2000, los precios de este grupo exhibieron variaciones crecientes, al pasar de 16,1% en diciembre de 1999 a 21,4% al finalizar el primer semestre de este año. Sin duda, la devaluación de la primera mitad del año 2000 (14,2%) acentuó el incremento de sus precios. Por su parte, el grupo de producidos y consumidos exhibió un incremento de precios de 13,8%, más de ocho puntos por encima del registro de hace un año (5,4%). El componente producido y consumido de la canasta del IPP se vio afectado por el significativo crecimiento en los precios de los alimentos durante los primeros cuatro meses de 2000, evento que se tradujo en una aceleración en los precios de este grupo superior a los 3,0 puntos porcentuales entre febrero y junio. Cabe señalar, sin embargo, que a partir de mayo la presión inflacionaria originada en los precios del productor de alimentos cedió considerablemente.

En la clasificación CIIU el grupo de minería mostró el peor desempeño de precios con un crecimiento anual de 22,0% a junio, lo cual obedeció fundamentalmente al incremento en los precios del petróleo a

finales del año pasado y a comienzos del presente. A pesar de ello, la variación del IPP anual de la minería se ha venido moderando, al punto de haber caído entre febrero y junio en 12,5 puntos porcentuales. Esto mismo sucedió con los precios de la agricultura, los cuales desaceleraron su crecimiento en cerca de 5,0 puntos porcentuales entre el primero y segundo trimestre de este año. Por último, el IPP de la industria mostró un crecimiento anual de 15,9% al finalizar el primer semestre, 3,8 puntos porcentuales por encima del registro del primer trimestre (12,1%).

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



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

DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN

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

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

1. Agregados monetarios

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

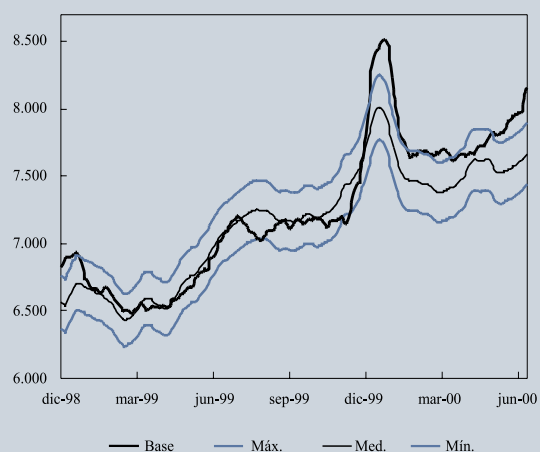
Base monetaria

La base monetaria al 30 de junio se situó en \$8.369 miles de millones (mm), con una tasa de crecimiento durante el año completo de 16,2%. Frente al corredor indicativo su promedio móvil diario de orden 20 finalizó 3,4% por encima del límite superior (Gráfico 5). El desborde de la base por encima de sus límites esperados fue el resultado del crecimiento del saldo promedio del efectivo al final del trimestre (27,9%) a una tasa superior a la contemplada implícitamente en el límite superior del corredor de la base monetaria (20,6%) establecido por la Junta Directiva del Banco de la República. Este alto ritmo de crecimiento ha sido una característica del período reciente, en especial desde mediados de 1999 (Gráfico 6). En estas condiciones, el mayor crecimiento de la base puede no ser una fuente de presiones inflacionarias.

Medios de pago M1

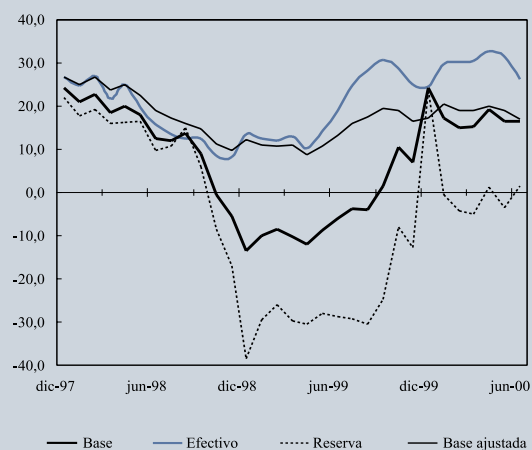
El saldo de M1 al 30 de junio cerró en \$12.766 mm, con una variación durante el año completo de 34,1%.

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



Fuente: Banco de la República, SGEE.

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



Fuente: Banco de la República, SGEE.

En este mismo mes, la tasa de crecimiento anual para el saldo promedio se incrementó frente a la registrada en marzo de 32,9% a 35,6%. Este comportamiento resulta exclusivamente de un mayor ritmo de crecimiento de las cuentas corrientes, que pasan de 34,9% a 42,2%. Como ya se comentó, el efectivo redujo su tasa de crecimiento en este período (Gráfico 7).

M3 más bonos

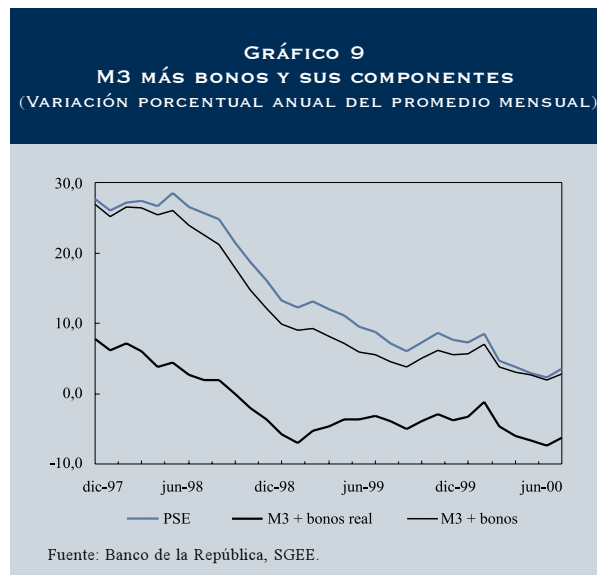
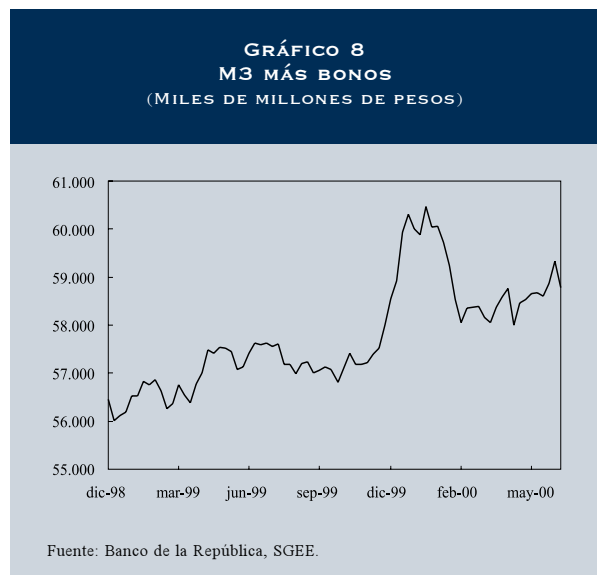
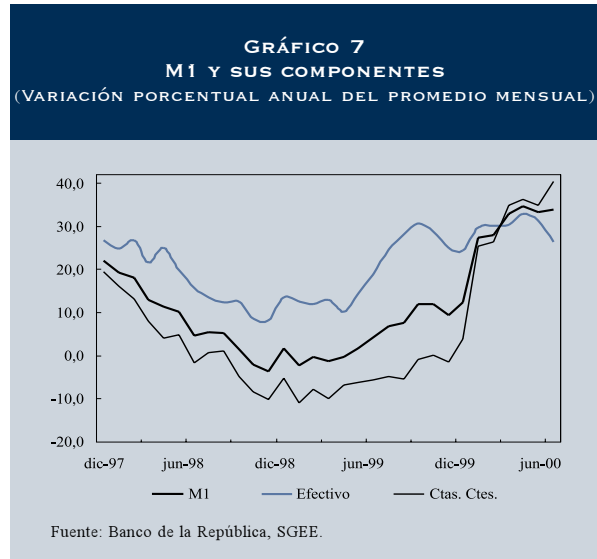
El agregado monetario más amplio de liquidez, M3 más bonos, se situó el 30 de junio en \$58.414 mm con una tasa de crecimiento anual de 1,4% (Gráfico 8). La tasa de crecimiento anual de su saldo promedio en junio fue menor que la de marzo, al pasar de 3,1% a 2,6%. Esta reducción se reflejó gracias al menor ritmo de crecimiento en los pasivos sujetos a encaje (PSE) (Gráfico 9), el cual pasó de 3,7% en marzo a 3,1% en junio. La tendencia descendente de los PSE se explica principalmente por las menores tasas de crecimiento de las cuentas de ahorro que pasaron de 13,1% a 3,2%, y se dio a pesar del menor ritmo de contracción de los CDT, cuya tasa evolucionó de -6,5% a -1,8%, y por el aumento en el crecimiento anual de las cuentas corrientes ya comentado (Gráfico 10).

Entre marzo y junio, el multiplicador monetario promedio de M3 más bonos registró una caída de 7,708 a 7,221. Este comportamiento se asocia a los mayores coeficientes de efectivo y de reserva, los cuales pasaron de 0,092 y 0,050 a 0,100 y 0,053, respectivamente (Gráfico 11).

Crédito

El saldo de la cartera neta total del sistema financiero, en moneda nacional y moneda extranjera, ascendió el 30 de junio a \$47.682 mm con un crecimiento de -7,4% anual y -5,5% en año corrido. En moneda nacional, su tasa de crecimiento anual fue -5,1% y en moneda extranjera -25,8%. La tasa de crecimiento anual de la cartera en moneda extranjera equivalente en dólares fue de -39,7%.

El crecimiento anual del saldo promedio de la cartera bruta nominal, en moneda nacional, para el conjunto de intermediarios financieros en el mes de junio fue



menor que el de marzo al pasar de -2,9% a -3,5%. Excluyendo las corporaciones de ahorro y vivienda (CAV) (resto del sistema), el saldo promedio de esta cartera siguió contrayéndose en el segundo trimestre y a junio su tasa de crecimiento anual era -1,9%, inferior a la observada tres meses atrás (-1,3%). Por su parte, la misma cartera para las CAV pasa de crecer de una tasa anual de -11,1 en marzo a una de -11,5% en junio (Gráfico 12).

La tasa de crecimiento del saldo promedio de la cartera bruta real en moneda nacional del sistema financiero en junio se reduce frente a la de marzo de 1999 de -11,5% a -12,0%. Al excluirle las CAV, la tasa de crecimiento de la cartera restante se disminuye de -10,0% a -10,6% (Gráfico 13).

Los ritmos de crecimiento de la cartera neta de la banca hipotecaria tanto privada (Grupo C) como pública (Grupo D) se redujeron entre marzo y junio. Asimismo, la cartera de la banca privada no hipotecaria (Grupo A), que hasta la fecha es la única que exhibe crecimientos reales positivos, continuó desacelerándose en estos tres meses. En contraste, la tasa de contracción de la cartera en moneda nacional de los intermediarios públicos no hipotecarios (Grupo B) fue menor en junio en comparación con la de marzo (Gráfico 14).

Parte de la caída de la cartera se explica tanto por los castigos de cartera asociados a la reestructuración del sistema financiero adelantado por el Fogafin desde mediados del año pasado, como por los alivios de las deudas hipotecarias ordenados por la Ley 546 de 1999 de vivienda. De hecho, hasta marzo el sistema financiero eliminó de sus balances cartera por \$4.410 mm por concepto de la reestructuración financiera y \$1.412 mm por el alivio de las deudas hipotecarias. En conjunto, estas operaciones pudieron haber representado hasta 11,6 puntos porcentuales del crecimiento anual de la cartera neta.

2. Tasas de interés

La tasa de captación promedio medida por la DTF se ubicó al cierre de junio de 2000 en 12,0%, superior

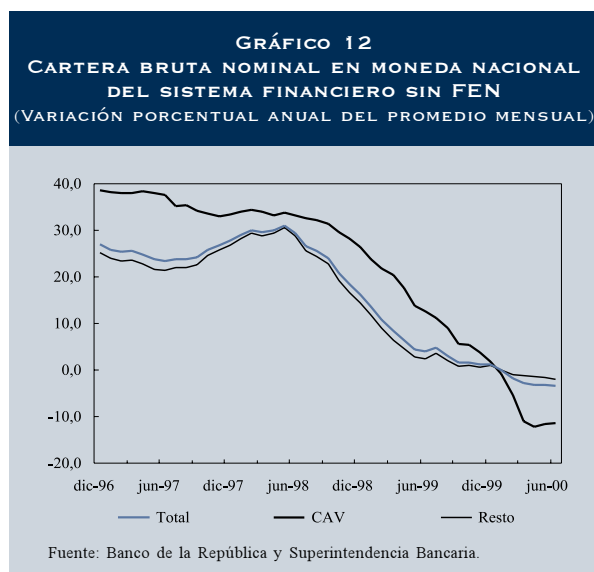
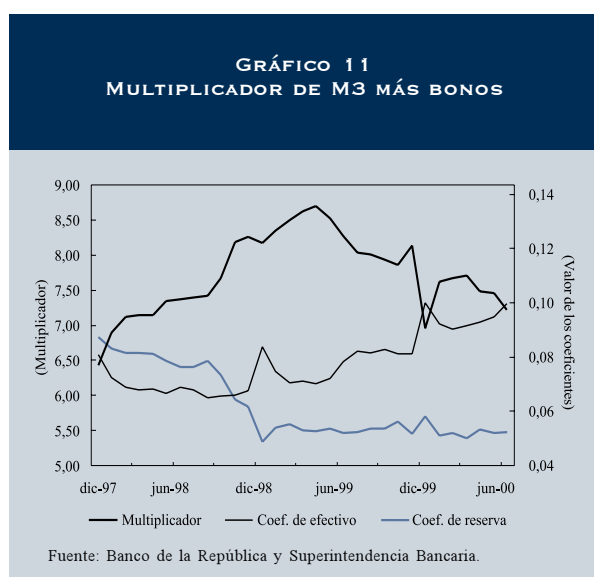
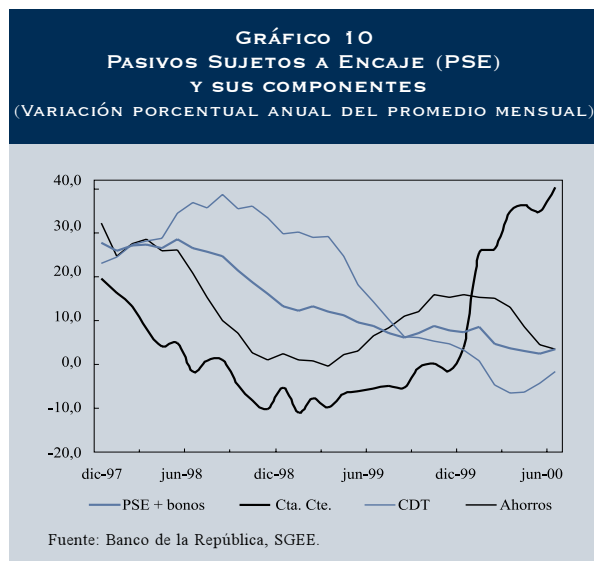


GRÁFICO 13
CARTERA BRUTA REAL EN MONEDA NACIONAL
DEL SISTEMA FINANCIERO SIN FEN
(VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL DEL PROMEDIO MENSUAL)

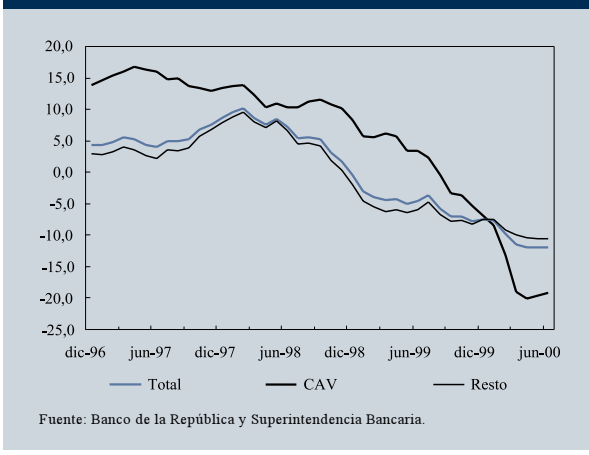


GRÁFICO 16
DIFERENCIA ENTRE TASAS ACTIVA Y PASIVA
DEL SISTEMA FINANCIERO
(PORCENTAJE)

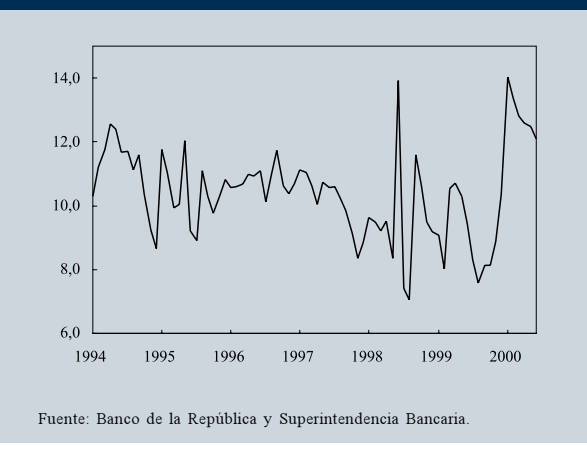


GRÁFICO 14
CARTERA TOTAL, MONEDA NACIONAL
(VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL DEL PROMEDIO MENSUAL)

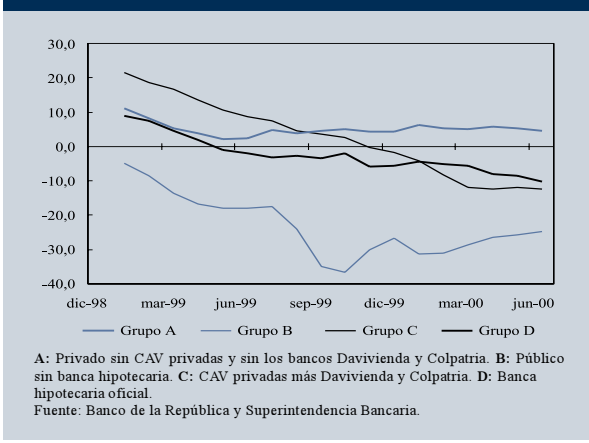
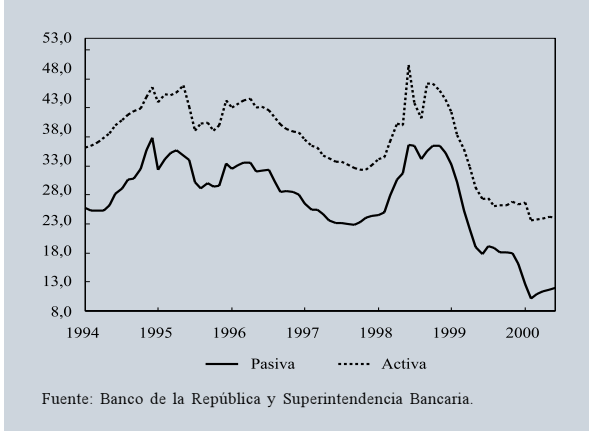


GRÁFICO 15
TASAS DE INTERÉS ACTIVAS Y PASIVAS
(TASA EFECTIVA ANUAL)



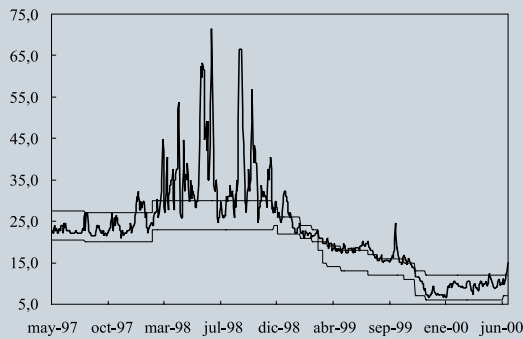
a la que se observó a finales de marzo (10,9%). Por su parte, la tasa media de colocación cerró en 24,0%, muy similar a la registrada en marzo (23,7%). La diferencia entre ambas tasas fue de 12,1 puntos porcentuales, inferior en 0,7 puntos a la diferencia que se registró en el trimestre anterior (gráficos 15 y 16). De otro lado, la tasa de interés interbancaria estuvo durante el mes de junio, en promedio, en 10,8%, frente a 9,4% de finales de marzo. Cabe señalar, que en los últimos días del mes de junio esta tasa se situó en 15,0% (Gráfico 17).

La tasa real *ex-post* de captación pasó de 1,1% al final del trimestre anterior a 2,1% al cierre de junio. Por su parte, la tasa real de colocación pasó de 12,7% a 13,1% en igual período (Gráfico 18). Ambas tasas se mantienen por debajo de sus niveles históricos promedio.

El Gráfico 19 muestra cómo ha evolucionado la curva de rendimientos de la tasa de captación a diferentes plazos (TBS)⁸ durante los últimos nueve meses. Hasta febrero del presente año las tasas de interés a todos los plazos disminuyeron. A partir del mes de marzo las tasas de interés a diferentes plazos comenzaron a subir para situarse, en junio, en niveles de

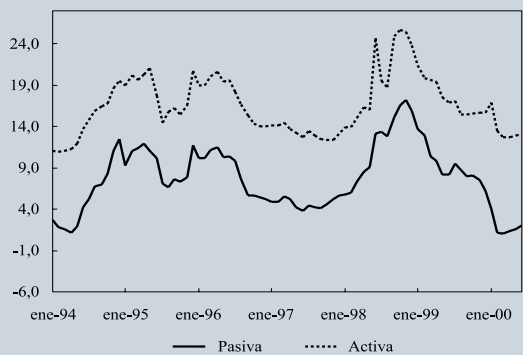
⁸ La Tasa Básica de la Superintendencia Bancaria (TBS) es la tasa promedio de captación para CDT y CDAT a diferentes plazos de todo el sistema financiero, reportada por la Superintendencia Bancaria.

GRÁFICO 17
FRANJA DE INTERVENCIÓN Y TIB
1997:5-2000:6
(PORCENTAJE)



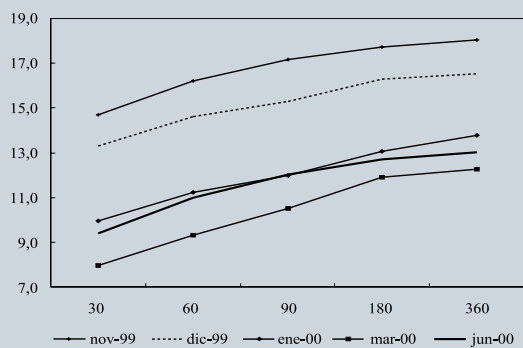
Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

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



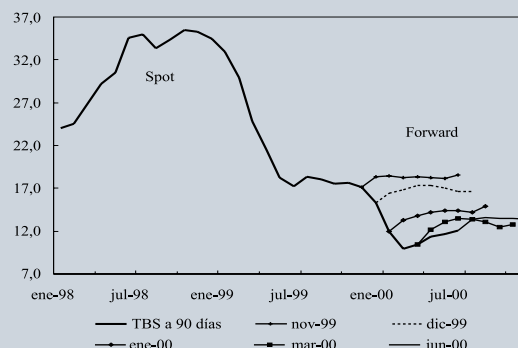
Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

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



Fuente: Superintendencia Bancaria.

GRÁFICO 20
PROYECCIÓN TBS A 90 DÍAS
(PORCENTAJE)



Fuente: Superintendencia Bancaria.

9,4% en los plazos cortos (30 días) y 13% en los plazos de un año. Aunque la pendiente de la curva de rendimientos del último mes no fue tan empinada como las de los dos meses anteriores (Gráfico 19), esta sigue siendo lo suficientemente alta como para sugerir que el mercado espera repuntes de la tasa de interés en los próximos meses.

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

En cuanto a las curvas *forward* (líneas delgadas), cada uno de sus puntos muestra la expectativa de los agentes sobre la tasa a 90 días actualmente (primer punto), dentro de 30 días (segundo punto) y así sucesivamente hasta dentro de 360 días. Las curvas *forward* en los últimos meses han adquirido, o bien pendientes positivas, o formas de U invertidas, lo cual implica que el mercado espera que la TBS a 90 días continúe incrementándose en los próximos seis meses.

Diferenciales de rentabilidad

En esta sección se presenta el diferencial entre la rentabilidad externa y la interna. La rentabilidad externa se define como aquella que esperan obtener los

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

En el Gráfico 21 se comparan la rentabilidad externa esperada, la rentabilidad de las inversiones internas (medidas por la DTF) y la rentabilidad externa observada (*ex-post*), la cual está rezagada tres meses. Durante el mes de junio la rentabilidad externa esperada se situó ligeramente por encima de la interna, luego de dos meses seguidos durante los cuales la rentabilidad esperada de las inversiones internas fue mayor. Como se aprecia en el Gráfico 21, la rentabilidad externa observada ha aumentado en los últimos tres meses debido a la devaluación nominal del peso. Esto quiere decir que aquellos agentes que efectuaron inversiones en dólares entre enero y marzo, con plazo a tres meses, han obtenido rendimientos anualizados hasta del 53%, muy superiores a los observados para las inversiones en pesos.

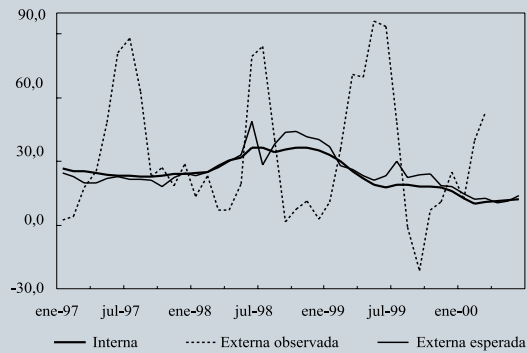
3. Tipo de cambio

La tasa de cambio, que cerró el trimestre anterior en \$1.951,6 por dólar, presentó fuertes tendencias devaluacionistas en el último trimestre, ubicándose al cierre de junio, en \$2.139,1 por dólar. La devaluación anual fue de 23,5%, mientras que en lo corrido del año ha sido de 14,2% (gráficos 22 y 23).

Tipo de cambio real

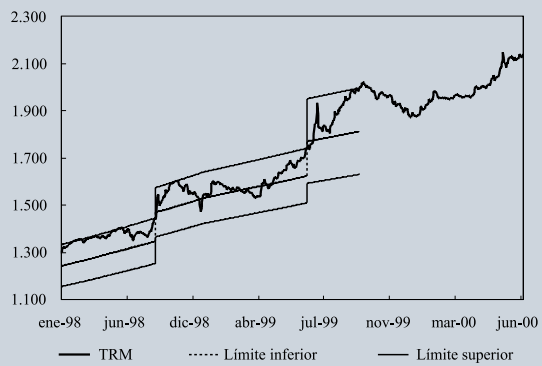
En promedio, la tasa de cambio real medida por el ITCR1 (1994 = 100), que utiliza el IPP del país y de sus 20 socios comerciales, se ubicó durante junio en 117,6. Tal indicador muestra una devaluación anual de 10,9% y una de 6,1% en lo corrido del año (gráficos 24 y 25).

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



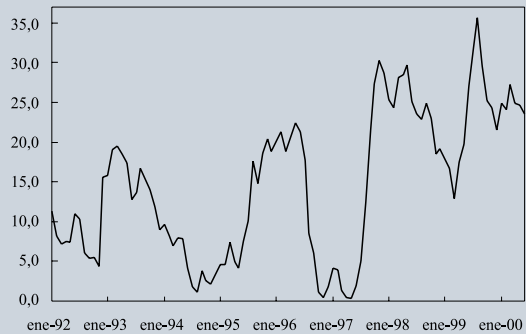
Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 22
TASA REPRESENTATIVA DE MERCADO
1998:1-2000:6
(PESOS POR DÓLAR)



Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

GRÁFICO 23
DEVALUACIÓN NOMINAL ANUAL
(PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

Si se emplea el ITCR3 (1994 = 100), que utiliza el IPC, se obtiene que la devaluación anual a junio es de 15,6% y en lo corrido del año de 6,2% (Gráfico 26).

B. OFERTA Y DEMANDA

1. Consideraciones generales

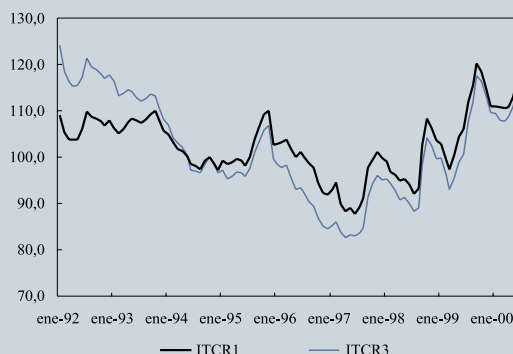
Balace del primer semestre

Durante el segundo trimestre, el DANE dio a conocer sus estimaciones sobre el crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) para los tres primeros meses del año. De acuerdo con esta entidad, el PIB del primer trimestre creció 2,2% respecto al primer trimestre del año pasado y 1% respecto al trimestre inmediatamente anterior. El crecimiento anual positivo es el primero que se registra en los últimos seis trimestres, y con él se confirma que la economía colombiana ha entrado en una fase de recuperación (Gráfico 27).

Para el segundo trimestre del año, la información disponible indica que la economía continuó en expansión, aunque no se descarta una moderada disminución en el ritmo de crecimiento de algunos sectores como el manufacturero y el de comercio. Sin embargo, el menor dinamismo de estos sectores no necesariamente se traducirá en una menor tasa de crecimiento para la economía en su conjunto, toda vez que puede ser parcialmente compensado por el mejor desempeño que se espera para el sector agropecuario. Aunque a la fecha no existen cifras de producción agropecuaria, es claro que debió haber una notable recuperación de la oferta tal y como se desprende de la importante caída en los precios de los alimentos primarios. Igualmente, hay indicios de una recuperación de la producción cafetera, la que por su importancia, determina en parte el comportamiento sectorial.

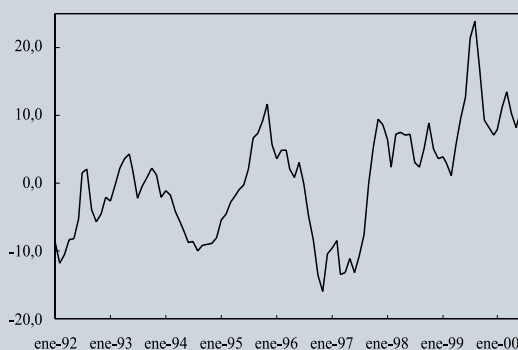
La continuación del crecimiento económico para el segundo trimestre de 2000 a un ritmo similar al observado en el primero es previsible, dado el comportamiento de diversos indicadores de actividad eco-

GRÁFICO 24
ÍNDICE DE LA TASA DE CAMBIO REAL,
ITCR1 E ITCR3 (1994 = 100)
1992:1-2000:6



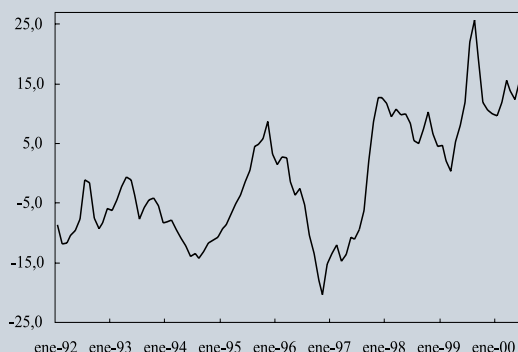
Fuente: Banco de la República, SGEE.

GRÁFICO 25
DEVALUACIÓN REAL ANUAL, ITCR1 (1994 = 100)
1992:1-2000:6
(PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República, SGEE.

GRÁFICO 26
DEVALUACIÓN REAL ANUAL, ITCR3 (1994 = 100)
1992:1-2000:6
(PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República, SGEE.

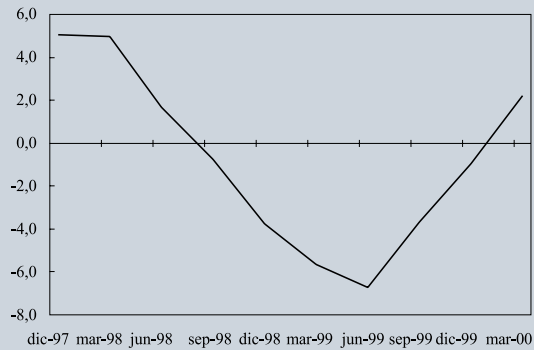
nómica. En primer lugar, conviene destacar el aceptable comportamiento de los indicadores de consumo de energía entre abril y junio. En el caso del consumo de energía eléctrica, durante el segundo trimestre se observaron tasas de crecimiento anual positivas por primera vez en muchos meses. Para el indicador más amplio de consumo de gas más energía, en los meses en los cuales se dispone de información (abril y mayo) también se observó crecimientos anuales positivos, aunque menores que los del primer trimestre (Gráfico 28).

Las ventas de automóviles es otra variable que sugiere que la reactivación económica se mantiene. Durante el segundo trimestre dichas ventas crecieron a una tasa anual promedio de 13%, lo cual constituye una mejoría en las condiciones del sector frente a lo que se observó en el primer trimestre cuando las ventas crecieron a una tasa anual de tan solo 1,3% en promedio (Gráfico 29).

Otros indicadores como las ventas financiadas con tarjetas de crédito a junio, cuyos resultados se presentan más adelante, o el comportamiento de las horas extras laboradas en la industria también constituyen indicios de que el crecimiento, por lo menos en el sector manufacturero, continuó en el segundo trimestre. Por ejemplo, en el caso de las horas extras laboradas, su crecimiento año corrido a mayo era de 22,0%, cifra considerable si se tiene en cuenta que durante todo 1999 esta variable se contrajo fuertemente. No es de extrañar el comportamiento de las horas extras en la fase inicial de un período de recuperación económica, porque al igual que sucede con el trabajo temporal, su utilización por parte de los empresarios corresponde a una estrategia de minimización de costos laborales en momentos en que existe incertidumbre acerca de la fortaleza de la demanda. Las horas extras son al mismo tiempo una variable muy sensible al cambio en las condiciones económicas, por lo que su buen comportamiento a mayo augura un desempeño sectorial aceptable (Gráfico 30).

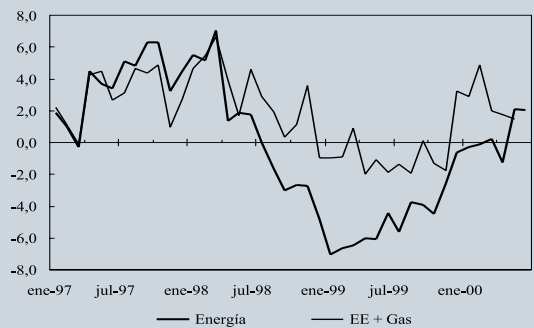
Por último, variables como las exportaciones no tradicionales, han continuado exhibiendo un buen

GRÁFICO 27
CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB TRIMESTRAL
(PORCENTAJE)



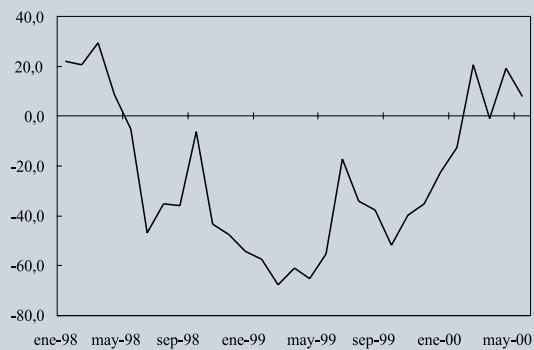
Fuente: DANE.

GRÁFICO 28
CRECIMIENTO ANUAL DEL CONSUMO MENSUAL
DE ENERGÍA 1/ Y DE ENERGÍA + GAS 2/ EN MUTB / DÍA
(PORCENTAJE)



1/ Cifras de energía eléctrica hasta junio y de gas hasta mayo de 2000.
2/ Industrial y residencial.
Fuente: ISA y Ecopetrol.

GRÁFICO 29
VENTAS DE AUTOMÓVILES - AGREGADO PARA INDUSTRIA
AUTOMOTRIZ, 1998:1-2000:5
(VARIACIONES ANUALES)



Fuente: DNP y Colmotores.

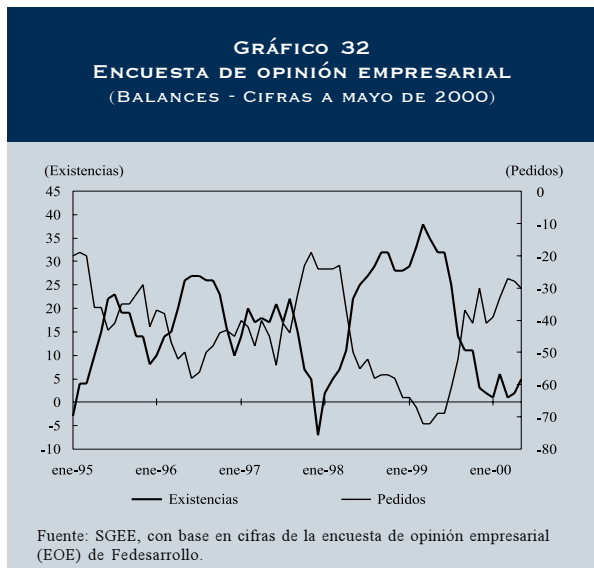
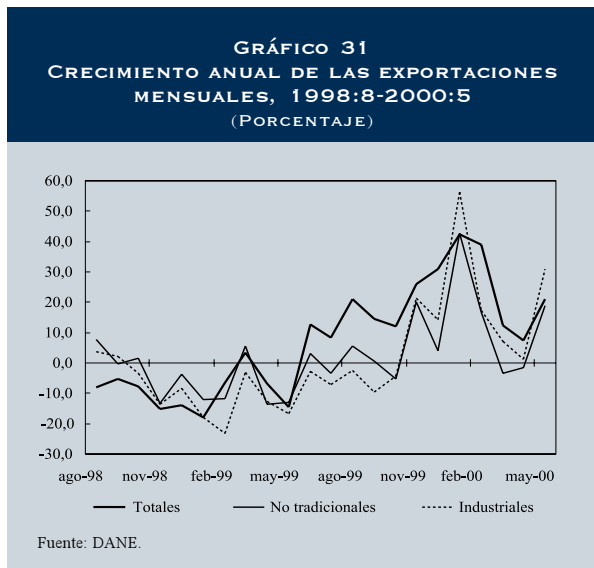
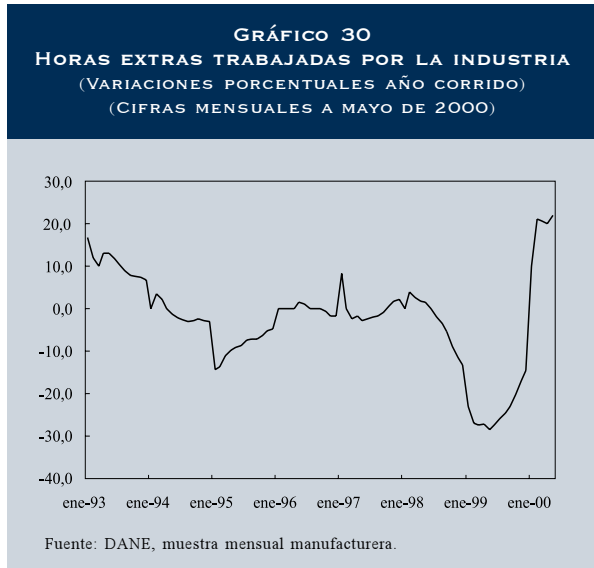
comportamiento en abril y especialmente en mayo, con lo que se mantiene el dinamismo de una fuente de demanda crucial, principalmente para el sector industrial. En efecto, en abril y mayo, las exportaciones no tradicionales crecieron a una tasa anual promedio de 10,4% que, si bien es menor que la observada durante el primer semestre, resulta significativa si se tiene en cuenta que el valor exportado en la actualidad ya resulta equivalente a los valores máximos registrados en los meses que antecedieron a la crisis. Dentro de las exportaciones no tradicionales sobresale el desempeño de las industriales, las cuales crecieron en abril y mayo a una tasa anual promedio del 16,1%. Aunque se puede afirmar que la recuperación de estas últimas ha sido generalizada, se destaca el comportamiento de las exportaciones de químicos, textiles y confecciones, maquinaria y equipo y productos de plástico y caucho (Gráfico 31).

Perspectivas de crecimiento

A la fecha parece claro que están dadas las condiciones para que la economía siga exhibiendo tasas de crecimiento positivas durante el segundo semestre. En la actualidad, la incertidumbre se centra en si ésta será capaz de mantener o inclusive mejorar el actual ritmo de crecimiento o si, por el contrario, el impulso que trae hasta hoy se frenará y entrará en los próximos meses en una fase de expansión más lenta.

Los resultados de la encuesta de opinión empresarial de Fedesarrollo muestran tendencias favorables. Así, los indicadores de pedidos y existencias del sector manufacturero en conjunto, para este mes, siguen sin mayores cambios respecto a lo que se observó en meses anteriores, lo cual es un elemento que favorece buenas tasas de crecimiento industrial en los siguientes meses. En el caso de los pedidos, si bien se ha observado una disminución del indicador en los dos últimos meses, este resulta mínimo como para hablar ya de un quiebre en las tendencias. En el caso de las existencias, en mayo se observó un repunte de alguna consideración, pero este es un hecho puntual que puede estar explicado por patrones estacionales (Gráfico 32).

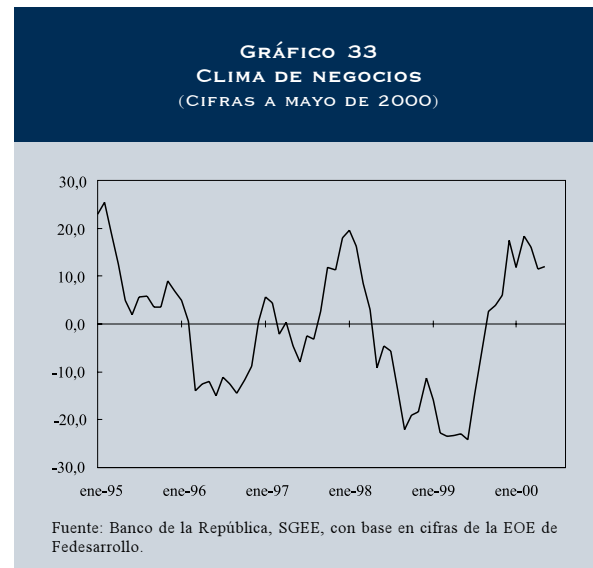
En la actualidad, la economía colombiana cuenta con varios factores a su favor que hacen posible que siga



creciendo a tasas por lo menos similares a las que se observaron en los primeros meses del año y que permiten ser optimistas respecto a la posibilidad de alcanzar la meta de crecimiento del 3%. Dentro de estos factores sobresalen las bajas tasas de interés. Igualmente, la recuperación de las economías vecinas, la estabilidad en el crecimiento de las economías desarrolladas, y el nivel competitivo del tipo de cambio se conjugan para asegurar condiciones óptimas que deberían garantizar el crecimiento de las exportaciones no tradicionales. Por último, los buenos precios de varios de los productos exportados por el país han incrementado los términos de intercambio, lo que tiene un efecto positivo sobre los ingresos.

Aún así, existen circunstancias desfavorables al crecimiento que, de mantenerse o intensificarse, pueden desacelerarlo en los próximos meses. Tal es el caso del comportamiento del crédito, íntimamente ligado en la actualidad a la salud del sistema financiero y a la confianza de consumidores e inversionistas sobre las condiciones futuras de la economía en el mediano plazo. Como se mencionó en la sección de indicadores financieros, el crédito sigue teniendo un comportamiento muy pobre, lo que seguramente obedece tanto a un problema de oferta, como a uno de demanda, este último relacionado con la apatía de los potenciales demandantes de recursos. Es claro que una expansión económica prolongada requiere de un mayor dinamismo en el crédito, y que no puede financiarse únicamente a través de fondos propios, como hasta el momento lo han hecho muchas empresas.

De igual manera, la devaluación, que en principio puede contribuir al crecimiento, puede también frenarlo si lleva al tipo de cambio real muy por encima de su nivel de equilibrio de largo plazo y se da de una forma abrupta. Esto por cuanto genera presiones inflacionarias indeseables que a la larga impiden el mantenimiento de tasas de interés bajas, y porque estimulan la salida de capitales. En este sentido, las tendencias devaluacionistas que se han hecho presentes en las últimas semanas no son una buena señal si se mantienen. La devaluación reciente del peso guarda relación con otro factor que se analiza exten-



samente en el capítulo correspondiente al contexto internacional y que se refiere a la posibilidad de que las tasas de interés en los Estados Unidos y Europa sigan en ascenso para frenar posibles repuntes de la inflación. Incrementos en las tasas de interés externas tienden a generar expectativas de devaluación que, de concretarse, pueden traducirse en incrementos en las tasas domésticas por las razones ya expuestas.

Por último, se encuentran las variables de orden público, las cuales pueden tener su efecto en la devaluación y en la confianza de consumidores e inversionistas nacionales y extranjeros. Estos acontecimientos parecen haber repercutido en la apreciación que tienen los agentes sobre la situación económica presente y futura, tal y como se observa en el comportamiento del clima de los negocios en mayo (Gráfico 33). En la misma dirección operan las dudas sobre la aprobación de las reformas estructurales de las finanzas públicas.

2. Producto Interno Bruto (PIB)

Recientemente el DANE efectuó una revisión a la cifra de crecimiento para 1999. De acuerdo con ella, la economía se contrajo 4,3% el año pasado, un poco menos de lo que inicialmente se había estimado. La modificación fue el resultado de una corrección de las cifras de crecimiento de la mayoría de las ramas de actividad económica, pero sobre todo por una

contracción estimada menor en el caso del sector de servicios financieros y otros y en la industria manufacturera (Cuadro 4).

En cuanto al desempeño de la economía durante el primer trimestre de 2000, las cifras del DANE muestran que la recuperación económica se sustentó fundamentalmente en el crecimiento de la industria (8,9%). Otros sectores que mostraron crecimientos superiores al promedio fueron los de electricidad, gas y agua, transporte y comercio. Los sectores agropecuario, de minas y de servicios comunales, por su parte, exhibieron crecimientos positivos aunque muy bajos. Por último, los sectores financiero y de la construcción registraron contracciones (Cuadro 4).

3. La industria

De acuerdo con la información suministrada por la muestra mensual manufacturera del DANE, en el año corrido a mayo, la producción industrial creció a una tasa anual de 10,4%. Este crecimiento resulta bueno comparado con el crecimiento histórico del sector; y es superior al que se registró en el primer trimestre. La información de la encuesta de opinión industrial conjunta de la ANDI, igualmente muestra que la indus-

tria siguió creciendo durante el segundo trimestre. Con cifras a abril, el crecimiento año corrido según esta entidad fue de 8,5% (gráficos 34 y 35).

Al igual que se dio a finales de 1999, para los cinco primeros meses del año, la mayoría de las ramas tenían crecimientos positivos importantes. Las industrias más dinámicas a la fecha seguían siendo las de bienes intermedios, bienes de capital y materiales de construcción. Por el contrario, las industrias de bienes de consumo, en especial por el pobre comportamiento de los alimentos procesados, mostraban un ritmo de expansión mucho más lento.

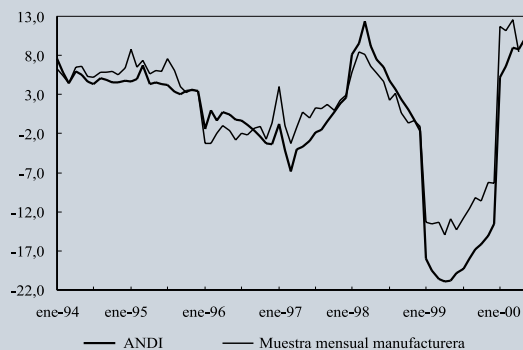
El menor dinamismo en la producción de alimentos procesados tiene dos explicaciones. En primer lugar, siendo su demanda más estable, este subsector fue el que menos se contrajo en la recesión del año pasado. Por ello sus niveles actuales no son muy diferentes de los máximos niveles históricos y su recuperación debe darse a un ritmo más lento, en especial en momentos en los que todavía subsisten problemas de demanda importantes. En el caso de los otros subsectores, la contracción fue mucho más acentuada y por lo tanto, los crecimientos pueden

CUADRO 4
PRODUCTO INTERNO BRUTO REAL
POR RAMAS DE ACTIVIDAD ECONÓMICA
(VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL)

	Cálculo 1999		2000
	Anterior	Actual	I trimestre
PIB	(4,5)	(4,3)	2,2
Agricultura, silvicultura, caza y pesca	(0,4)	(0,2)	1,5
Explotación minas y canteras	6,6	4,9	1,4
Electricidad, gas y agua	(3,8)	(3,5)	4,1
Industria manufacturera	(12,8)	(12,4)	8,9
Construcción	(24,3)	(24,3)	(6,1)
Comercio, reparación, restaurante y hoteles	(8,9)	(8,9)	2,8
Transporte, almacenamiento y comunicación	(3,0)	(2,9)	2,8
Establec. financieros, seguros, Inmuebl. y servicio Empl.	(7,3)	(6,1)	(1,0)
Servicios sociales, comunales y personales	4,3	4,0	1,4
Servicios bancarios imputados	(25,1)	(23,3)	(7,3)

Fuente: DANE.

GRÁFICO 34
ÍNDICE DE PRODUCCIÓN REAL DE LA INDUSTRIA
 (VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL AÑO CORRIDO)
 (CIFRAS A MAYO DE 2000)



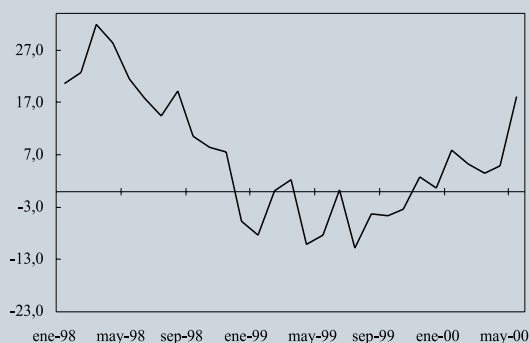
Fuente: ANDI y DANE.

GRÁFICO 35
PRODUCCIÓN REAL MENSUAL MANUFACTURERA
 (VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL)
 (CIFRAS A ABRIL DE 2000)



Fuente: DANE, muestra mensual manufacturera.

GRÁFICO 36
VENTAS EFECTUADAS CON TARJETAS DE CRÉDITO
TOTAL SISTEMA A MAYO DE 2000
 (VARIACIÓN PORCENTUAL NOMINAL ANUAL)



Fuente: Credencial, Visa, Diners y Red Multicolor.

ser mayores sin que ello signifique acercarse al pico de producción de 1998. En segundo lugar, las exportaciones, que han explicado buena parte de la reactivación de la industria en el primer semestre del año, no han sido un elemento acelerador de la industria de alimentos.

4. Consumo

El lento crecimiento de la producción de bienes de consumo de origen industrial (1,35% año corrido a abril), es una señal de la debilidad que sigue mostrando la demanda de bienes de consumo en la primera mitad del año. Las cifras del DANE indican que su crecimiento anual en el primer trimestre de 2000 fue de 2,3%, similar al crecimiento reportado para la economía en su conjunto, pero muy inferior frente al observado en la demanda de inversión, por ejemplo.

El indicador de ventas financiadas con tarjetas de crédito en pesos corrientes, una aproximación a la demanda de bienes de consumo, muestra crecimiento positivo en los dos primeros meses del segundo trimestre del año, con una mejoría importante en el mes de mayo cuando exhibió una tasa de crecimiento de 18,1% anual. Durante todo el año, sin embargo, el crecimiento nominal de estas ventas ha tendido a estar por debajo de la inflación, lo cual muestra que el indicador siguió contrayéndose en términos reales (Gráfico 36).

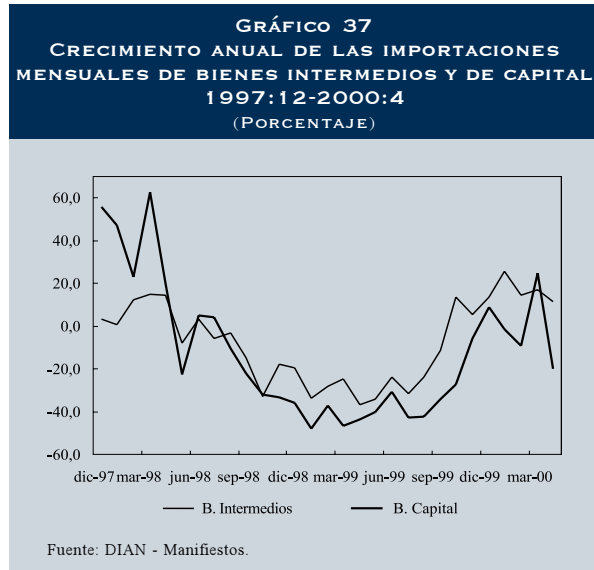
Situaciones como el alto nivel de desempleo explican la moderada tasa de crecimiento de este agregado en lo corrido del año. Sin duda alguna, un crecimiento mayor dependerá de la recuperación de este elemento. Esto es algo que probablemente tomará tiempo si tenemos en cuenta que sectores como el de la construcción, altamente intensivos en fuerza de trabajo, todavía se encuentran sumidos en una profunda recesión de la cual probablemente no se salga hasta finales de año. A lo anterior se suma el hecho que la recuperación del empleo industrial después de recesiones profundas es algo que toma algunos años, como lo confirman varios episodios recesivos pasados.

En todo caso, a la fecha, el comportamiento de las importaciones de bienes de consumo es un factor que permite confiar en que el consumo seguirá exhibiendo tasas positivas de crecimiento en el segundo trimestre y parte del tercero. Las importaciones de bienes de consumo acumuladas a abril crecieron a una tasa anual de 5,8%, especialmente impulsadas por las importaciones de bienes duraderos, las cuales exhibieron una tasa de crecimiento de 20%.

5. Inversión

De acuerdo con el DANE, la formación bruta de capital creció 10,7% en el primer trimestre de 2000 frente a igual período de 1999. Esta demanda sufrió una contracción muy profunda hacia finales de 1998 y durante todo 1999, lo cual ha hecho que sus niveles actuales sigan siendo muy bajos pese al alto crecimiento registrado en lo corrido del año. En todo caso, durante el primer trimestre del presente, la demanda de inversión ha sido el componente del gasto que más ha crecido, muy por encima del crecimiento exhibido por otros componentes como las exportaciones.

Para el segundo trimestre, y para el comienzo del tercero, la demanda de inversión probablemente mantendrá su crecimiento, pero a un menor ritmo. En primer lugar, el incremento de la incertidumbre sobre las condiciones económicas y políticas futuras en los meses de marzo y abril pudo llevar a los empresarios a aplazar proyectos de inversión o a reducirlos. En segundo lugar, el comportamiento de las importaciones de bienes de capital, una variable que aproxima el desempeño de la inversión, distó mucho de ser satisfactorio durante el mes de abril de este año, última fecha para la cual se dispone de cifras. En efecto, las importaciones de este tipo de bienes se redujeron 19,8% frente al ya muy bajo nivel de abril de 1999. Aunque las importaciones mensuales tienden a exhibir un comportamiento muy irregular a lo largo del año, y la tasa de crecimiento de abril no necesariamente señala un quiebre en las tendencias, ésta última sí lleva a las importaciones del grupo a contraerse para el acumulado de los primeros cuatro meses (Gráfico 37).



El lado positivo de las cifras lo muestra el comportamiento de las importaciones de bienes intermedios, principalmente para la industria y la agricultura, las cuales siguen mostrando tasas de crecimiento anual positivas para abril. Esto último quizás señale que la destorcida de las importaciones de bienes de capital es transitoria, y que los empresarios siguen recibiendo estímulos de demanda que les permitirá mantener sus planes de inversión en lo que resta del año.

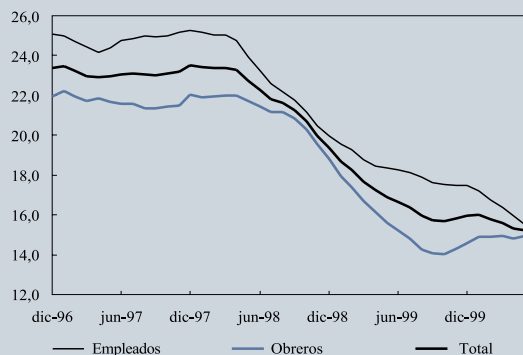
C. SALARIOS Y EMPLEO

1. Salarios industriales

En los últimos 12 meses a mayo, el reajuste promedio a los salarios nominales del sector industrial fue 15,2%, una tasa levemente inferior a la observada a finales de 1999 (15,9%). Los salarios nominales de los trabajadores de la industria se reajustaron a tasas 2,0 o 3,0 puntos porcentuales inferiores a las de mayo del año pasado (Gráfico 38). En vista de que la inflación se redujo en más de 6,0 puntos porcentuales en ese mismo lapso, los salarios reales se incrementaron (Gráfico 39).

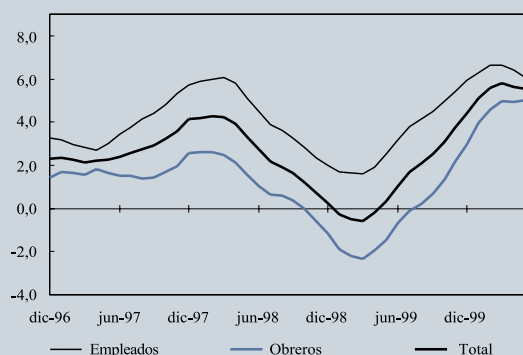
El incremento del salario real industrial puede parecer paradójico si se tiene en cuenta los altos niveles de desempleo de la actualidad. Sin embargo, esta situa-

GRÁFICO 38
SALARIO NOMINAL - INDUSTRIA MANUFACTURERA
 (VARIACIONES PORCENTUALES AÑO COMPLETO)
 (CIFRAS A MAYO DE 2000)



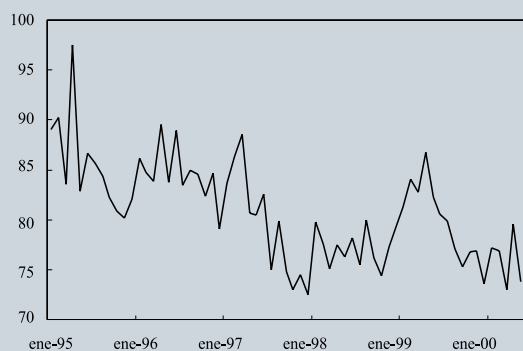
Fuente: DANE, muestra mensual manufacturera.

GRÁFICO 39
SALARIO REAL - INDUSTRIA MANUFACTURERA
 (VARIACIONES PORCENTUALES ANUALES ACUMULADO 12 MESES)
 (CIFRAS A MAYO DE 2000)



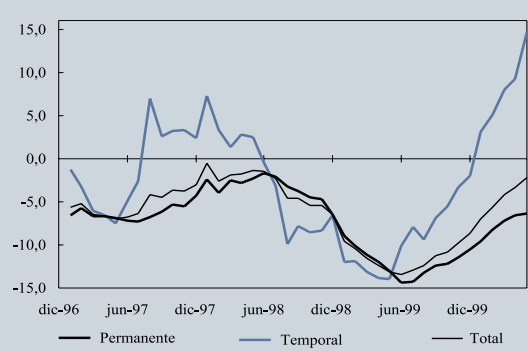
Fuente: DANE, muestra mensual manufacturera.

GRÁFICO 40
ÍNDICE DEL COSTO LABORAL UNITARIO REAL PARA OBREROS DEL SECTOR INDUSTRIAL
 (CIFRAS A MAYO DE 2000)



Fuente: DANE, muestra mensual manufacturera.

GRÁFICO 41
CRECIMIENTO ANUAL DEL ÍNDICE DE EMPLEO INDUSTRIAL MENSUAL
 (CIFRAS A MAYO DE 2000)



Fuente: DANE, encuesta nacional de hogares.

ción puede tener su explicación en el hecho de que la productividad por trabajador se ha incrementado sustancialmente en el último año, lo cual ha permitido incrementar los salarios reales sin que ello castigue la estructura de costos de las empresas. En tal caso resulta más indicado analizar el comportamiento de los costos laborales acudiendo a una medida del costo laboral unitario (CLU) real, o salario real ajustado por productividad. En el Gráfico 40, se muestra cómo el CLU real para obreros de la industria se redujo de manera importante en el último año y medio, y pese al leve repunte a abril, continuaba siendo muy inferior al de épocas de crecimiento más robustas. A esta circunstancia habría que añadir el hecho que los empresarios han fomentado la práctica de las horas extras para expandir la producción, en el último año, tal y como se mencionó anteriormente. Esto permite incrementar los salarios de los trabajadores pero a cambio de un mayor trabajo, algo que no se puede identificar en el indicador tradicional de salarios de la encuesta del DANE.

2. Empleo

La información más actualizada sobre empleo corresponde a la proveniente de la muestra mensual manufacturera del DANE. El empleo total del sector industrial continuó contrayéndose durante los primeros cinco meses del año, lo cual viene sucediendo sin interrupción desde hace varios años. Sin embargo, de enero a mayo, el empleo temporal mensual mues-

tra tasas anuales de crecimiento positivas y en ascenso (Gráfico 41). Esta situación resulta normal en épocas de reactivación y se corresponde también con la estrategia de utilizar horas extras antes que contratar nuevos empleados en forma permanente. De mantenerse la recuperación, los trabajadores temporales deberán empezar a ser sustituidos por trabajadores permanentes.

3. Pactos de incremento salarial

En el Cuadro 5, se presentan las cifras del Ministerio de Trabajo sobre incrementos salariales pactados a uno y dos años. La primera parte del cuadro muestra el porcentaje de trabajadores beneficiados por negociaciones de incremento salarial a un año, entre enero y junio de 2000. Puede observarse que una parte importante de los convenios de incremento salarial a un año (31,9%) se han pactado con base en la inflación observada el año anterior (9,23%); sin embargo, la gran mayoría de los incrementos se ha pactado en el rango comprendido entre 9,25% y 12%. Solamente un 7,8% de los pactos a un año fueron realizados con incrementos superiores a 12%. Al igual que en el informe anterior, con información al cierre de junio, se puede apreciar una caída importante en los rangos de incremento salarial en donde se concentra la mayoría de los beneficiados por estos pactos, comparado con la información recogida a diciembre del año anterior. De esta forma, hay indicios que sugieren que los procesos de indexación se han acomodado paulatinamente a la reducción de la inflación.

La parte inferior del Cuadro 5 muestra el porcentaje de trabajadores beneficiados por pactos de incremento salarial realizados a dos años entre enero y junio de 2000. Dichos incrementos, en su mayoría (56%), han sido pactados con base en un incremento igual al que se registra en la inflación del presente año medida por la canasta del IPC. El 30,9% de los beneficiados obtuvieron incrementos salariales a dos años entre el IPC y el IPC + 3, mientras que sólo el 8,2% pactaron incrementos menores al 11%.

Entre abril y junio se observó un incremento del rango en el cual pactan los trabajadores beneficiados sus incrementos salariales a uno y dos años, frente a lo

que se registró entre enero y marzo (Cuadro 6). Este hecho quizás refleja un incremento en las expectativas de inflación de los trabajadores, que resulta congruente con el comportamiento de otros indicadores de expectativas de inflación presentados en este informe.

CUADRO 5
PORCENTAJE DE BENEFICIADOS POR NIVEL DE INCREMENTO SALARIAL PACTADO
(ENERO-JUNIO, 2000)

Negociaciones a un año				
<9	9,23	[9,25-12]	>12	
11,1	31,9	49,2	7,8	
Negociaciones a dos años				
<11	>12	IPC	[IPC-IPC + 3]	[SML-SML+3]
8,2	1,5	56	30,9	3,4

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

CUADRO 6
PORCENTAJE DE BENEFICIADOS POR NIVEL DE INCREMENTO SALARIAL PACTADO

Enero-Marzo, 2000				
Negociaciones a un año				
<9,23	9,23	[9,25-11,0]	>11	
4,2	56,9	24,4	14,5	
Negociaciones a dos años				
<12	IPC	[IPC-IPC+3]	[SML-SML+3]	
6,5	63,9	29,2	0,4	
Abril-Junio, 2000				
Negociaciones a un año				
<9,23	9,23	[9,25-11,0]	>11	
18,3	7,3	36,8	37,1	
Negociaciones a dos años				
<12	IPC	[IPC-IPC+3]	[SML-SML+3]	
10,1	65,6	24,3	0,0	

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

D. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA

Durante el segundo trimestre, las medidas de capacidad instalada utilizada para la industria se mantuvieron en niveles inferiores a los de sus promedios históricos. En el caso de la medida de la ANDI, en el mes de abril se presentó la primera reducción en lo corrido del año que puede obedecer a factores estacionales. Respecto al indicador de Fedesarrollo, en el trimestre comprendido entre febrero y mayo, el mismo presentó un leve repunte (Gráfico 42).

Conviene señalar que las relativamente altas tasas de crecimiento para el sector industrial observadas durante los cuatro primeros meses del año no implican que la producción del sector haya sido restablecida a los niveles previos a la crisis. En realidad, no sorprende que la industria y otros sectores fuertemente golpeados por la recesión muestren tasas de crecimiento positivas importantes en la actualidad. Esto normalmente ha sucedido en las economías de América Latina y el sudeste asiático después de fuertes recesiones, y tienen su explicación por los bajos niveles de producción alcanzados durante la misma. En Colombia este ha sido el caso del sector automotor, cuyas ventas promedio du-

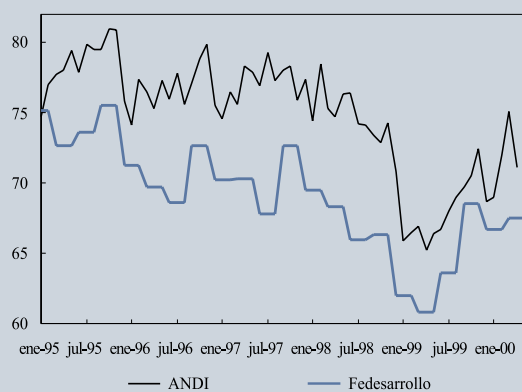
rante los cinco primeros meses del año corresponden apenas al 40% de las que se observaron en 1997. Dicho fenómeno también se presenta en la industria en su conjunto, caso en el que la producción acumulada en los primeros cuatro meses del año tan solo corresponde al 86% de la que se dio en 1998, siendo inferior a la observada en los últimos seis años (Gráfico 43).

E. SITUACIÓN FISCAL

Al finalizar mayo las finanzas del Gobierno Nacional Central acumulan un déficit de operaciones efectivas de \$2.852 mm, el cual equivale a 1,7% del PIB anual⁹. Frente a las cifras observadas en el mismo período de 1999, los ingresos crecen 20,3% y los gastos 17,7%. En el interior de los ingresos, el recaudo por impuestos presenta un crecimiento de 33,1% y las demás rentas una caída de 21,4%. El dinamismo de los ingresos tributarios es particularmente importante en renta e IVA interno y en los tributos a las importaciones cuyos crecimientos alcanzan, 33,6% y 28,7%, respectivamente. El

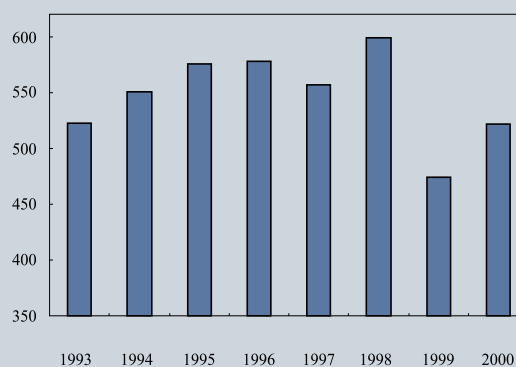
⁹ Con la metodología de cálculo empleada por el FMI, el déficit acumulado equivale a 0,8% del PIB.

GRÁFICO 42
UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA
(CIFRAS A MAYO DE 2000)



Nota: ANDI, cifras a abril.
Fuente: ANDI y Fedesarrollo.

GRÁFICO 43
PRODUCCIÓN REAL MANUFACTURERA
DURANTE CUATRO PRIMEROS MESES DE CADA AÑO



Fuente: DANE, muestra mensual manufacturera.

crecimiento en el recaudo de estos tributos refleja tanto el repunte en la actividad económica como la modificación en el calendario tributario y la reducción en el número de días que los bancos pueden mantener los impuestos pagados antes de trasladarlos a la cuenta de la Tesorería General de la República. La caída en los demás ingresos se origina en la reducción del traslado de utilidades por parte del Banco de la República (Cuadro 7).

Por el lado del gasto, los intereses de la deuda crecen 40,1%, el funcionamiento 12,7% y la inversión 9,8%. En el caso del funcionamiento, las transferencias constituyen el rubro más dinámico con un crecimiento de 15% respecto al valor observado en el mismo período de 1999. El comportamiento de este rubro refleja el hecho de que durante los primeros meses del año se canceló la mayor parte del rezago presupuestal, por situado fiscal y participaciones municipales, acumulado en 1999. Es necesario destacar que durante los primeros cinco meses del año no se efectuaron transferencias al Fondo de

Crédito Educativo, pues de acuerdo con el cronograma actual del Gobierno estas deberán realizarse durante el segundo semestre del año. A diferencia de los pagos por transferencias, los servicios personales y los gastos generales tan solo crecieron 4,5% y 3,6%, respectivamente. Ello refleja el proceso de ajuste fiscal que adelanta la actual administración con el propósito de reducir el déficit del sector público a niveles compatibles con la estabilidad macroeconómica. De otro lado, el préstamo neto, representado principalmente por el servicio de la deuda garantizada por la Nación, asciende a \$245 mm.

En cuanto al financiamiento, las cifras oficiales revelan un endeudamiento externo neto por \$1.408 mm y una utilización neta de recursos de crédito interno por \$2.934 mm. Durante el período se han efectuado colocaciones de TES por valor de \$5.106 mm, de los cuales \$2.957 mm corresponden a inversiones convenidas y \$1.637 mm a subastas. Finalmente, las colocaciones de títulos de reducción de deuda (TRD) alcanzan \$134 mm.

CUADRO 7
GOBIERNO NACIONAL CENTRAL: OPERACIONES EFECTIVAS
(MILES DE MILLONES DE PESOS)

	Enero-Mayo			Variación %	
	1998	1999	2000	1999 / 1998	2000 / 1999
I. Ingresos totales (A + B)	6.587,6	8.464,4	10.186,0	28,5	20,3
A. Tributarios	6.049,7	6.479,4	8.625,0	7,1	33,1
Renta e IVA interno	4.065,6	4.692,6	6.269,0	15,4	33,6
Aduanas e IVA externo	1.722,8	1.235,0	1.590,0	(28,3)	28,7
Gasolina	252,5	283,8	331,0	12,4	16,6
Otros	8,8	268,0	435,0	2.945,5	62,3
B. No tributarios y otros	537,9	1.985,0	1.561,0	269,0	(21,4)
II. Gastos totales (A + B + C + D)	10.383,6	11.074,1	13.038,0	6,6	17,7
A. Intereses	2.316,8	2.216,4	3.105,0	(4,3)	40,1
B. Funcionamiento	6.869,1	7.853,8	8.848,0	14,3	12,7
C. Inversión	1.083,4	764,9	840,0	(29,4)	9,8
D. Préstamo neto	114,3	239,0	245,0	109,1	2,5
III. Déficit (-) o Superávit (+) (I - II)	(3.796,0)	(2.609,7)	(2.852,0)	(31,3)	9,3
IV. Financiamiento	3.796,0	2.609,7	2.852,0	(31,3)	9,3
A. Crédito externo neto	1.626,4	1.502,4	1.408,0	(7,6)	(6,3)
B. Crédito interno neto	2.044,9	2.063,3	2.934,0	0,9	42,2
C. Privatizaciones y otros	124,7	(956,0)	(1.490,0)	(866,6)	55,9
V. Déficit como porcentaje del PIB	(2,7)	(1,7)	(1,7)		

Fuente: Consejo Superior de Política Fiscal (Confis).

EL DOS POR MIL (2 X 1.000) Y LA POLÍTICA MONETARIA

El deterioro en los principales indicadores del sistema financiero y la escasa disponibilidad de ingresos fiscales para aliviar los problemas de este, llevó al Gobierno Nacional a crear en noviembre de 1998 una contribución obligatoria del 2 x 1.000 sobre todas las transacciones financieras que implicaran retiros de las cuentas corrientes y de ahorros¹. De la misma forma, se creó una contribución del 1,2 x 10.000 a las transacciones que se realizan en el mercado interbancario.

Este tipo de impuesto sobre las transacciones financieras es poco conocido internacionalmente. Sin embargo, algunos países latinoamericanos lo han utilizado, de manera temporal, como fuente de recursos fiscales para subsanar problemas específicos. En 1994 se implantó en Venezuela una contribución del 0,75% sobre todos los retiros efectuados con cargo a los depósitos en el sistema financiero. Algo similar se hizo en Argentina y Perú, en donde el gravamen fue eliminado rápidamente debido a los efectos distorsionantes que causó sobre el mercado financiero. Los casos más destacados de implementación de este impuesto son los de Brasil y Ecuador. Mientras en Brasil se introdujo, desde 1996, un impuesto del 0,2% sobre los retiros efectuados por el público en el sistema financiero (el cual unos años más tarde fue elevado al 0,38%), en Ecuador se fijó una contribución del 1%, no sólo sobre los retiros del público sino también sobre las operaciones con títulos-valor, depósitos a plazo en el sistema financiero y giros al exterior entre otros².

Desde su implantación en Colombia, la contribución ha sufrido algunas modificaciones importantes. Inicialmente fueron gravadas con una tarifa del 2 x 1.000 las transacciones que implicaran la disposición de efectivo, ya fueran en cheque o en otra modalidad, de los recursos depositados en las cuentas corrientes y de ahorros. Adicionalmente, se estableció una tarifa proporcional del 1,2 x 10.000 sobre las operaciones del mercado interbancario realizadas en pesos y en dólares y sobre la readquisición de cartera o de títulos enajenados con pacto de recompra, con la excepción de las operaciones realizadas entre los intermediarios financieros y el Banco de la República y Fogafin. En marzo de 1999, debido a una sentencia de la Corte Constitucional, la tarifa sobre las transacciones del mercado interbancario tanto en pesos como en dólares se elevó al 2 x 1.000. En agosto del mismo año el impuesto sobre las transacciones del mercado interbancario realizadas en pesos fue eliminado. La última modificación importante, a principios de 2000, extendió la tarifa del 2 x 1.000 a los traslados entre cuentas corrientes y de ahorros de una misma persona.

En Colombia, la implantación de dicho impuesto sobre los retiros de las cuentas corrientes y de ahorro, y sobre el mercado interbancario ha tenido varios efectos.

En primer lugar generó cambios en la composición del portafolio de los activos financieros de los agentes, los cuales, para evadir el impuesto aumentaron la demanda de activos no gravados (v. gr. efectivo) y disminuyeron la utilización de activos o medios de pago sujetos al gravamen (v. gr. cuentas corrientes y cheques).

En el caso del efectivo, por ejemplo, resulta claro cómo la introducción del 2 x 1.000 generó un incremento de su demanda desde noviembre de 1998 (Gráfico 1 (A)). El crecimiento de este

agregado pasó del 7% anual en noviembre de 1998 a tasas promedio del 27,5% entre junio de 1999 y mayo de 2000, crecimiento muy superior al que se esperaba dada la recesión económica por la que atravesaba el país en ese momento. El crecimiento del efectivo se dio a costa de la menor utilización de otros medios de pago, como es el caso de los cheques (Gráfico 1 (B)). Lo anterior ha hecho que tanto los corredores de base monetaria como algunos canales de transmisión de la política monetaria se hayan visto distorsionados. En particular, el incremento de la demanda de efectivo ha hecho que la base monetaria crezca por encima de lo previsto por las autoridades monetarias y que durante lo corrido del presente año se haya situado en el límite superior del corredor³. Aunque en principio se podría pensar que esto tiene efectos inflacionarios, en realidad, el hecho de que sea una recomposición de la forma en la que los agentes mantienen sus activos y no una mayor disposición de gasto, hace que este "desfase" de la base monetaria de su corredor-meta no tenga, en principio, efectos inflacionarios.

GRÁFICO 1 (A)
EFFECTIVO/M2
PROMEDIO MÓVIL DE ORDEN 5
(PORCENTAJE)

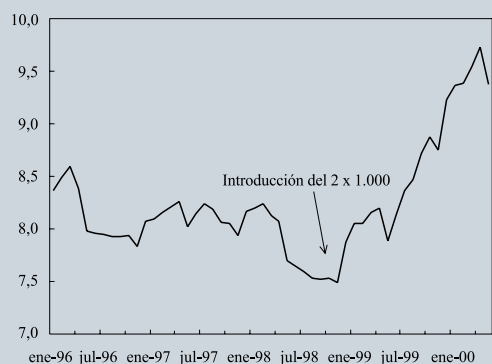
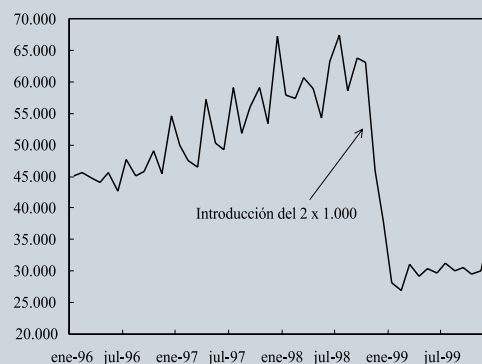


GRÁFICO 1 (B)
VALOR DE LOS CHEQUES COMPENSADOS
TOTAL NACIONAL
(MILES DE MILLONES)



En segundo lugar, en los momentos en los que el impuesto se aplicó a las transacciones del mercado interbancario, los montos transados se redujeron considerablemente como resultado del mayor impacto que este tipo de impuestos tiene sobre activos de mayor rotación (Gráfico 2 (A) y (B)). Antes de la implantación del 2 x 1.000 el monto promedio diario transado en el mercado interbancario en dólares era de US\$185 millones, mientras que una vez implantado el gravamen se redujo a US\$70 millones. En el mercado interbancario, en pesos, mientras estuvo vigente el 2 x 1.000 entre febrero de 1999 y agosto del mismo año, los montos transados se redujeron considerablemente (Gráfico 2 (B)). Algunos cálculos preliminares sugieren que con una tarifa del 2 x 1.000 aplicada sobre las transacciones realizadas entre los intermediarios financieros, se genera un sobre costo de 62% anual sobre las transacciones del mercado interbancario. Es decir, que un intermediario que deba recurrir al mercado interbancario por requerimientos de liquidez de corto plazo en cada uno de los 240 días hábiles del año incurriría en un costo adicional de 62 centavos por cada peso transado⁴, por efectos de este impuesto. Ante este hecho, y debido a que las operaciones con el Banco de la República no están sujetas al impuesto, el Banco se vio obligado a suplir el papel del mercado interbancario mediante operaciones de expansión para aquellos intermediarios que solicitaban liquidez de corto plazo, además de tener que recibir y remunerar los excesos transitorios de liquidez de aquellos intermediarios que en algún momento los presentaran.

GRÁFICO 2 (A)
PROMEDIO DIARIO DE LOS MONTOS
TRANSADOS EN EL MERCADO
INTERBANCARIO EN DÓLARES
(MILLONES DE DÓLARES)

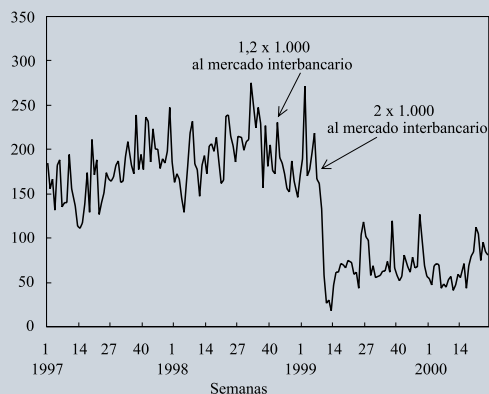
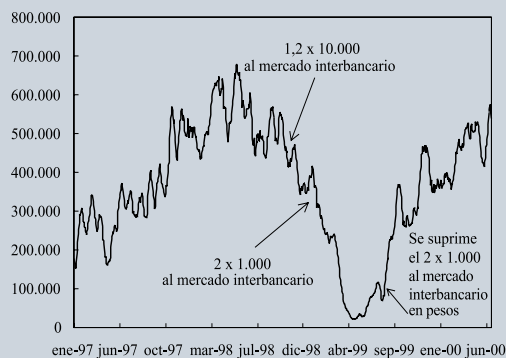


GRÁFICO 2 (B)
PROMEDIO DIARIO DE LOS MONTOS
TRANSADOS EN EL MERCADO
INTERBANCARIO EN PESOS
(MILLONES DE PESOS)



Adicional a las dos consideraciones anteriores, el canal de crédito de la política monetaria se vio afectado ante la implantación del 2 x 1.000 sobre las transacciones del mercado interbancario, ya que los intermediarios financieros, al verse obligados a recomponer su portafolio en favor de activos líquidos (pues en caso de requerirlos saldría muy costoso recurrir al interbancario), disminuyeron la capacidad de aumentar los préstamos al público, lo cual se convirtió en un factor adicional que podría explicar la situación de estancamiento del crédito que se observa desde 1998⁴.

¹ Inicialmente este impuesto tendría vigencia hasta el 31 de diciembre de 1999, pero, imprevistos adicionales como el terremoto de Armenia en enero de 1999 llevaron a que la vigencia del impuesto fuera prolongada hasta febrero del 2001. Actualmente se discute la posibilidad de darle carácter permanente a este impuesto.

² Información más específica al respecto puede encontrarse en Lozano y Ramos (2000), *Borradores semanales de economía*, No. 143, y en *Carta Financiera* (marzo de 1999), No. 110.

³ La base monetaria es la suma del efectivo y las reservas bancarias. Como se sabe, este corredor lo fija la Junta Directiva del Banco de la República atendiendo la meta de inflación y el comportamiento esperado de otras variables claves de la economía.

⁴ Al respecto, véase Urrutia (1999), *Revista del Banco de la República*, Nota Editorial, junio.

EL CONSUMO DE GAS COMO INDICADOR DE ACTIVIDAD ECONÓMICA

El Banco de la República, al igual que otras entidades y analistas encargados de efectuar el seguimiento de la actividad económica en Colombia, normalmente utiliza el consumo de energía eléctrica como un indicador contemporáneo de la producción urbana en el país, y principalmente como un indicador de la producción industrial. La información sobre demanda de energía eléctrica generalmente corresponde a la suministrada diariamente por ISA, la cual no viene diferenciada por tipo de usuario. Sin embargo, la utilización de esta variable como indicador de la actividad económica urbana tiene dos problemas básicos.

El primero de ellos es de carácter permanente y tiene que ver con la posibilidad de sustituir fácilmente la energía eléctrica por fuentes alternas de energía. En Colombia, en la actualidad, el sector productivo y los hogares disponen de fuentes de energía alternas (gas y carbón, entre otras) que conceden cierta elasticidad al consumo de energía eléctrica ante variaciones en sus precios. En estos casos, incrementos en el precio de la energía eléctrica superiores a los registrados en las fuentes sustitutas, disminuyen su demanda sin necesidad de que ello signifique una reducción en los niveles de producción y actividad económica urbana. Este es un problema relevante en Colombia en los últimos dos años, especialmente para el caso de la demanda efectuada por los hogares, en la medida en que el desmonte de los subsidios al consumo de energía eléctrica debe haber encarecido el uso de esta fuente en relación con otras como el gas.

El segundo problema, más de carácter temporal pero estrechamente ligado con el primero, se relaciona con los programas de extensión de redes de gas domiciliario en los últimos dos años. Este programa ha facilitado, como nunca antes, la sustitución de energía eléctrica por gas natural en el país. Ello unido al encarecimiento relativo de la energía eléctrica frente al gas, pueden ayudar a explicar el comportamiento reciente de la primera variable, la cual no mostraba signos claros de reactivación desde finales de 1999 y hasta abril de 2000, a pesar de que la producción industrial y el comercio sí lo hacían.

Como muestra el Gráfico 1, el consumo de energía eléctrica se desaceleró desde mediados de 1998, y durante 1999 registró una contracción considerable, del 6% en promedio. Si bien la contracción en el consumo de energía eléctrica se detuvo a finales de 1999, esto no dio paso a un crecimiento claro durante los primeros meses de 2000. Tan solo en los meses de abril y mayo se observaron tasas anuales de crecimiento positivas relevantes para el consumo mensual. En lo corrido del año, el crecimiento anual promedio de esta variable ha sido de sólo 0,1%.

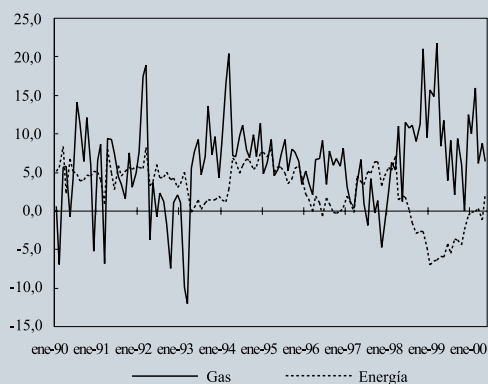
Desde mediados de 1998 y durante todo 1999 las tasas de crecimiento del consumo de gas han sido considerablemente superiores a las del consumo de energía eléctrica. Durante la segunda mitad de 1999 el consumo de gas para usos industrial y residencial se desaceleró, pero nunca llegó a contraerse, y para finales de año mostró nuevamente tasas de crecimiento importantes (de 10% en diciembre). Durante lo corrido de 2000 el crecimiento ha continuado y se ha situado en tasas anuales promedio para el consumo mensual del orden del 9,4%.

Para construir un nuevo indicador de consumo de energía que incluya consumo de gas natural además de energía eléctrica, se requiere convertir ambas cifras en unidades comunes. Con tal

propósito, se transformó el consumo de energía eléctrica de kilovatios hora a unidades térmicas británicas (UTB)¹. El gas natural se mide ordinariamente en estas unidades, por lo cual no es necesario efectuar ninguna conversión. Para 1999, las necesidades de energía (industria y consumo) medidas en miles de UTB (MUTB) se suplieron en un 32% a través del gas natural y en un 68% a través de la energía eléctrica. Para 1995, esta participación era de 27% y 73%, respectivamente, lo cual pone en evidencia la importancia que ha adquirido el gas en los últimos años como fuente de energía.

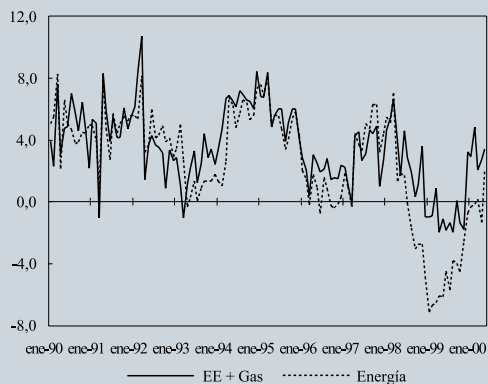
En el Gráfico 2, se compara el indicador de actividad económica original (energía eléctrica) y un nuevo indicador que se construye sumando, al consumo de energía eléctrica en MUTB, el consumo de gas natural para usos residencial e industrial (EE + Gas). Desde 1990 y hasta mediados de 1998 ambos indicadores mostraban tasas de crecimiento muy similares. Sin embargo, a partir del segundo semestre de ese año y particularmente durante 1999 el comportamiento de ambos indicadores se diferencia de manera importante. En especial conviene señalar el hecho que el nuevo indicador retoma tasas de crecimiento anuales positivas a partir de noviembre de 1999, lo que coincide en gran parte con los datos de la muestra manufacturera del DANE, que indican que la producción industrial señala crecimiento anual positivo desde el mes de diciembre de 1999. Entre enero y mayo el consumo mensual agregado de energía eléctrica y gas presentó un crecimiento anual de 3,2% significativamente superior al que se ha reportado sólo para energía eléctrica.

GRÁFICO 1
CRECIMIENTO ANUAL DEL CONSUMO
MENSUAL DE ENERGÍA Y GAS
(INDUSTRIAL Y RESIDENCIAL) EN MUTB/DÍA
(CIFRAS A MAYO DE 2000)



Fuente: ISA y Ecopetrol, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 2
CRECIMIENTO ANUAL DEL CONSUMO MEN-
SUAL DE ENERGÍA Y DE ENERGÍA + GAS
(INDUSTRIAL Y RESIDENCIAL) EN MUTB/DÍA
(CIFRAS A MAYO DE 2000)



Fuente: ISA y Ecopetrol, cálculos del Banco de la República.

¹ Un kilovatio hora corresponde a 3.412 UTB.

III

MEDIDORES DE EXPECTATIVAS

En este capítulo se presentan los principales resultados de la nueva encuesta de expectativas que a partir de abril de este año está realizando la Subgerencia Estudios Económicos¹⁰. Tal y como lo informó oportunamente el Banco de la República¹¹, la nueva encuesta sigue siendo de frecuencia trimestral y busca subsanar algunos problemas de orden metodológico que se detectaron en la encuesta inicial. Adicionalmente, al final de esta sección se presenta las proyecciones que en materia de tasa de inflación y crecimiento del PIB han hecho algunos analistas externos y firmas calificadoras de riesgo, y un breve resumen sobre los principales hechos que, de acuerdo con ellos, están afectando el desempeño económico en Colombia.

La nueva encuesta formula preguntas que buscan conocer el mecanismo de formación de expectativas de los agentes que la responden y hacen más fácil la identificación de los canales de transmisión de la política monetaria; adicionalmente, soluciona algunos problemas de muestreo que tenía la anterior y mejora el cuestionario haciéndolo más claro y fácil de responder. La nueva encuesta se divide en cuatro secciones relevantes: la primera, se encarga de las preguntas que tienen que ver con los precios y salarios que esperan los encuestados; la segunda indaga sobre la percepción de las condiciones monetarias y crediticias en el momento de la encuesta y las ex-

pectativas en el futuro cercano (seis meses); la tercera parte, se encarga de preguntar sobre las expectativas de tasa de interés y de tasa de cambio y, la cuarta versa sobre la actividad económica y el empleo.

La población objetivo de la encuesta la conforman personas que desempeñan cargos de primer nivel en cada uno de los sectores económicos en las cuatro principales ciudades del país: Bogotá, Medellín, Cali y Barranquilla. Los seis sectores económicos en los que se dividió la muestra son: *Industria y minería, Intermediación financiera, Grandes cadenas de almacenes, Transporte y comunicaciones, Académicos y consultores económicos y Sindicatos*¹².

El marco muestral fue diseñado con varios objetivos entre los que sobresalen conservar, en la medida de lo posible, los mismos encuestados a través del tiempo y también garantizar la representatividad de los resultados en el agregado y en cada uno de los sectores.

A continuación, se presentan los principales resultados de la encuesta que se llevó a cabo durante el mes de abril del presente año. Los agentes que la respondieron tenían información disponible hasta marzo del año en curso. Vale la pena aclarar que a medida que se realicen más encuestas el análisis de los resultados será enriquecido con la construcción de series estadísticas de expectativas con las cuales se podrá evaluar si dichas expectativas se validan con el paso del tiempo.

¹⁰ En el diseño de la nueva encuesta participaron los investigadores de la Subgerencia de Estudios Económicos (SGEE) Hugo Oliveros y Enrique López, y su procesamiento estuvo a cargo de la Sección de Estadística de la SGEE. Para mayores detalles sobre la metodología empleada, véase López y Oliveros (2000), documento presentado a la Junta Directiva del Banco de la República.

¹¹ Una introducción y los resultados de la encuesta se presentaron en *Reportes del Emisor*, No. 13 (junio, 2000).

¹² El tamaño de la muestra total (81 unidades) se obtuvo a partir de un muestreo aleatorio simple del total de los sectores encuestados. Para la estimación por sectores se efectuó de nuevo un muestreo aleatorio simple donde cada muestreo es independiente.

A. PRINCIPALES RESULTADOS

1. Precios y salarios

La primera pregunta que hace la nueva encuesta busca conocer la credibilidad que tienen los agentes en la meta de inflación del 10% fijada por la Junta Directiva del Banco de la República para el final del año 2000. Al respecto, el total ponderado de las respuestas arrojó como resultado que el 33,3% cree que sí se cumplirá la meta fijada, mientras que un 66,7% de los encuestados considera que no se cumplirá (Gráfico 44). El sector que menos cree en el cumplimiento de la meta es el de *Sindicatos*, donde un 90% de las respuestas señala que no se cumplirá, mientras que el sector que más cree es el de *Académicos y Consultores*, en el cual un 43,8% de los encuestados considera que sí se cumplirá.

La siguiente pregunta de la encuesta tiene que ver con las expectativas de inflación anual a diferentes plazos. Las respuestas se presentan en el Gráfico 45, en donde se hace explícito el promedio de los rangos máximos y mínimos reportados por el total de los agentes para cada uno de los plazos. Vale la pena destacar que a diciembre de 2000 los agentes esperan que la inflación se sitúe en 11,3%, con un nivel máximo esperado de 12,1% y mínimo de 10,5%. Como se puede notar en el Gráfico 45, los agentes esperan que a lo largo de 2000 la inflación presente un ligero repunte durante todo el año, tras lo cual disminuirá durante los primeros meses de 2001. Por sectores, el que mayor nivel de inflación espera a diciembre de 2000 es el de *Grandes cadenas de almacenes* (13,2%) y el que espera el menor nivel de inflación es el de *Intermediarios financieros* (10,75%).

En el Gráfico 45 también se puede ver cómo la inflación observada a junio (9,7%) es inferior a la que esperaban los agentes a comienzos de abril pasado (10,3%) para esta fecha. El dato observado se encuentra ligeramente por encima del valor mínimo de inflación esperado (9,6%).

Las expectativas puntuales de inflación discriminadas entre los agentes que respondieron en la primera

GRÁFICO 44
CREDIBILIDAD EN LA META DE INFLACIÓN
DEL 10% PARA EL AÑO 2000

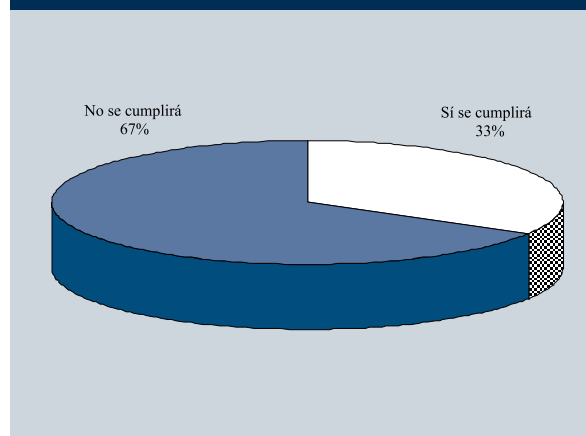
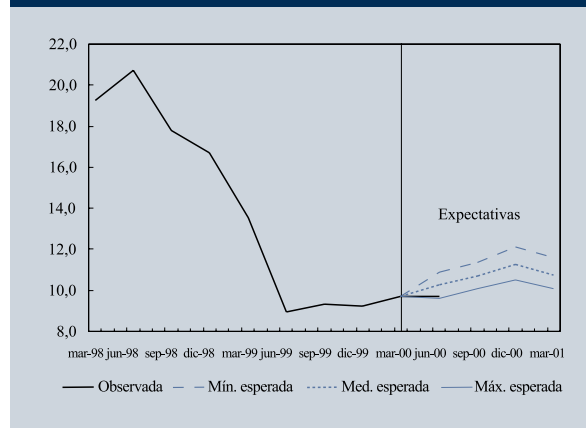


GRÁFICO 45
INFLACIÓN OBSERVADA Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN
(A TRES, SEIS, NUEVE Y 12 MESES)
(INFLACIÓN ANUAL)



pregunta que sí se cumplirá la meta y quienes respondieron que no, se presentan en el Gráfico 46. Los agentes que respondieron que no se cumplirá la meta esperan que la inflación termine el año 2000, en promedio, en 12,0%, mientras que quienes sí creen en el cumplimiento de la meta esperan un nivel de inflación al finalizar el año de 9,8%. El dato de inflación observado a junio se encuentra por debajo del esperado por los agentes que en la primera pregunta respondieron que la meta de inflación sí se cumpliría en el 2000 (Gráfico 46).

Los resultados de la pregunta que tiene que ver con el incremento promedio de los salarios en los años 2000 y 2001 se presentan en el Gráfico 47. Para el

GRÁFICO 46
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN DISCRIMINADAS ENTRE QUIENES CREEN QUE SE CUMPLIRÁ Y QUIENES NO CREEN QUE SE CUMPLIRÁ LA META DE INFLACIÓN

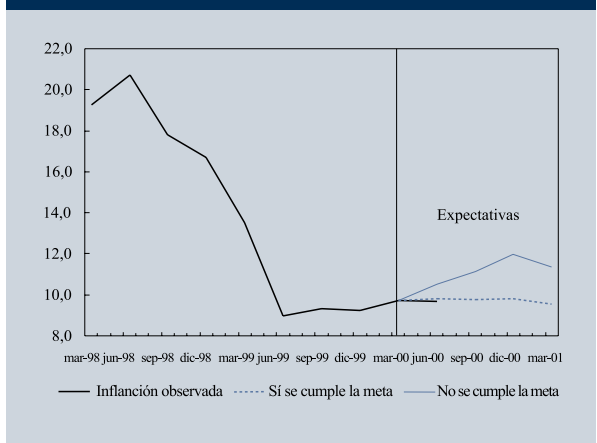
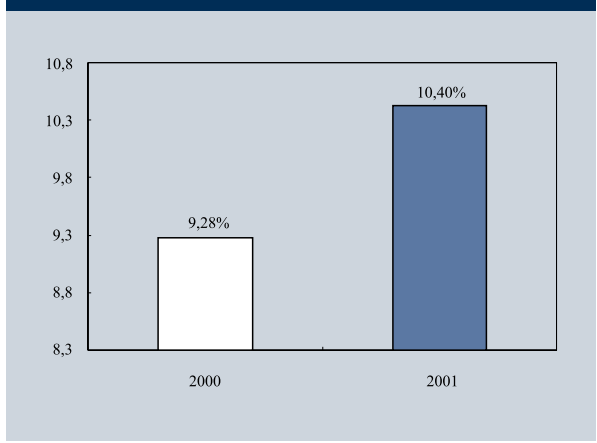


GRÁFICO 47
INCREMENTO SALARIAL PROMEDIO PARA LOS AÑOS 2000 Y 2001

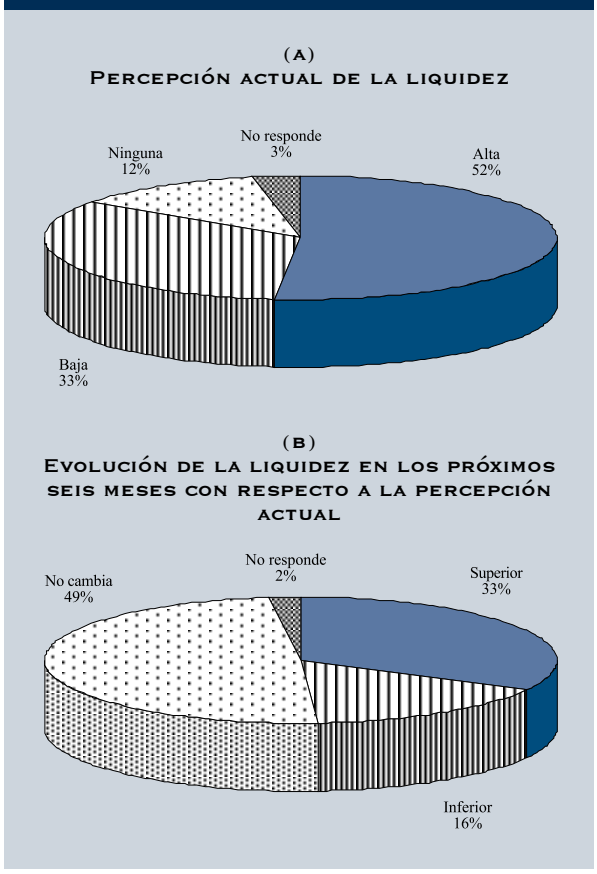


año 2000 los encuestados esperan un incremento promedio de los salarios en sus empresas del 9,3%, igual a la inflación observada al final de 1999, y para el año 2001 esperan que dicho incremento sea, en promedio, de 10,4%. El sector que menor incremento en salarios espera para el año 2000 fue el de *Intermediarios financieros* (5,7%), mientras que el que mayor incremento espera es el de los *Sindicatos* (11,3%).

2. Condiciones monetarias y crediticias

Las preguntas realizadas en esta sección de la encuesta buscan conocer la percepción de los agentes en lo relacionado con las condiciones actuales de liquidez y de disponibilidad de crédito en la economía

GRÁFICO 48



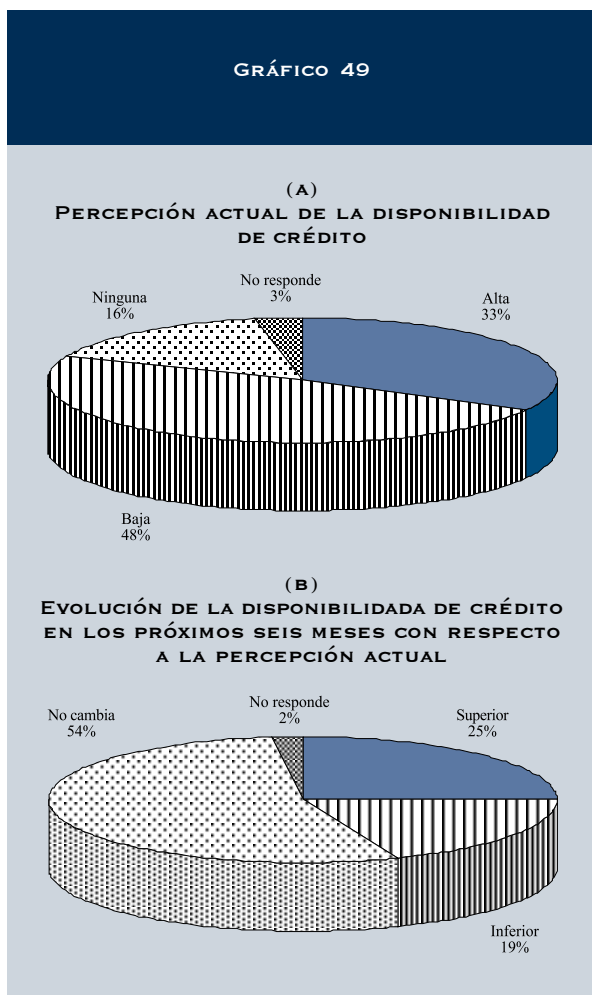
y con su evolución esperada para los próximos seis meses. Las respuestas se presentan en el Gráfico 48.

Del total de las respuestas, el 52% percibe que la liquidez actualmente es alta, mientras que el 33% la percibe baja. En los próximos seis meses el 49% de los encuestados percibe que la liquidez en la economía no cambiará, el 33% considera que será superior a la actual y sólo el 16% estima que será inferior.

Las respuestas que se refieren a la disponibilidad de crédito actual y las expectativas sobre su evolución futura se presentan en el Gráfico 49. El 48% de los agentes considera que actualmente la disponibilidad de crédito es baja, mientras que el 33% la percibe alta. Sobre la disponibilidad futura de crédito, el 54% de los agentes considera que no cambiará en los próximos seis meses, el 25% estima que será superior y el 19% que será inferior.

3. Tasas de interés y devaluación

En esta sección se pregunta a los agentes sobre el nivel de la tasa de interés que esperan para los próximos tres, seis, nueve y 12 meses. La tasa de interés de referencia que se utiliza es la DTF. En el Gráfico 50 se presenta la serie histórica de la DTF desde marzo de 1998 hasta marzo de 2000, y las expectativas a partir de esa fecha. En promedio, como se aprecia en el gráfico, los agentes esperan que a lo largo del año un ligero repunte de las tasas de interés las sitúe, al finalizar el presente año, en 13,2%. El sector que espera el mayor repunte de la DTF durante el presente año es el de *Grandes cadenas de almacenes* (14,9% al final de 2000) y el que espera un menor nivel para esta variable es el de *Sindicatos* (12,2%). Cabe señalar que al cierre de junio la DTF se ubicó en 12%, cifra igual a la que, en promedio, esperaban los agentes a comienzos del mes de abril para esta fecha (11,9%).



La siguiente pregunta de esta sección hace referencia a las expectativas de los agentes sobre la tasa de cambio nominal en los mismos plazos. Los agentes esperan que la tasa de cambio nominal continúe aumentando a lo largo del año a una tasa más o menos constante (Gráfico 51). Con la información disponible hasta marzo, los agentes esperan que la tasa de cambio nominal se sitúe en \$2.126 por dólar al finalizar 2000, con un valor máximo esperado de \$2.166 por dólar y uno mínimo de \$2.089 por dólar. Si la tasa de cambio nominal se sitúa al finalizar 2000 en el valor medio que los agentes esperan, la devaluación anual que se observaría sería de 13,5% a diciembre del presente año.

Como se puede apreciar en el Gráfico 51, la tasa de cambio nominal a junio se ubicó muy por encima de lo esperado por los agentes en la encuesta realizada en el mes de abril. Mientras los agentes esperaban que la tasa de cambio nominal se ubicara, en promedio, en \$2.026 por dólar en junio, esta cerró en \$2.139 por dólar.

4. Actividad económica y empleo

En la primera parte de esta sección, se pregunta sobre las expectativas de crecimiento de la economía para el año en curso y para el siguiente. Las respuestas de los agentes apuntan hacia un crecimiento de 1,3% durante 2000 con un rango mínimo de 0,4% y máximo de 1,9%. Para 2001, con información disponible hasta marzo de 2000, los agentes esperan un crecimiento en promedio de 2,6%, con un mínimo de 1,8% y máximo de 3,3% (Gráfico 52). Por grupo de encuestados, el que mayor crecimiento económico global espera para el año 2000 es el de *Sindicatos* (2%), mientras que el menor crecimiento lo espera el de *Intermediarios financieros* (1,1%).

La segunda pregunta de esta sección busca conocer los planes de ampliación o reducción de la planta de personal en las empresas en los siguientes seis meses y en el próximo año. Al respecto, 47% de los encuestados planea mantener constante la planta de personal en los próximos tres meses; 28,4% tiene planes de reducirla, y sólo el 22,2% planea aumentarla. En un horizonte

GRÁFICO 50
TASA DE INTERÉS (DTF) OBSERVADA Y ESPERADA
(A TRES, SEIS, NUEVE Y 12 MESES)
(TASA EFECTIVA ANUAL)

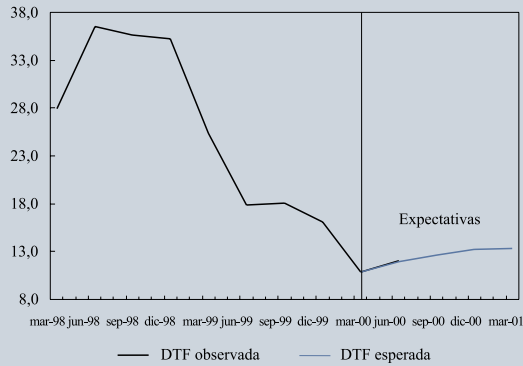


GRÁFICO 53
EVOLUCIÓN DE LA PLANTA DE PERSONAL DE LAS EMPRESAS EN DIFERENTES HORIZONTES DE TIEMPO
(PORCENTAJE)

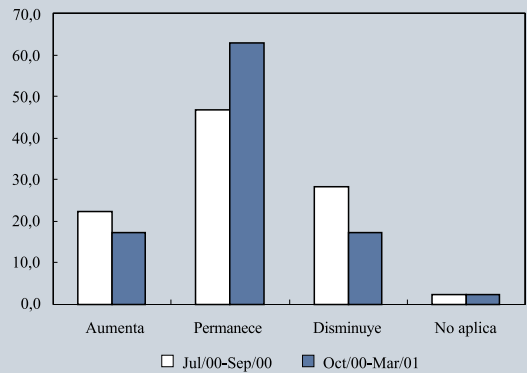


GRÁFICO 51
TASA DE CAMBIO NOMINAL OBSERVADA Y ESPERADA
(A TRES, SEIS, NUEVE Y 12 MESES)
(PESOS POR DÓLAR)

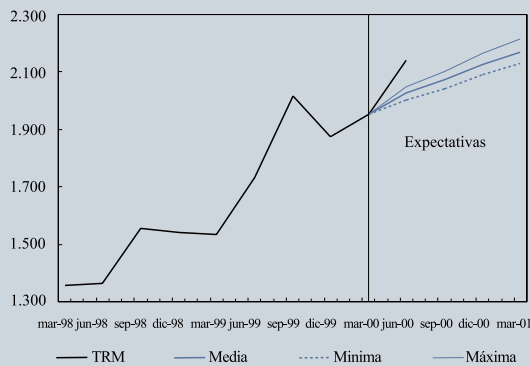
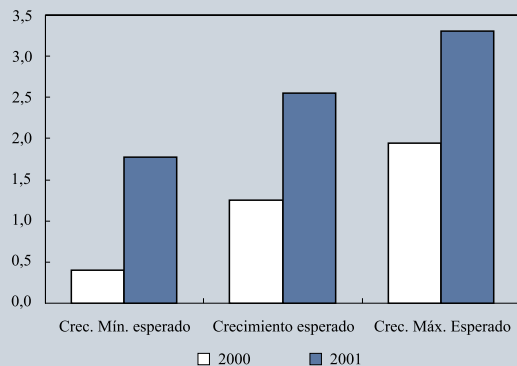


GRÁFICO 52
CRECIMIENTO ESPERADO DEL PIB
(TASA DE CRECIMIENTO)



de un año, el 63% de los encuestados planea mantener constante el número de trabajadores de sus empresas; el 17,3% planea aumentarlo, y el 17,3% proyecta disminuirlo (Gráfico 53).

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

A continuación, se presentan algunas proyecciones de inflación y crecimiento para el presente año y 2001 que hacen algunos bancos de inversión y calificadoras de riesgo para la economía colombiana. Como se puede apreciar en el Cuadro 8, el promedio de los pronósticos de inflación para el presente año que hacen estas firmas es de 11,2%, mientras que para 2001 esperan que la misma se sitúe en 9,0%. En lo que se refiere a las proyecciones de crecimiento, estas entidades esperan que sea en promedio de 2,6% para 2000, y de 3,0% para el siguiente año. En términos generales, las proyecciones de inflación y crecimiento realizadas por los bancos de inversión y las firmas calificadoras de riesgo son más optimistas que las expectativas reveladas por los agentes en la encuesta.

En la actualidad, las principales preocupaciones de estas firmas en relación con el futuro de la economía

CUADRO 8
PROYECCIONES DE FIRMAS INTERNACIONALES

	Inflación 2000	Crecimiento 2000	Inflación 2001	Crecimiento 2001
Deutsche Bank	13,7	2,4	9,4	2,4
ING Barings	9,5	2,8	8,5	3,2
Goldman Sachs	9,6	2,0	9,0	3,5
WEFA	12,0	3,1	-	-
Promedio	11,2	2,6	9,0	3,0

Fuente: Banco de la República, Subgerencia Monetaria y de Reservas.

colombiana en el mediano plazo se centran en los siguientes aspectos:

- Las repercusiones que la crisis política y la incertidumbre sobre el proceso de paz de los últimos meses puedan tener sobre la recuperación económica que comenzó a darse durante el primer trimestre del año y el efecto de todo esto sobre la confianza de los inversionistas.
- La debilidad del sistema financiero y el efecto que puedan tener los altos costos de capitalización de los bancos estatales sobre las cuentas fiscales y las metas que en esta materia se definieron en el acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI).
- La excesiva volatilidad del mercado cambiario, el cual tiende a sobrerreaccionar ante eventos tales como noticias políticas, cambios de los precios de los productos básicos y choques internos y externos.
- La incertidumbre generada por la demora en la aprobación de las reformas económicas, principalmente las que tienen que ver con el frente fiscal, que deberán pasar por el Congreso durante el segundo semestre del presente año y el primero del siguiente.

IV

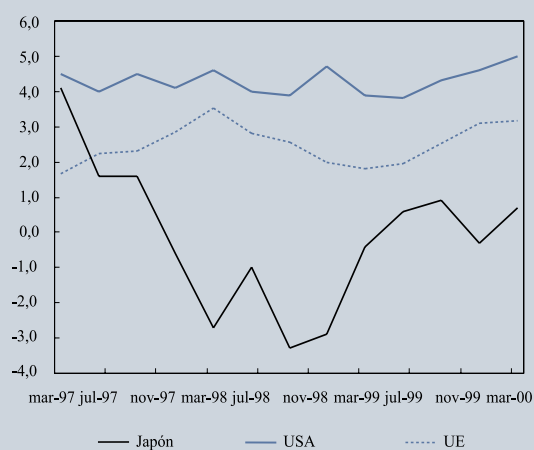
CONTEXTO INTERNACIONAL

A. ASPECTOS GENERALES

Durante el primer semestre de 2000 se ha observado una mejoría en las condiciones económicas globales tal y como lo evidencia el positivo comportamiento de las economías desarrolladas y algunas emergentes de Asia y América Latina. En particular, durante el primer trimestre del año se presentaron repuntes significativos de la actividad económica en los Estados Unidos, la Unión Europea (UE) y Japón (Gráfico 54). Con respecto al segundo trimestre, se puede inferir de la información disponible de ventas y clima de negocios que el comportamiento económico será similar para la UE y Japón. Para el caso de los Estados Unidos se espera una desaceleración económica en este período, lo que de verificarse, correspondería al anhelado "aterrizaje suave" de la economía. Estas expectativas de un menor crecimiento, se basan en el comportamiento que han registrado varios indicadores líderes a partir de abril, en especial el menor crecimiento de las ventas al por menor y de los permisos de construcción de vivienda.

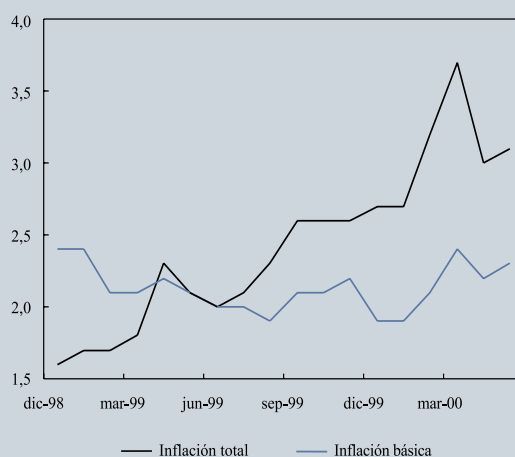
Las estimaciones más recientes sobre el comportamiento de la economía americana sugieren que el crecimiento anual para este período puede ubicarse entre 3,0% y 3,5%, el cual resulta inferior al observado durante el primer trimestre (5,0%). Coincidiendo con este menor crecimiento económico se vieron algunos indicios de disminución de la tasa de inflación. Así, la inflación anual, que había presentado niveles preocupantes para febrero y marzo, con 3,7% en este último mes, empezó a retornar a niveles más acordes con las metas implícitas de inflación del Federal Reserve Bank (Fed). En abril, la inflación anual

GRÁFICO 54
TASA DE CRECIMIENTO ANUAL JAPÓN, USA Y UE
1997:3-2000:3
(PORCENTAJE)



Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO 55
TASA DE INFLACIÓN TOTAL Y BÁSICA
DE LOS ESTADOS UNIDOS
1998:12-2000:6
(PORCENTAJE)



Fuente: Bloomberg.

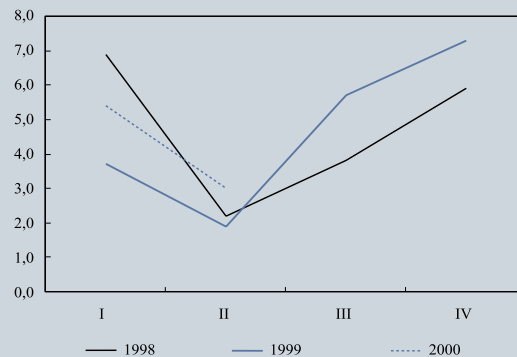
fue de 3,0% y en mayo de 3,1% (Gráfico 55). No se descarta, sin embargo, que esta disminución en el segundo trimestre obedezca a un simple fenómeno estadístico, toda vez que el índice de precios al consumidor del mismo período del año pasado -la base contra la cual se calcula la inflación anual- se incrementó más de lo esperado coincidiendo con el repunte en los precios de los combustibles. Por otro lado, muchos analistas argumentan que la desaceleración de la economía en el segundo trimestre es un fenómeno de carácter estacional, y que en el segundo semestre del año debe esperarse una aceleración del crecimiento (Gráfico 56). Sin embargo, el Fed ha visto en los signos de desaceleración económica indicios de un quiebre en las tendencias de largo plazo de la economía americana, por lo cual mantuvo inalterada la postura de la política monetaria. En efecto, el Comité Federal de Mercado Abierto reunido entre junio 27 y 28 del presente año, mantuvo la tasa de los fondos federales inalterada en 6,5% y sólo hasta agosto espera revisar este nivel.

En la actualidad, las proyecciones sobre inflación y crecimiento para los Estados Unidos contienen una alta dosis de incertidumbre. Diversos analistas esperan una inflación anual al finalizar el año de 3,1%, la cual no es muy diferente a lo que ellos mismos esperaban hace un trimestre (2,9%). Así mismo, se espera que el crecimiento de la economía americana para este año se sitúe entre 4,5% y 5,3% con un crecimiento promedio de 5,0%¹³. Si en los próximos meses los diversos indicadores de actividad económica y crecimiento confirman estas expectativas, no deberían esperarse correcciones importantes en las tasas de interés del Fed.

La UE, por su parte, muestra fuertes signos de recuperación económica. Durante el primer trimestre de 2000 la economía europea creció 3,2%. El principal factor de crecimiento de la UE fue el comportamiento de las exportaciones, las cuales se han visto favorecidas por la devaluación del euro con respecto al dólar

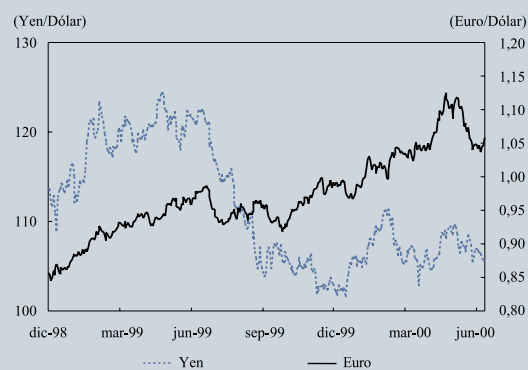
¹³ Estas cifras de inflación y crecimiento para los Estados Unidos corresponden a un sondeo efectuado a analistas internacionales por la revista *The Economist*. Véase *The Economist*, June 10th'-16th, 2000.

GRÁFICO 56
CRECIMIENTO TRIMESTRAL DEL PIB
DE LOS ESTADOS UNIDOS
(PORCENTAJE)



Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO 57
EVOLUCIÓN DEL YEN Y EL EURO FRENTE AL DÓLAR
1998:12-2000:6



Fuente: Bloomberg.

(Gráfico 57). Esta mayor devaluación, sin embargo, podría repercutir en una mayor inflación, lo que exigiría incrementos en las tasas de interés por parte del Banco Central Europeo (BCE). Por otro lado, aunque mayores tasas de interés pueden frenar la devaluación de la divisa europea, también pueden tener un efecto adverso sobre las exportaciones.

El dilema entonces para el BCE, consiste en contrarrestar el efecto sobre la inflación que tiene la mayor devaluación sin afectar la tasa de recuperación de la región. El BCE, luego del aumento de 50 puntos básicos (pb) de las tasas de interés durante la primera semana de junio, ha dejado entrever que mantendrá aumentos de las tasas de interés en la medida en que

se conserve la fortaleza en el crecimiento del crédito privado (11,4% año por año a abril frente a 10,9% en marzo) y se presenten presiones inflacionarias. En las semanas que han precedido esta decisión se ha observado una nueva tendencia a la devaluación que, de mantenerse, favorecería incrementos futuros de la tasa de interés.

En todo caso, los efectos de una posible decisión del BCE deberían sentirse en el segundo semestre del año. Ya se sabe que durante el segundo trimestre el crecimiento de la UE se aceleró, sustentado en un fuerte crecimiento de la inversión corporativa y de las exportaciones más que en el consumo de los hogares. En la actualidad se espera que la tasa de crecimiento trimestral sea de alrededor del 5,0%. Esta tasa es compatible con una tasa de crecimiento anual a diciembre de este año de alrededor del 3,4%.

En cuanto a la inflación en la UE, esta ha presentado repuntes durante los últimos meses, pasando de 0,8% en enero de 1999 a 1,9% en mayo de 2000 (Gráfico 58). Además de la aceleración de la devaluación, el incremento de la inflación obedeció también al aumento de los precios del petróleo. Por lo tanto, la evolución del euro y de los precios del petróleo en lo que resta del año jugará un papel importante en la determinación del valor de la inflación a fin de año, más aún, si se tiene en cuenta que la transmisión de la devaluación a los precios internos es más factible



en situaciones de crecimiento económico. Dado todo lo anterior, si el comportamiento de estas variables continúa como se ha presentado durante los dos primeros trimestres, la inflación total para el 2000 puede terminar en 1,8%.

Por su parte, América Latina continuó su proceso de recuperación, jalonado principalmente por el repunte de las exportaciones hacia las naciones desarrolladas y por el crecimiento de algunos precios internacionales de los productos básicos (precios del petróleo y algunos minerales). A ello se suma la devaluación registrada en los últimos 12 meses en varias de las monedas nacionales, lo que ha permitido una disminución en el nivel de las importaciones y su sustitución a favor de la producción doméstica. En cualquier caso, además de los factores antes mencionados, el comportamiento de estas economías en el corto plazo podría estar asociado al desenvolvimiento de la incertidumbre política que actualmente enfrentan varios países de la región.

Dado todo lo anterior, se espera que la región muestre un crecimiento positivo durante 2000, el cual debe acelerarse durante 2001, luego que se consolide la confianza de productores y consumidores en la reactivación. Para 2000, varias de las principales economías de la región (Brasil, México y Perú) deben crecer a tasas superiores al 3,0%. En el caso de México, el dinamismo de la economía americana sigue siendo el factor decisivo que explica un crecimiento de 4,8% para este año. Respecto a Chile, se espera que su economía retome el ritmo de expansión que traía antes de la crisis del año pasado, el cual presupone tasas de crecimiento del orden de 6,0%. Por último, en cuanto a los dos principales mercados para las exportaciones menores de Colombia, Venezuela y Ecuador, se espera crecimientos positivos del 3,5% y 0,4%, respectivamente. Sin embargo, dichos crecimientos no son suficientes para restablecer las condiciones de demanda prevalecientes antes de la crisis (Cuadro 9).

Dado este avance y el comportamiento de las economías desarrolladas, el crecimiento global ponderado por volumen de comercio exterior colombiano se

CUADRO 9
TASA DE CRECIMIENTO ANUAL Y PRONÓSTICOS
PARA LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS

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

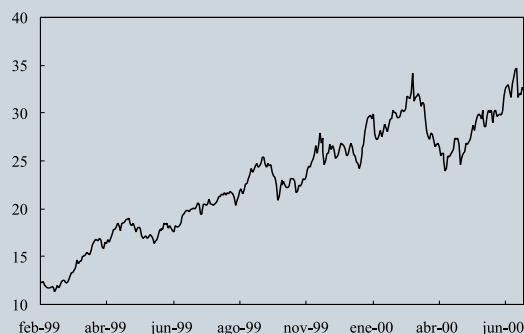
(*) Pronósticos a diciembre.
Fuente: WEFA, pronósticos JP Morgan, *The Economist*.

espera sea de 4,0% durante 2000, superior al que se estimó en el informe de precios anterior con cifras al primer trimestre del año (3,7%) y muy superior a lo observado en 1999 (1,5%). Esta circunstancia, unida a la apreciación de la moneda venezolana favorece el crecimiento de las exportaciones colombianas durante este año.

B. PRECIOS DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS

Los precios de los productos básicos internacionales son fundamentales para la recuperación de la economía colombiana y de la de América Latina. Entre ellos, los precios del petróleo y el café juegan un papel preponderante. El precio del petróleo, luego de llegar a US\$25 por barril en abril, retomó su tendencia al alza, situándose en promedio en US\$30 por barril en el mes de junio (Gráfico 59). Este comportamiento ha sido el resultado de la disminución de los inventarios en los países de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) y se ha dado pese al aumento de las cuotas de producción

GRÁFICO 59
PRECIO DEL PETRÓLEO WTI
BOLSA DE NUEVA YORK
1991:2-2000:6
(DÓLARES / BARRIL)



Fuente: Bloomberg.

efectuado por los países de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP)¹⁴. Cabe señalar que la OPEP ha diseñado un mecanismo mediante el cual las cuotas de producción pueden ser alteradas por la dirección del organismo si los precios del crudo se mantienen por fuera del rango definido entre US\$22 y US\$28 por barril durante más de 20 días. Confiando en que este mecanismo sea aplicado con rigor, puede esperarse que los precios del crudo estarán dentro de este rango al menos por lo que resta del año. De confirmarse estas expectativas, Ecopetrol espera que en promedio el precio del petróleo colombiano esté en US\$27 por barril para 2000. Ello implicaría una reducción gradual de los precios del crudo durante este año, pasando de US\$30 en junio a US\$25 en diciembre de 2000.

Las tendencias proyectadas para el precio del petróleo se ven corroboradas por el comportamiento de los precios de los contratos a futuro en la Bolsa de Nueva York (Gráfico 60). Estos precios presentan una caída significativa, lo cual indica que los agentes económicos esperan que la disponibilidad de crudo aumente en el transcurso del año. El contrato a julio de 2000 cerró en junio a US\$32.5 por barril. Por su parte, los contratos a seis y 12 meses cerraron a US\$28.4 y US\$25.9 por barril, respectivamente.

¹⁴ Cabe señalar, que la OPEP decidió nuevamente en junio incrementar las cuotas de producción cerca de 3,0%.

GRÁFICO 60
CONTRATOS A FUTUROS
PRECIO DEL PETRÓLEO WTI
BOLSA DE NUEVA YORK
(DÓLARES / BARRIL)

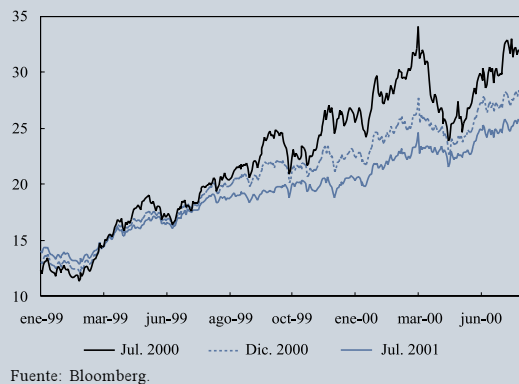


GRÁFICO 61
CONTRATOS A FUTUROS
CAFÉ ARÁBIGO
BOLSA DE NUEVA YORK
(US\$CTVOS. / LIBRA)

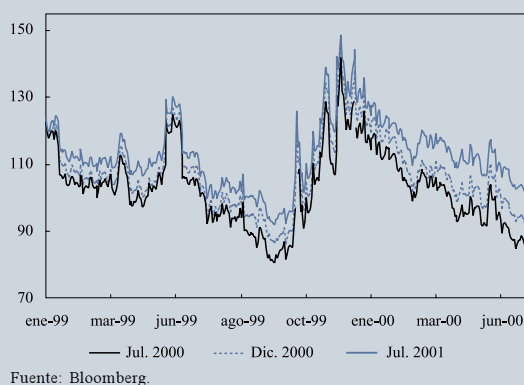
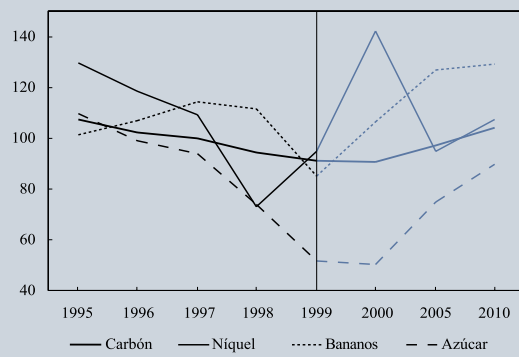


GRÁFICO 62
ÍNDICE DE LOS PRINCIPALES PRODUCTOS BÁSICOS
EXPORTADOS POR COLOMBIA
(DÓLARES CORRIENTES)



En cuanto al precio promedio del café colombiano en la Bolsa de Nueva York, este ha presentado una fuerte caída durante lo corrido del año comparado con el promedio de diciembre de 1999. En este último mes y año la cotización del café colombiano era de US\$140 centavos/libra frente al promedio de junio de 2000 de US\$90 centavos/libra. Esta caída de los precios internacionales del café se puede explicar por los aumentos en la oferta de café suave, lo cual ha permitido una acumulación de los inventarios del grano en el mundo. Pese a las expectativas sobre la implantación de cuotas de producción, por parte de los grandes productores, los precios de los contratos a futuro han presentado una tendencia decreciente (Gráfico 61). Esto es consistente con unas expectativas de mayor producción en Brasil y Colombia, y con la proximidad del verano en los países consumidores, lo cual está asociado con una menor demanda del grano.

Respecto a los precios de los demás productos básicos internacionales exportados por Colombia durante el segundo trimestre del presente año, estos presentaron una tendencia creciente tanto frente al trimestre anterior como con respecto al mismo trimestre de 1999. Dada la información hasta abril, el Banco Mundial (BM) pronostica un repunte significativo en los precios del níquel y el banano, así como una reducción en los precios de carbón (Gráfico 62). Igualmente, hay indicios que señalan que el precio del azúcar podría repuntar en la segunda mitad del año.

El comportamiento de los precios del níquel y el banano se explica por la creciente demanda internacional y la disminución de los inventarios de los países productores. Por su parte, la caída prevista en el precio de carbón obedece tanto a un incremento esperado de la oferta de Colombia en el segundo semestre como a la disminución proyectada en el precio de su principal sustituto, el petróleo, en los próximos meses.

C. PANORAMA FINANCIERO

Durante el segundo trimestre del año, el panorama financiero internacional ha continuado fuertemente

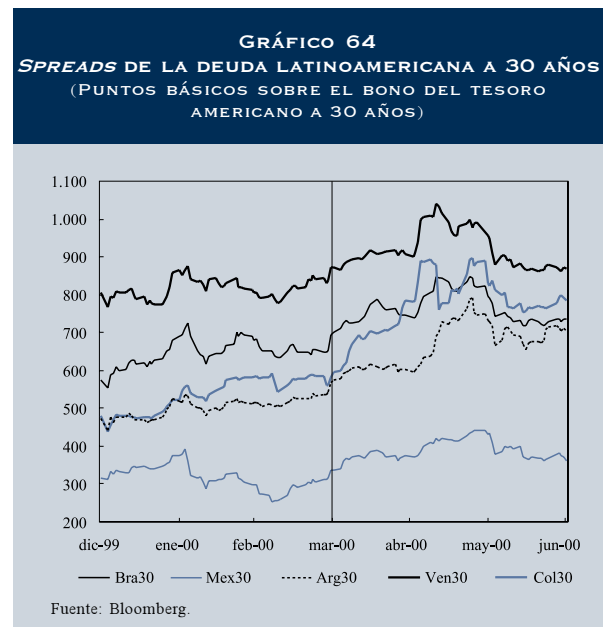
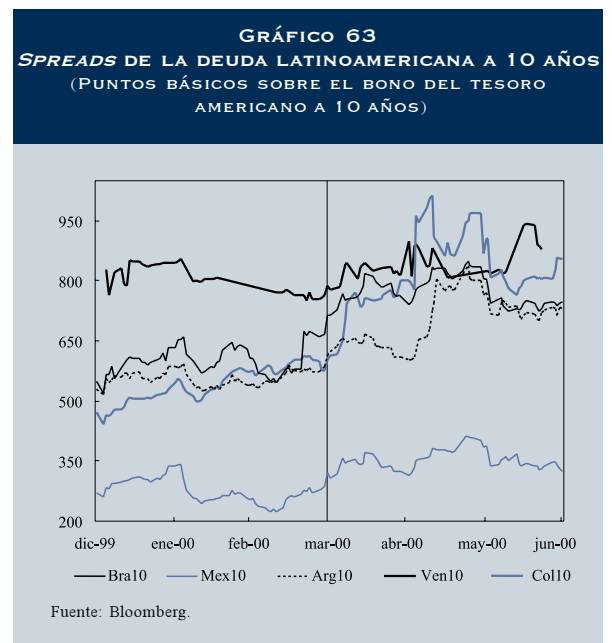
influenciado por el comportamiento de la economía americana. En especial por el surgimiento de algunas presiones inflacionarias en ese país en marzo y abril y por el incremento en las tasas de interés efectuado por el Fed para contenerlas. Las cifras favorables de inflación en mayo no cambiaron mucho esta situación.

La alta inflación al consumidor en abril para los Estados Unidos y el incremento de las tasas de intervención de 50 pb. efectuado por el Fed en mayo contribuyeron a afectar adversamente las perspectivas financieras de las economías emergentes y en especial las de los países de América Latina. Mayores tasas de interés en los Estados Unidos tienden a afectar negativamente la percepción que los mercados internacionales tienen sobre las perspectivas económicas de mediano plazo de la región, por dos razones básicas: en primer lugar, reducen el ritmo de crecimiento de la demanda agregada de ese país y por ende afectan las exportaciones regionales hacia ese mercado, el de mayor importancia para la América Latina. En segundo lugar, hacen menos atractiva a la región para los capitales internacionales frente a la alternativa del mercado americano, lo cual disminuye la disponibilidad de divisas esenciales para garantizar un crecimiento sostenido. Es más, tasas de interés mayores en los Estados Unidos presionan al alza las tasas de interés domésticas en la región, lo cual reduce el crecimiento de la demanda interna y de la economía en su conjunto.

Como se mencionó en la sección anterior, la situación de la economía europea caracterizada por el surgimiento de presiones inflacionarias que tienen su origen en la devaluación del euro, no ha ayudado a contrarrestar los efectos negativos de las mayores tasas de interés en el mercado americano. El panorama no resulta muy alentador si se tiene en cuenta que muchos analistas dan por descontado incrementos adicionales de la tasa de interés del BCE, de por lo menos 50 pb, para el segundo semestre.

Las mayores tasas de interés en los Estados Unidos y Europa y las expectativas de nuevas alzas en los próximos meses indujeron un incremento de los spreads de la deuda soberana para América Latina durante el

segundo trimestre y, especialmente, en el mes de mayo. Es así como los *spreads* de la deuda a 10 años tuvo un incremento promedio, para los principales países, de 160 pb y se ubicaba a finales de junio en 664 pb en comparación con el promedio de 506 pb observado a finales del trimestre anterior. De igual manera, los *spreads* a 30 años también exhibieron un repunte en los últimos tres meses, siendo el promedio para la región a finales de junio de 692 pb frente a los 615 pb que se registró a finales del primer trimestre (gráficos 63 y 64).



De las principales economías de la región, las mejor libradas con el incremento en la incertidumbre reflejada en mayores *spreads* han sido las de Brasil, México y Chile. La situación brasileña se ha visto favorecida por las buenas noticias en los frentes fiscal e inflacionario. Además, la medida tomada por el Banco Central de reducir en 100 pb la tasa de los préstamos *overnight* ha sido bien vista debido a que aún se cree que las tasas reales se encuentran elevadas. Todo lo anterior ha estimulado la confianza en ese país. Por el lado de México, la solidez demostrada por esta economía en los últimos años, favorecida por el dinamismo del sector exportador, ha permitido que los *spreads* sigan siendo uno de los más bajos de la región. Aún así, en los últimos meses este país atraviesa por una situación especial debido a las elecciones presidenciales, lo cual ha hecho que los mercados le concedan un compás de espera para saber cuál es el rumbo que se tomará en materias tan importantes como las privatizaciones, la reforma laboral, la profundización de los mercados financieros y la reforma tributaria.

En Argentina, Perú, Venezuela y Colombia, además de las mayores tasas de interés en los países desarrollados, las variables políticas han jugado un papel importante en el incremento de los *spreads* de la deuda. En el caso de Argentina, los programas de recorte del gasto se han retrasado por razones de índole política, lo que ha afectado la confianza de los inversionistas extranjeros en el país. Por ejemplo, en los últimos meses, las cámaras legislativas se han opuesto a medidas claves como el recorte de los salarios de los empleados oficiales. A esto se suma el hecho de que las últimas cifras de crecimiento eco-

nómico son más débiles de lo inicialmente esperado. En el caso de Perú y Venezuela, la gran incertidumbre reinante en torno a la sucesión presidencial también ha hecho mella sobre la confianza que los mercados tienen en sus posibilidades de crecimiento estable en el largo plazo.

Por último, en el caso de Colombia, los recientes enfrentamientos entre el poder Legislativo y el Ejecutivo y el lento avance de las negociaciones de paz ha generado incertidumbre frente a la posibilidad de cumplir los acuerdos de estabilización financiera con el FMI. Esto explica el salto de los *spreads* de la deuda soberana durante abril y mayo, mayor que el que se dio en el resto de países de la región. Si bien al aclararse en parte la situación política en junio estos han tendido a disminuir, todavía se mantenían en un nivel más elevado que el registrado en el primer trimestre. Por lo tanto, hacia el futuro el comportamiento de los *spreads* de la deuda colombiana dependerá del avance que se produzca en materia legislativa en las reformas de regímenes como el fiscal y el pensional y en el nivel de cumplimiento de las metas planteadas en el marco del acuerdo con el FMI.

Para las próximas semanas no se anticipan cambios importantes en los *spreads* de la región, toda vez que, a raíz de las últimas noticias sobre una desaceleración del crecimiento económico en los Estados Unidos, el Fed ha dado un margen de espera hasta agosto 22 para decidir sobre futuros incrementos en las tasas de interés. Por supuesto, este margen de espera estará mediado por el comportamiento de la economía norteamericana en torno a los temas de producción e inflación en julio y agosto.

V

PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN

En esta sección se presenta las perspectivas de inflación para los años 2000 y 2001. Para la estimación de los diversos modelos estadísticos utilizados por el Banco de la República, se supone que durante el año 2000 la economía entrará en una fase de recuperación con un crecimiento positivo. De igual manera, se supone que el crecimiento de los agregados monetarios estará acorde con la meta de inflación fijada por el Banco del 10% para 2000 y con la programación financiera definida en el contexto del acuerdo con el FMI para 2001. En cuanto a la devaluación, los supuestos contemplados en el ejercicio de proyección de inflación implican que el tipo de cambio real aumenta de manera importante en 2000 y se mantiene constante durante 2001. Por último, el comportamiento de los precios de los bie-

nes importados se corresponde con la devaluación prevista para este año y el próximo.

Con base en estos supuestos, los modelos del Banco muestran que la inflación al finalizar el año 2000 se ubicaría en un rango entre el 8% y el 10%. Para el año siguiente, los modelos presentan una mayor dispersión y sugieren que esta podría ubicarse en un rango entre el 7% y el 11%. Debe señalarse que los modelos de naturaleza econométrica utilizados por el Banco han tendido a sobrestimar la inflación en horizontes largos, dado que difícilmente pueden incorporar el pronunciado quiebre de la inflación registrado en Colombia en el último año y, por lo tanto, tienden a replicar los niveles observados con anterioridad a este.

LA BRECHA (GAP) DEL PRODUCTO Y SU UTILIZACIÓN EN LOS MODELOS DE INFLACIÓN

Tanto la teoría como la evidencia empírica sugieren que existe una relación entre la inflación y el crecimiento económico en el corto plazo. Dicha relación, conocida como *Curva de Phillips* supone que una aceleración del crecimiento económico está acompañada de un incremento de la inflación y viceversa.

Para la autoridad monetaria es importante conocer el funcionamiento de esa relación directa, pues la misma le permite conocer a partir de qué nivel el crecimiento económico puede derivar en presiones inflacionarias superiores a las contempladas en las metas de inflación.

Una manera de identificar el momento en el que se presentan estas presiones inflacionarias es a través de la estimación de lo que se conoce como brecha del producto. Esta se puede entender como la diferencia que existe entre el producto potencial, es decir, aquel que la economía podría producir si se emplearan plenamente todos sus recursos existentes y el producto observado. El producto potencial no necesariamente permanece inalterado a través del tiempo. La inversión en capital físico y el crecimiento natural de la población, por ejemplo, hacen que éste exhiba una tendencia creciente a través del tiempo. Pero también choques de oferta ajenos a la actividad económica (desastres naturales o la reducción de la oferta de combustibles y energéticos) o períodos largos de desinversión pueden provocar caídas del PIB potencial. La brecha nos ofrece la medida individual más importante acerca de la fase del ciclo en la cual se encuentra la economía, razón por la cual puede ser utilizado como indicador de coyuntura. Un nivel de producto doméstico por encima del potencial será percibido como una fuente de presiones inflacionarias y dará una señal de precaución a las autoridades económicas. Una brecha negativa tendrá la implicación opuesta.

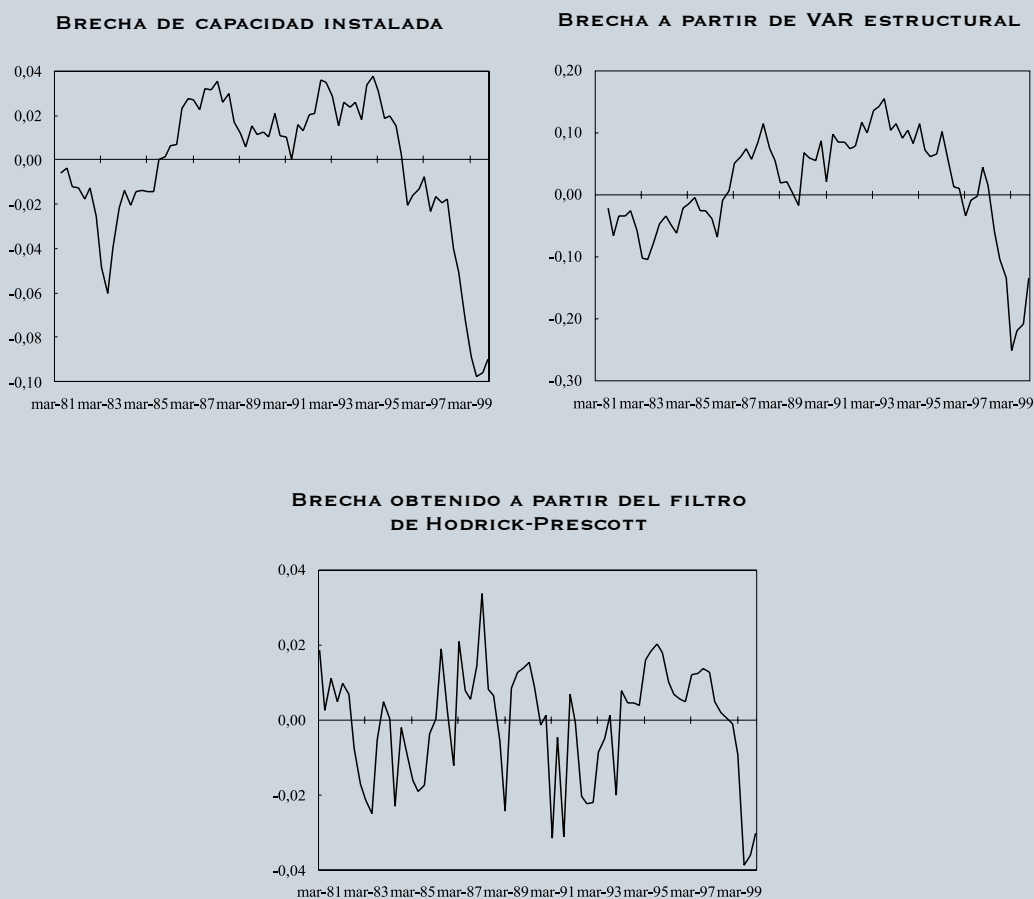
Por la importancia de este indicador y por las variables que participan en su estimación, el cálculo de la brecha es un proceso delicado y generalmente sometido a muchos cuestionamientos. Para el caso colombiano deben tenerse en cuenta los problemas que existen para su cálculo. En primer lugar, para calcular la brecha se requiere una serie de PIB de frecuencia trimestral por lo menos, la cual ha sido difícil de estimar en Colombia. Las series existentes de PIB a esta frecuencia presentan problemas de calidad de información. En la actualidad existen dos metodologías para el cálculo de esta serie. Una de ellas, utilizada por el Departamento Nacional de Planeación (DNP), estima el PIB trimestral a partir de técnicas estadísticas poco robustas. La otra, más confiable, empleada por el DANE, presenta el producto desestacionalizado trimestral que es compatible con las estimaciones efectuadas a partir de las cuentas nacionales. Esta serie, sin embargo, solo se encuentra disponible a partir de 1995.

En segundo lugar, es muy importante determinar una manera adecuada de calcular el producto potencial y sobre este particular, el Banco de la República ha desarrollado y utilizado varias metodologías¹. La más común consiste en emplear filtros para la obtención del producto potencial. Un filtro se puede definir como un procedimiento estadístico por medio del cual se identifica un patrón o tendencia de largo plazo para cualquier serie. Los filtros más utilizados son el de Hodrick y Prescott y el de Kalman. Otro tipo de metodología ha consistido en

estimar la tendencia del indicador de utilización de capacidad instalada de la encuesta de Fedesarrollo como variable *proxy* del producto potencial, esto generalmente se hace estimando una media móvil para la serie en cuestión. Por último, se ha propuesto el uso de métodos multivariados de descomposición de las series económicas tipo VAR estructural, los cuales consisten en imponer restricciones de largo plazo económicamente fundamentadas, a modelos de vectores autorregresivos estándar.

En la actualidad, el Banco de la República utiliza la brecha como insumo básico para elaborar sus proyecciones de inflación. La eficacia de cada una de estas metodologías de medición de la brecha se evalúa teniendo en cuenta su capacidad para explicar el comportamiento inflacionario pasado y para predecir la inflación futura. Además, por supuesto, se tiene en cuenta si la serie obtenida describe adecuadamente el ciclo económico colombiano.

En el Gráfico se presentan tres brechas calculadas con metodologías distintas para el período comprendido entre 1981 y 1999. Se puede observar cómo estos tres indicadores presentan algunas diferencias entre sí aunque existen fases del ciclo que sí describen conjuntamente como lo son la recesión del año anterior y la sucedida en el año 1982.



¹ Véase al respecto, López y Misas (1999), "Un examen empírico de la curva de Phillips en Colombia", *Borradores de Economía*, No. 117. Gómez y Julio (1999), "Output gap estimation, estimation uncertainty and its effect on policy rules", *Borradores de Economía*, No. 125. López y Misas (2000), "La utilización de la capacidad instalada de la industria en Colombia: un nuevo enfoque", Mimeo.

Este Informe fue preparado
por la Subgerencia de Estudios Económicos
del Banco de la República
Editado y diagramado por la Sección de Publicaciones
Económicas del Departamento de Comunicación Institucional
e impreso por Cartoprint Ltda.
en julio de 2000.