



---

**INFORME SOBRE INFLACIÓN**  
MARZO DE 2000

---

BANCO DE LA REPÚBLICA

## PRESENTACIÓN, RESUMEN Y CONCLUSIONES

✕ La inflación anual al consumidor a marzo fue de 9,7%, inferior en 3,8 puntos porcentuales a la observada en el mismo mes de 1999. Con este mes se completan 11 meses consecutivos de una inflación anual al consumidor por debajo del 10%. La caída en la inflación anual al consumidor en estos últimos 12 meses es consecuencia de los menores incrementos anuales registrados para todos los grupos de la canasta familiar, con excepción de transporte. En especial se destacan los menores reajustes en los precios de la vivienda, los cuales pasaron de crecer 14,0% en marzo de 1999 a 5,9% en igual mes de 2000; de la salud, la cual pasó de 18,6% a 12,9% y de vestuario, el cual pasó de 7,1% a 2,5%. A pesar de lo anterior, la inflación anual a marzo resultó superior en 0,5 puntos porcentuales a la registrada al finalizar diciembre de 1999 (9,2%). Con ello se completan dos meses de incrementos consecutivos en la inflación anual al consumidor.

✕ En el año completo, el crecimiento de precios fue superior a la inflación promedio en gastos varios (19,5%), transporte (19,2%) y salud (12,9%). Las mayores tasas en estos rubros obedecen en gran parte a incrementos anuales importantes en los precios de servicios financieros (30,1%), medicinas (18,9%) y combustibles (39,9%). Por debajo del promedio se situaron el vestuario (2,5%), la vivienda (5,9%), la educación (8,3%) y los alimentos (8,5%).

✕ La inflación acumulada para el primer trimestre fue de 5,4%, superior en 0,5 puntos porcentuales a la que se observó durante igual lapso de 1999. El incremento de la inflación al consumidor durante el primer trimestre de 2000 se explica, principalmente, por el aumento en los precios de unos pocos bienes y servicios de alta ponderación en la canasta familiar. Estos bienes y sus incrementos respectivos en los primeros tres meses fueron: la papa (101,6%), servicios bancarios (20,5%), vehículos (7,4%), matrículas de educación básica y media (6,9%) y gas (21,2%).

✕ Por su parte, la inflación anual del productor a marzo fue de 13,7%, superior en un punto porcentual a la registrada al finalizar 1999. La inflación anual medida por el IPP repuntó en febrero y marzo. El incremento de la inflación anual del productor durante el primer trimestre obedeció, en buena parte, a un repunte importante en la variación del precio de los bienes de origen agrícola y pecuario, los cuales exhibieron una tasa anual, a marzo, de 18,4%, frente a un 11,7% en diciembre de 1999. El incremento en el IPP acumulado durante el primer trimestre, ascendió a 4,7%, superior al registrado en igual período de 1999 (3,8%).

✕ En cuanto a una clasificación alterna del IPC, se aprecia que tanto los grupos de bienes transables como los de no transables vienen contribuyendo a la caída de la inflación anual al

consumidor. Sin embargo, dentro de los no transables, el subgrupo flexibles (compuesto por tubérculos, hortalizas y frutas) ha ejercido una presión alcista sobre los precios, contribuyendo con dos puntos porcentuales al incremento de la inflación en los últimos 12 meses. Como se ha mencionado en anteriores oportunidades, el comportamiento de los flexibles está asociado al patrón estacional normal de los precios de los alimentos.

✚ El promedio de indicadores de inflación básica calculados por el Banco de la República para marzo fue de 8,4%, inferior en 0,7 puntos porcentuales con respecto a la registrada en diciembre de 1999. Para igual mes del año en curso, se proyecta una inflación básica promedio de 7,9% con la información observada a marzo, superior en 0,3 puntos porcentuales a la proyectada con cifras a febrero.

✚ Al cierre de marzo, el promedio móvil de orden 20 de la base se situó en el techo del corredor monetario. Para este mes, la cartera nominal y real del sistema financiero continuó desacelerándose. Hay que señalar, sin embargo, que para el conjunto de las entidades financieras privadas excluidas las CAV y los bancos hipotecarios, la cartera nominal se ha estabilizado y exhibe un crecimiento anual positivo cercano al 6%. Por último, la tasa de interés de captación nominal se incrementó levemente pasando de 10,2% a 10,9%, en tanto que la de colocación se mantuvo estable durante el último mes en 23,6%. La tasa real de colocación pasó de 13,5% en febrero a 12,6% en marzo, en tanto que la tasa real de captación lo hizo de 1,2% a 1,1%.

✚ Con las últimas cifras suministradas por el DANE sobre producción industrial se puede concluir que la recuperación económica había entrado en un terreno firme desde finales de 1999. Los datos disponibles durante el primer trimestre para la actividad real simplemente confirman que la recuperación ha continuado, y que en algunas ramas de la producción industrial ésta ha cobrado un dinamismo importante, jalonada por el aumento de las exportaciones. En la industria es factible esperar un crecimiento en febrero y marzo, por lo menos tan satisfactorio como el de enero. Además, hay indicios que sugieren que la recuperación del comercio ha sido igualmente importante durante el primer trimestre del año. Sin embargo, difícilmente se puede hablar de una recuperación generalizada por cuanto subsisten sectores deprimidos o con muy pobre desempeño como es el caso de la construcción o el financiero. De igual manera, las cifras de enero sugieren que la utilización de capacidad instalada permanece en niveles bajos, aun comparada con otras épocas de bajo crecimiento económico. Lo anterior da pie para concluir que, salvo por bienes y sectores específicos probablemente asociados con exportaciones, no es claro que vayan a existir presiones de demanda importantes en el corto plazo.

✚ El repunte de la inflación durante el primer trimestre estuvo asociado en gran parte a problemas de oferta. Esta situación se había anticipado en informes pasados y puede mantenerse en lo que resta del primer semestre. Sin embargo, a la fecha es claro que los choques de oferta han sido más fuertes que los previstos inicialmente y esto es lo que ha explicado en parte el repunte de las proyecciones de inflación tanto para finales de 2000 como para el año 2001. Es así como el repunte de los precios de la papa explica por sí solo el 20% de la inflación observada durante el primer trimestre. Ahora bien, los mayores precios registrados durante dicho trimestre deben estimular las siembras, provocando una reversión del precio de este

producto durante el segundo semestre. De otra parte, el carácter puntual de los ajustes de precios de las matrículas, servicios bancarios y gas, permite prever que este tipo de presiones sobre el índice de precios cesará en los próximos meses.

✠ En vista de lo anterior, y en especial teniendo en cuenta que el promedio móvil de la base se sitúa dentro del corredor, que el indicador de inflación básica promedio al finalizar marzo fue inferior a la meta de inflación y que sus proyecciones a diciembre se sitúan por debajo de esta, la Junta decidió mantener el nivel y la estructura de las tasas de interés del Banco de la República y ratificó su compromiso con el logro de la meta de inflación del 10% para el año 2000.

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**  
**MARZO 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

Edgar Caicedo García

Andrés González Gómez

Munir Andrés Jalil Barney

Daniel Mejía Londoño

Luis Fernando Melo Velandia

Jorge Enrique Ramos Forero

## CONTENIDO

I.	ÍNDICES DE PRECIOS	8
	A. ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR	8
	B. ÍNDICE DE PRECIOS DEL PRODUCTOR	12
II.	DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN	19
	A. AGREGADOS MONETARIOS, TASAS DE INTERÉS Y TIPO DE CAMBIO	19
	B. OFERTA Y DEMANDA	26
	C. SALARIOS Y EMPLEO	31
	D. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA	33
	E. LA SITUACIÓN FISCAL	33
III.	MEDIDORES DE EXPECTATIVAS	37
IV.	CONTEXTO INTERNACIONAL	40
	A. ASPECTOS GENERALES	40
	B. PRECIOS DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS	43
	C. PANORAMA FINANCIERO	44
V.	PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN	46

## ÍNDICES DE PRECIOS

### A. ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR

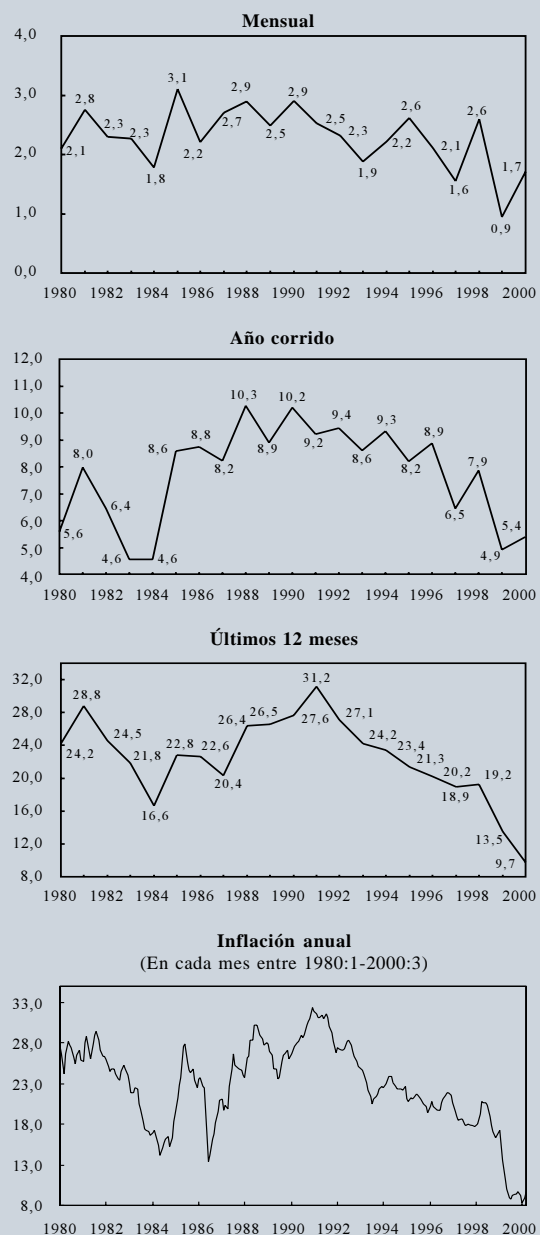
#### Comportamiento general

La inflación medida como la variación anual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) en el mes de marzo de 2000 se situó en 9,7%, inferior en 3,8 puntos porcentuales al registro de marzo de 1999 (13,5%) (Cuadro 1 y Gráfico 1). Esta variación anual es la menor para un marzo desde 1972. El crecimiento acumulado del IPC al finalizar el primer trimestre de 2000 fue de 5,4%, superior en medio punto porcentual al registro del primer trimestre de 1999 (4,9%). En cuanto a la variación mensual de precios al consumidor en marzo, esta fue de 1,7%, mayor en 0,8 puntos porcentuales a la variación observada en igual mes de 1999 (0,9%).

En marzo, el promedio de las medidas de inflación básica (el IPC sin alimentos, el núcleo inflacionario, la media truncada y la media asimétrica<sup>1</sup>) fue 8,4% inferior en 0,7 puntos porcentuales con relación a diciembre de 1999. Dos de los indicadores (el núcleo y la media asimétrica) permanecieron estables entre febrero y marzo, mientras que la media truncada creció tan sólo 0,2 puntos porcentuales, y el IPC sin alimentos lo hizo en 0,4 puntos. Esta relativa estabilidad en los indicadores de la inflación básica indica que buena parte del repunte de la variación anual del IPC durante este primer trimestre tiene raíces en problemas de oferta y no de demanda originados por excesos de emisión monetaria.

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

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



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



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

	Mensual			Año corrido			Anual		
	1998	1999	2000	1998	1999	2000	1998	1999	2000
<b>I. IPC</b>	2,6	0,9	1,7	7,9	4,9	5,4	19,2	13,5	9,7
Alimentos	4,3	0,3	2,0	10,2	6,4	7,4	23,1	11,7	8,5
Vivienda	2,1	0,9	1,0	4,5	2,2	2,2	17,2	14,0	5,9
Vestuario	0,6	0,3	0,2	2,1	1,4	0,7	8,8	7,1	2,5
Salud	3,6	3,4	2,0	8,1	6,3	4,2	20,5	18,6	12,9
Educación 1/	0,7	0,7	1,8	14,9	8,9	7,0	18,8	11,2	8,3
Transporte	1,9	1,0	1,9	11,7	6,1	6,6	21,6	14,2	19,2
Gastos varios	1,9	2,8	3,8	6,1	7,4	10,4	19,6	21,7	19,5
<b>II. Inflación básica 2/</b>	1,9	1,2	1,6	6,9	4,3	4,6	18,1	14,0	8,4
IPC sin alimentos 3/	1,9	1,2	1,6	6,9	4,3	4,6	17,6	14,3	10,2
Núcleo 4/							18,0	14,1	8,7
Media truncada 5/							18,4	14,0	8,1
Media asimétrica 6/							18,2	13,5	6,6
<b>III. IPP</b>	1,1	(0,2)	1,4	7,7	3,8	4,7	18,6	9,4	13,7
Según uso o destino económico									
Consumo intermedio	0,3	(0,5)	1,0	7,3	2,0	2,7	17,2	6,6	13,1
Consumo final	2,0	(0,4)	2,0	8,6	5,9	7,5	21,4	12,3	14,0
Bienes de capital	1,0	1,3	0,9	5,7	3,2	4,0	13,8	11,9	16,7
Materiales de construcción	1,4	1,7	1,1	5,7	5,8	2,9	16,8	12,6	11,1
Según procedencia									
Producidos y consumidos	1,1	(0,2)	1,5	8,1	4,2	5,1	19,0	9,5	12,6
Importados	1,1	(0,4)	0,7	4,0	1,0	3,3	15,8	9,3	18,7
Exportados 7/	(0,1)	(1,6)	0,5	3,3	(5,1)	5,5	17,4	(4,3)	40,9
Según origen industrial (CIU)									
Agric., Silvíc. y pesca	0,0	(2,9)	3,5	10,8	3,2	9,3	23,2	2,5	18,4
Minería	0,1	1,5	0,0	1,1	3,3	4,4	8,7	(6,2)	32,6
Industria manufacturera	1,5	0,7	0,8	6,7	4,0	3,5	17,2	12,6	12,1
<b>IV. Otros indicadores de inflación básica</b>									
IPC sin alimentos, servicios y transporte 8/	1,6	1,3	1,3	6,3	3,9	3,7	16,2	12,9	7,6
Mediana 9/							16,5	11,5	3,9

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

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

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

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

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

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

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

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

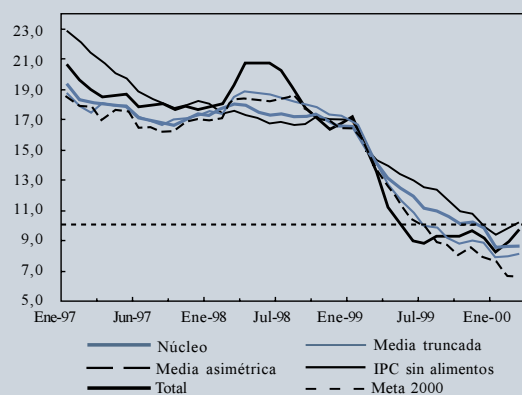
9/ Corresponde a la mediana ponderada de toda la canasta, calculada con la metodología IPC-60. Al respecto, véase Melo (1997).

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

Con información a marzo, el IPC sin alimentos (10,2%) era el único indicador que superaba tanto la inflación observada (9,7%) como la meta inflacionaria establecida para el año 2000 (10%) (Cuadro 1 y Gráfico 2).

La ciudad con el mayor incremento de precios en los últimos 12 meses fue Pasto (12,4%) (Cuadro 2). A esta ciudad la siguieron Bucaramanga (11,8%) y Cúcuta (11,7%). Las ciudades que acumularon una menor tasa anual de inflación a marzo, fueron: Cartagena (7,8%), Villavicencio (8,4%) y Cali (8,5%).

**GRÁFICO 2**  
EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN TOTAL Y BÁSICA  
1997:1-2000:3  
(VARIACIONES PORCENTUALES ANUALES)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

### Comportamiento de los principales componentes

La inflación acumulada durante el primer trimestre se explica en un 19,4% por la variación del precio de la papa, en 12,2% por la de los servicios bancarios, en un 5,6% por la del teléfono residencial, en un 4,7% por la de la leche y en 4,1% por la de vehículos.

En los últimos 12 meses, los grupos que exhiben un crecimiento en sus precios superior a la inflación total son gastos varios, transporte y salud. El mayor crecimiento recayó en el grupo gastos varios (19,5%), repunte derivado de los mayores incrementos anuales de precios registrados en servicios bancarios (30,3%), cigarrillos (27,1%), argollas (21,0%) y otros

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

	Mensual			Año corrido			Anual		
	1998	1999	2000	1998	1999	2000	1998	1999	2000
Total	2,6	0,9	1,7	7,9	4,9	5,4	19,2	13,5	9,7
Bogotá	2,2	0,9	1,9	8,5	5,4	5,7	19,7	13,6	9,5
Medellín	3,0	0,9	1,7	8,3	5,2	5,6	19,9	13,8	10,4
Cali	2,0	1,0	1,3	5,0	3,6	4,5	14,5	12,9	8,5
Barranquilla	2,6	0,3	1,0	8,6	4,2	4,2	20,3	12,2	9,7
Bucaramanga	2,5	0,9	2,6	7,9	4,9	6,5	19,4	11,7	11,8
Manizales	2,0	1,2	1,6	6,6	5,2	5,0	17,8	14,3	10,1
Pasto	2,8	1,9	2,7	5,3	4,9	6,3	21,0	17,5	12,4
Pereira	2,9	1,3	1,4	7,7	4,6	4,4	17,5	12,8	10,2
Cúcuta	4,6	0,9	1,3	10,8	4,4	6,0	21,6	13,4	11,7
Montería	3,4	1,5	1,5	10,0	5,5	5,5	21,3	14,1	8,7
Neiva	2,5	1,2	1,2	6,4	4,7	5,2	18,5	12,0	9,4
Cartagena	3,8	1,1	1,2	9,5	5,5	5,4	19,4	13,7	7,8
Villavicencio	3,4	1,2	1,8	9,7	5,2	5,6	22,9	11,0	8,4

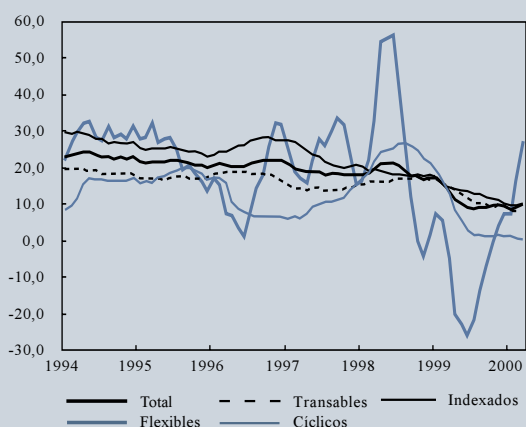
Fuente: Tabulados del DANE. Cálculos del Banco de la República, SGEE.

servicios financieros (18,6%). El combustible (39,9%) y el teléfono residencial (33,4%), explican la alta variación del transporte y comunicaciones (19,2%). Por último, en salud (12,9%), los mayores incrementos se dieron en medicinas (18,9%) y aseguramiento privado (18,2%). Por el contrario, los menores ajustes anuales en precios se presentaron en los grupos de vestuario (2,5%), vivienda (5,9%), educación (8,3%) y alimentos (8,5%).

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

En el Cuadro 3 y Gráfico 3 se presenta una clasificación alterna para identificar los factores aceleradores de la inflación<sup>2</sup>. Esta clasificación divide la canasta del IPC en bienes transables<sup>3</sup> y no transables que a su vez se separan en indexados<sup>4</sup>, flexibles<sup>5</sup> y cíclicos<sup>6</sup>. En esta clasificación se observan tres comportamientos. El primero corresponde al de los bienes transables e indexados cuya variación anual durante el trimestre ha sido cercana a la inflación promedio. Un segundo comportamiento recae en los bienes cíclicos, para los cuales el crecimiento anual de precios durante el primer trimestre no superó el 2%. Finalmente, el de los precios de los flexibles, cuya variación anual superó la inflación promedio, especialmente durante febrero y marzo (Gráfico 3).

**GRÁFICO 3**  
**EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN**  
**BIENES TRANSABLES Y NO TRANSABLES**  
1994:1-2000:3  
(VARIACIONES PORCENTUALES ANUALES)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

- <sup>2</sup> Para construir esta clasificación fue necesario empalmar la vieja canasta (IPC-60) con la nueva (IPC-98), tarea que implica alguna pérdida de información y una variación del IPC observado un tanto diferente al oficial del DANE.
- <sup>3</sup> Transables: textiles, calzado, tabaco, bebidas, cereales, lácteos, grasas, drogas, vehículos, electrodomésticos, etc.
- <sup>4</sup> Indexados: arrendamientos, combustibles y servicios públicos, educación, transporte y otros.
- <sup>5</sup> Flexibles: tubérculos, plátanos, hortalizas, legumbres y frutas.
- <sup>6</sup> Cíclicos: carnes y sus derivados.

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

Descripción	Variación año completo		Contribución		Contribución a la aceleración (*) Puntos
	1999	2000	1999	2000	
Total	13,3	9,7	13,3	9,7	(3,7)
Transables	15,6	8,3	5,9	3,2	(2,7)
No transables	12,0	10,5	7,5	6,5	(1,0)
Indexados	14,3	10,1	6,7	4,8	(1,9)
Flexibles	(5,1)	27,0	(0,4)	1,6	2,0
Cíclicos	13,4	1,0	1,1	0,1	(1,0)

(\*) 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.

La caída de la inflación de 3,7 puntos porcentuales en los últimos 12 meses es atribuible, en especial, a los bienes transables que aportan el 73% de la caída (2,7 puntos porcentuales), mientras que el grupo de no transables explica el restante 27% (un punto porcentual). Dentro de los no transables se destaca el comportamiento inflacionario de los flexibles, subgrupo que contribuyó a incrementar la inflación en dos puntos porcentuales. Esta influencia inflacionaria fue contrarrestada por el grupo de indexados y cíclicos, cuyas contribuciones desaceleraron la inflación en 1,9 y en 1,0 puntos porcentuales, respectivamente.

El aporte significativo de los bienes transables a la reducción de la inflación fue posible en parte, por la caída en la mayoría de los precios internacionales de los “*commodities*”. Por otro lado, la presión inflacionaria originada en los precios de los flexibles obedeció al pobre comportamiento de su oferta en el período reciente, la cual se vio afectada principalmente por tres factores. En primer lugar, los bajos precios relativos de algunos productos agrícolas en 1999 desestimularon la siembras y produjeron la respuesta típica en el comportamiento cíclico de estos precios. En segundo lugar, las lluvias afectaron la oferta de algunos cultivos, tanto por los continuos derrumbes en algunas vías como por el exceso de humedad en cultivos de poca exigencia hídrica. En tercer lugar, la escasez de crédito en parte generada por la crisis de la banca pública.

## B. ÍNDICE DE PRECIOS DEL PRODUCTOR

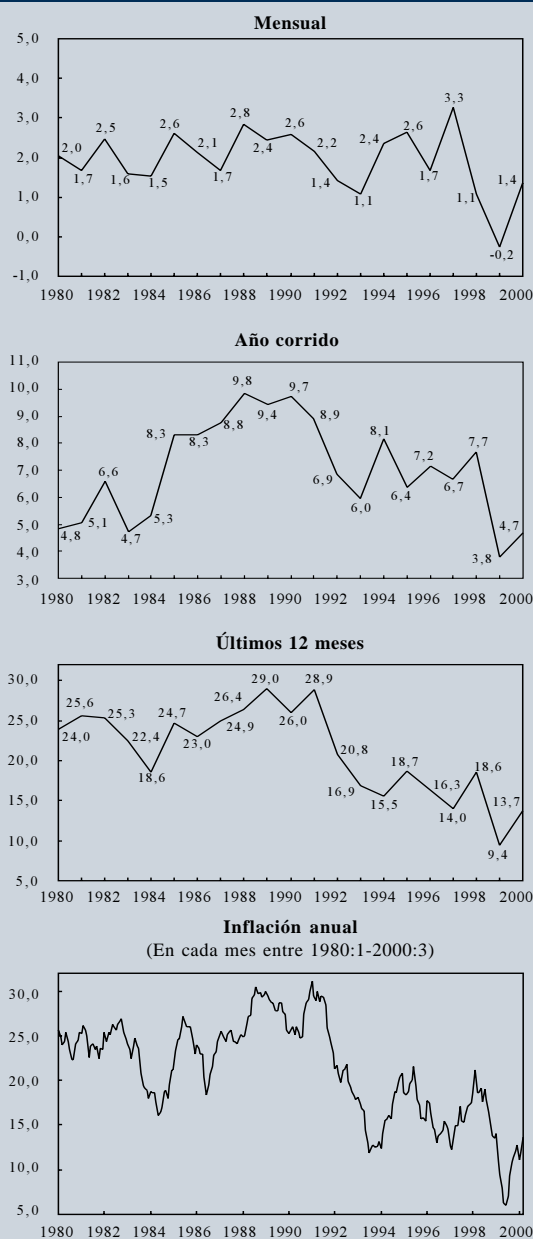
### Comportamiento general

El índice de precios del productor (IPP) en los últimos 12 meses presentó un crecimiento de 13,7%, superior en 4,3 puntos porcentuales al registro de marzo de 1999, siendo la segunda tasa de crecimiento anual más baja para un marzo desde 1972. En el año corrido a marzo, el IPP alcanzó una variación de 4,7%, 0,9 puntos porcentuales superior al

registro para el mismo período del año pasado (3,8%). El crecimiento mensual de precios del productor en el mes de marzo fue de 1,4%, cifra superior a la observada en el mismo mes de 1999 (-0,2%) (Cuadro 1 y Gráfico 4).

Dentro de la clasificación por procedencia de los bienes, el grupo de importados (18,7%) registró el mayor

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



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

repunte de precios durante los últimos 12 meses. Por su parte, el grupo de producidos y consumidos creció a una tasa de (12,6%) (Cuadro 1). En la clasificación CIU

sobresale el aumento en los precios de la minería (32,6%) y agricultura 18,4%. La industria, con un 12,1% de ajuste de precios, fue el grupo que menos creció.

## ¿QUÉ TAN DIFERENTES SON EL IPC Y EL IPP?

Con frecuencia se considera que el Índice de Precios del Productor (IPP) anticipa la evolución futura del Índice de Precios al Consumidor (IPC). Como veremos a continuación, la anterior aseveración puede resultar poco rigurosa y ligera porque existen claras diferencias metodológicas entre el IPC y el IPP. Solamente cuando depuramos ambos índices para hacerlos comparables se encuentra una relación robusta entre uno y otro, de acuerdo con los resultados de un estudio reciente<sup>1</sup>.

### Diferencias metodológicas y conceptuales entre el IPC y el IPP

Existen importantes diferencias de carácter metodológico y conceptual que hacen difícil comparar el IPC y el IPP. A continuación se enuncian las principales.

- El IPC es un índice que cuantifica cada uno de los precios de los bienes y servicios de consumo masivo, y, en conjunto, determina la evolución en el precio de una canasta fija de consumo. Los diferentes artículos y servicios que componen la canasta del consumidor actual (base diciembre de 1998=100) se obtuvieron de la Encuesta de Ingresos y Gastos del DANE, 1994-1995. Por su parte, el IPP computa los precios, en su primer nivel de venta, de una canasta de bienes que forman parte de la oferta interna total de la economía (producidos y consumidos e importados). La canasta vigente del IPP (base junio de 1999=100) y su estructura de ponderaciones se seleccionaron con base en las cuentas nacionales de 1994.
- La cobertura geográfica de los dos índices es nacional. Sin embargo, el IPC se calcula a partir de la información de precios recolectada en 13 ciudades, para las cuales se construye un IPC total nacional. Por su parte, el IPP utiliza numerosas fuentes ubicadas en diversas regiones del país (pueden abarcar un máximo de 18 ciudades dependiendo del producto). De aquí la dificultad de construir un IPP por ciudades o regiones, dado que la producción de ciertos bienes se concentra en pocas zonas del país.
- En el IPC el precio de un bien o servicio específico es la suma ponderada de los precios del bien en las 13 ciudades, mientras que en el IPP el precio de un artículo es el promedio simple no ponderado del precio observado en varias ciudades<sup>2</sup>.
- El IPC incluye en su canasta servicios en general (públicos, hospitalarios, educativos, técnico-profesionales, financieros, etc.), los cuales no se incorporan en la cesta del IPP. Por su parte, el IPP tiene un fuerte componente industrial e incluso minero, los cuales no hacen parte de la canasta del IPC (v. gr. maderas en bruto, químicos en general, textiles en bruto, metales en bruto, explotaciones mineras de carbón, gas, petróleo, etc.).

- La diferencia en el tamaño de las canastas es significativa. El universo del IPP (bienes producidos, consumidos e importados) está compuesto por 730 descripciones, mientras que el del IPC lo conforman 405 bienes y servicios.
- El sistema de ponderaciones es una importante diferencia entre los índices. Mientras el IPC posee una ponderación por ítem, el IPP por artículo puede tener hasta cinco ponderaciones. Por ejemplo, los productos plásticos poseen una ponderación total para producidos y consumidos, y una total para importados. Al sumar las dos ponderaciones se obtiene el peso total del producto en la canasta. También, para cada procedencia (producido y consumido, e importado) los productos plásticos poseen una ponderación para consumo intermedio, consumo final, bienes de capital y materiales de construcción.
- Por último, la importancia relativa del mismo bien en cualquiera de las dos canastas puede ser muy diferente. Este es el caso del café, el cual recibe una ponderación alta en el IPP y baja en el IPC, o el de la carne, con un alto peso en el IPC pero bajo en el IPP.

#### Diferencias en la evolución del IPP y el IPC

El IPP se calcula desde 1990. Con anterioridad a esta fecha, el Banco de la República producía el Índice de Precios al por Mayor (IPM). El IPM recolectaba información de los productores y distribuidores mayoristas, mezclándose los diferentes canales de distribución y comercialización, generando heterogeneidad en el origen de la información. Con el IPP se alcanza una definición conceptual más clara al estimar los precios del productor en su primer nivel de comercialización. Como se ilustra en el Gráfico, panel izquierdo, mientras el IPM estuvo vigente, su comportamiento fue similar al del IPC. Sin embargo, desde enero de 1991, fecha del nacimiento del IPP, los dos indicadores se han mostrado menos parecidos, y en promedio, las variaciones del IPP han sido inferiores a las del IPC.

¿Qué explica las diferencias entre estos dos indicadores? La introducción en 1991 del IPP en reemplazo del IPM amplió la brecha entre estos indicadores de precios. El IPP es más lejano que el IPM al concepto de "canasta del consumidor", en términos de las cadenas de comercialización. Entre un precio mayorista (como los analizados por el IPM) y un precio minorista (de los contemplados en el IPC) existen menos intermediarios en la transmisión de los mismos, que entre el precio del productor (IPP) y el del consumidor (IPC). Esta ampliación en el número de intermediarios en la comercialización de los productos hace que el IPP y el IPC se parezcan menos, como se aprecia en el panel izquierdo del Gráfico.

¿Por qué razón el IPP se ha mantenido por debajo del IPC en buena parte de la última década? En esencia esta explicación se encuentra en la evolución de los servicios. Este grupo del IPC con anterioridad a 1991 presentó moderados incrementos en sus precios, lo cual generó un menor ritmo de crecimiento en el IPC (Gráfico). Por el contrario, a partir de 1991, las tarifas de los servicios públicos han venido aumentando a un ritmo superior que el observado en los demás bienes de la canasta, en parte, debido al programa de actualización de tarifas y desmonte de subsidios, con el consecuente repunte en el crecimiento del IPC.

¿Qué comparación es válida entre el IPC y el IPP? Para ilustrar este punto veamos el Gráfico panel derecho. En él se aprecia las tendencias de las variaciones del IPC e IPP depurados. Al

IPC se le quitan los servicios, ítems que no aparecen en el IPP. Por su parte, del IPP se toma aquellos bienes no utilizados como materia prima, denominados de consumo final. Al comparar la evolución del crecimiento anual del IPC sin servicios y del IPP consumo final se aprecia una convergencia entre ambos indicadores. Sus dinámicas resultan muy parecidas y ningún indicador se vuelve permanentemente mayor o menor que el otro. Esta comparación conceptualmente más adecuada entre el IPC y el IPP nos permite concluir que las dos canastas son diferentes y que un ejercicio de comparación debe excluir: del IPC los servicios, y del IPP todo aquello que no tenga como destino el consumo final.

¿Cuál es el posible efecto de la devaluación en el IPC y el IPP? De acuerdo con el Cuadro, el IPC es menos transable hoy que en el pasado. Esto se explica porque en la canasta del consumidor han venido ganando participación los servicios. Mientras en diciembre de 1988 los servicios representaban el 35,9% del gasto en consumo de los hogares, en 1998 dicha participación se incrementó a un 47,2%. Este mayor peso de los servicios dentro de la cesta de consumo es reflejo de nuevos servicios que antes no se contemplaban (v. gr. los financieros que actualmente pesan el 3% de la canasta) y de los significativos reajustes en las ponderaciones (v. gr. en los servicios personales, enseñanza y transporte). Como el sector de servicios en la economía es, en esencia, no transable y se torna cada vez más importante, se puede afirmar que la transmisión de incrementos de precios originada por mayores devaluaciones del peso se ha debilitado en el caso del IPC.

**CUADRO**  
**ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR**

Descripción	IPC60	IPC98
<b>Total</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
IPC no servicios	64,1	52,8
IPC servicios	35,9	47,2
Estatales	5,5	5,9
Personales	3,5	6,7
Enseñanza	3,3	5,4
Transporte	3,4	5,3
Parqueadero	0,0	0,1
Arriendos	20,1	20,7
Financieros	0,0	3,0

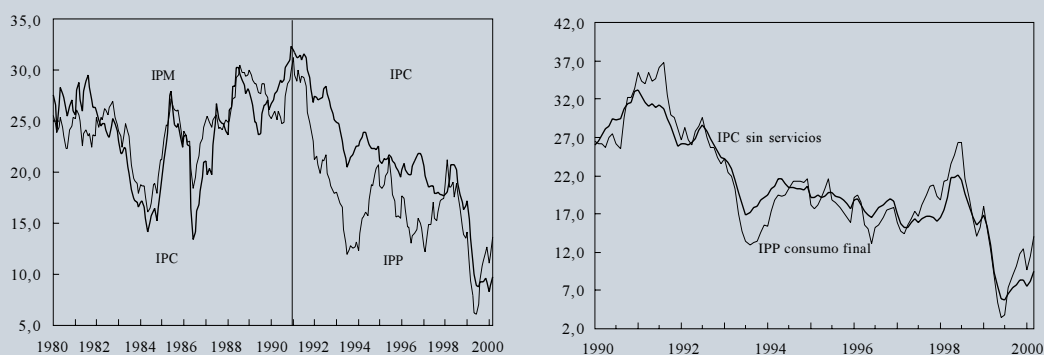
Por el contrario, la canasta del IPP es en su mayoría transable y ha venido intensificando su grado de transabilidad como consecuencia de la apertura económica. Esta tendencia se aprecia, por ejemplo, en los importados cuyo peso avanzó de 16,1% (IPP base diciembre, 1990 = 100) a 23,7% (IPP base junio de 1999 = 100). De esta manera, buena parte de los artículos del IPP tienen una relación directa con los precios internacionales, lo cual implica en la práctica la posibilidad de que la devaluación se transfiera en mayor medida a la inflación del productor.

La relación entre las dos canastas y la devaluación se percibe en el Gráfico. En los últimos 12 meses, período en el cual la devaluación alcanzó un 27,3%, se aprecia un mayor repunte en los

precios del IPP desde el segundo semestre de 1999 que aquel observado en el IPC. La mayor influencia que ejerció la devaluación en los últimos 12 meses sobre el IPP originó que por primera vez desde 1990, de una manera consistente, la inflación del productor se situara por encima de la inflación al consumidor<sup>3</sup>.

¿Qué tipo de relación de causalidad existe entre el IPC y el IPP? De acuerdo con los resultados de un reciente estudio realizado en el Banco de la República, el cual utilizó técnicas econométricas de cointegración, se encontraron tendencias comunes directas (que reaccionan en el mismo sentido) en el largo plazo entre las variaciones anuales del IPC sin servicios y las del IPP consumo final. Una prueba adicional consistió en identificar cuál de las dos series causa la otra, es decir, qué serie permite anticipar el comportamiento de la otra (véase nota 1). Los resultados muestran una causalidad en ambos sentidos, es decir, tanto las variaciones en el IPP causan las del IPC como también en sentido inverso. Por último, se realizó una prueba de hipótesis con el propósito de establecer si entre los dos indicadores de precios existe una relación de largo plazo uno a uno, o sea, si un cambio de 1% en uno de los indicadores genera una modificación de igual magnitud en el otro indicador. Dicha prueba no se rechazó al 91%, lo que sugiere que existe una alta probabilidad de que en el largo plazo las dos series tiendan a presentar la misma magnitud en las variaciones, siendo los factores de corto plazo los que explican las diferencias en algunos períodos entre las variaciones de los dos índices.

**GRÁFICO**  
**EVOLUCIÓN DE PRECIOS**  
(VARIACIONES ANUALES)



<sup>1</sup> Urrutia Montoya, Miguel (1999). Nota Editorial. "Relación entre el índice de precios del productor (IPP) y el índice de precios al consumidor (IPC)", en Revista del Banco de la República, número 865, noviembre.

<sup>2</sup> Algunos alimentos primarios del IPP son el resultado de una suma ponderada de sus precios en varias regiones. De otra parte, la diferencia de cálculo entre el IPC y el IPP en este nivel es importante, dado que un bien una variación en su precio en una ciudad con ponderación baja no dispara significativamente el nivel del precio promedio nacional. Por el contrario, un fuerte repunte en el IPP nacional puede explicarse por un incremento significativo en el precio de un bien en una ciudad pequeña, la cual se promedia aritméticamente con el resto de ciudades.

<sup>3</sup> En un reciente estudio, Rincón, Hernán, (1999). "Devaluación y precios agregados en Colombia", mimeo, Banco de la República, encontró que para el período 1980-1998 la elasticidad de largo plazo de las variaciones de la tasa de cambio nominal a los precios de importación y de exportación es de 0,84 y 0,64, respectivamente, mientras que la elasticidad de largo plazo de los precios de importación sobre el nivel general de precios es de 0,12. Los precios de importación y exportación se obtuvieron del IPP, mientras que los precios del nivel general de la economía corresponden a los del IPC.



## EL PRECIO DE LA PAPA Y LA INFLACIÓN PARA EL AÑO 2000

En Colombia, buena parte de las variaciones transitorias de la inflación tienen su explicación en las fluctuaciones en el precio de los alimentos de origen primario. Dentro de este grupo sobresale la papa, por ser un producto con un precio muy variable y un peso relativamente importante en la canasta familiar (1%).

### El patrón estacional

La papa, como sucede con la gran mayoría de productos primarios, presenta una marcada estacionalidad en su oferta. Este patrón de comportamiento de la producción determina la evolución de precios en el año. Durante los meses de marzo, abril y mayo suele presentarse una escasez temporal en la oferta de papa, reflejo de las menores siembras que hacen los agricultores durante los meses de octubre, noviembre y diciembre<sup>1</sup>. La mayor cosecha se presenta en el segundo semestre, entre los meses de agosto y septiembre, resultado de las siembras más abundantes durante marzo, abril y mayo, meses en los cuales se presenta una mejor distribución de lluvias y un mayor nivel de pluviosidad, lo que favorece el cultivo. En promedio, en el primer semestre se cosecha el 35% de la producción de todo el año, mientras que en el segundo semestre se recolecta el 65% de la cosecha. Como reflejo de los períodos de cosecha y recolección, la estacionalidad de precios de la papa muestra un comportamiento promedio creciente durante el primer semestre del año, para luego decrecer en el segundo (Gráfico 1).

### El comportamiento del precio durante el año 2000

En el Gráfico 2 se observa que el patrón estacional del precio de la papa durante el año 2000 ha sido más acentuado que el promedio. En consecuencia, el crecimiento anual de los precios de este tubérculo a marzo de 2000 fue de 138% y el crecimiento para el año corrido fue de 102%. La contribución de la papa a la inflación en los últimos 12 meses fue de 1,0 punto porcentual, explicando el 10,7% del incremento de precios en este período. En el primer trimestre, su contribución a la inflación fue de 1,3 puntos porcentuales, explicando el 23,2% de la inflación de este período. Si se excluye el precio de la papa del cálculo del IPC, la inflación anual habría sido en marzo del 8,6% y no del 9,7%. Así mismo, la inflación del primer trimestre habría sido 4,4% y no 5,4%.

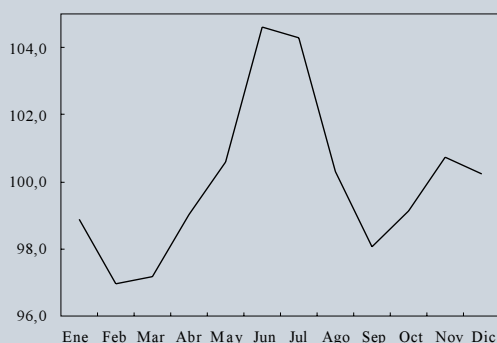
El año pasado se presentaron factores que afectaron la oferta y que han contribuido a generar incrementos más pronunciados en los precios de la papa en los primeros meses de 2000, de los que se esperarían en circunstancias normales. La escasez de fuentes de financiamiento y la sustancial erosión del precio de la papa, condujeron a una reducción del área sembrada cercana al 20% en el segundo semestre de 1999, según Fedepapa.

La menor disponibilidad de crédito fue, en parte, consecuencia del proceso de transición de la Caja Agraria al Banco Agrario, el cual implicó el cierre de 151 oficinas y dificultades temporales en la irrigación de crédito durante el segundo semestre de 1999, sobre todo para el pequeño campesino, precisamente quien suele representar al productor promedio de papa. Por otro lado, la caída en el precio del tubérculo durante el segundo semestre de 1998 y todo 1999 (Gráfico 2) desestimuló las nuevas siembras y provocó el traslado de algunos agricultores a otras actividades del campo.

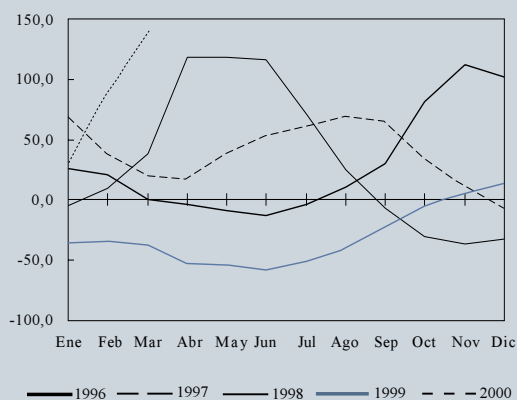
## Perspectivas para el resto del año 2000

A juzgar por la estacionalidad de la oferta y por los altos precios de estos primeros meses, el segundo semestre de este año se caracterizará por una abundante oferta de papa con precios a la baja y una moderada incidencia sobre la inflación del año 2000. Es usual que cuando se presenta una estacionalidad marcada al alza en el precio de este producto durante el primer semestre del año, en el segundo, se presenta un desplome del precio igualmente significativo. Este comportamiento es típico porque después de incrementos sustanciales en el precio del tubérculo la reacción inmediata del agricultor es incrementar el área sembrada, lo cual implica una recuperación de la oferta y una disminución del precio en el siguiente semestre, una vez recogida la cosecha. Además de este comportamiento típico, se espera que en el primer semestre de 2000 se normalice la asignación del crédito por parte del Banco Agrario, lo cual debe redundar en una mayor oferta. 1998 es un año que ilustra la posible senda del comportamiento del precio de este tubérculo en el presente año. Durante el primer semestre de 1998 el precio anual del tubérculo se incrementó por encima del 100%, para luego desplomarse en la segunda mitad del mismo año y terminar con tasas de crecimiento negativas cercanas al 40%.

**GRÁFICO 1**  
**ÍNDICE ESTACIONAL DEL IPC DE LA PAPA**  
(FACTOR ESTACIONAL)



**GRÁFICO 2**  
**IPC DE LA PAPA**  
(VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL)



<sup>1</sup> Es importante señalar que la papa es un cultivo de ciclo vegetativo corto. La recolección del tubérculo empieza entre el quinto y sexto mes después de su siembra.

## DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN

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

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

#### 1. Agregados monetarios

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

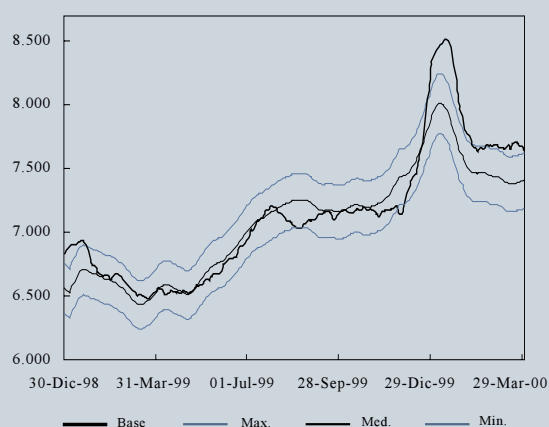
#### Base monetaria

La base monetaria al 31 de marzo se situó en \$7.132 miles de millones (mm), con una tasa de crecimiento durante el año completo de 3,6%. Frente al corredor indicativo, su promedio móvil diario de orden 20 finalizó justo en el límite superior (Gráfico 5).

En marzo, la tasa de crecimiento anual del saldo promedio de la base monetaria fue de 15,3%, 8,9 puntos porcentuales menor que el crecimiento presentado en el mes de diciembre de 1999. Por usos de la base monetaria, su comportamiento se explica por la reducción de la tasa de crecimiento anual de la reserva que pasó de 23,7% a -4,9%. Esta caída no fue compensada por el mayor ritmo de crecimiento del efectivo, el cual pasó de 24,5% a 30,4% (Gráfico 6).

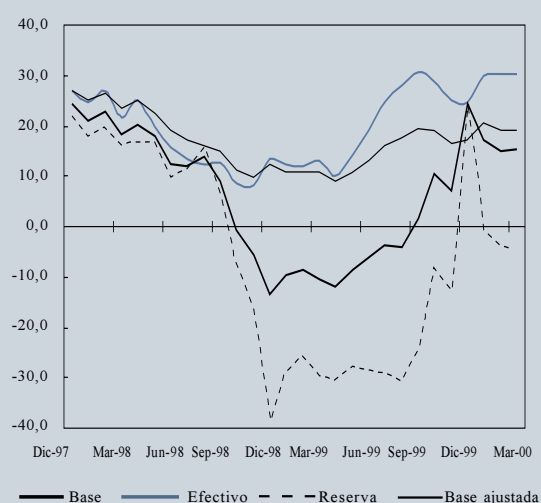
La tasa de crecimiento anual promedio de la base monetaria ajustada, en marzo fue de 18,9%, 1,7 puntos porcentuales menor que la presentada en diciembre de 1999. La base ajustada resulta de corregir la

**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.

base por los requisitos de encaje. Esto se hace aplicando a los pasivos sujetos a encaje (PSE) la estructura actual de encaje promedio (4,6%).

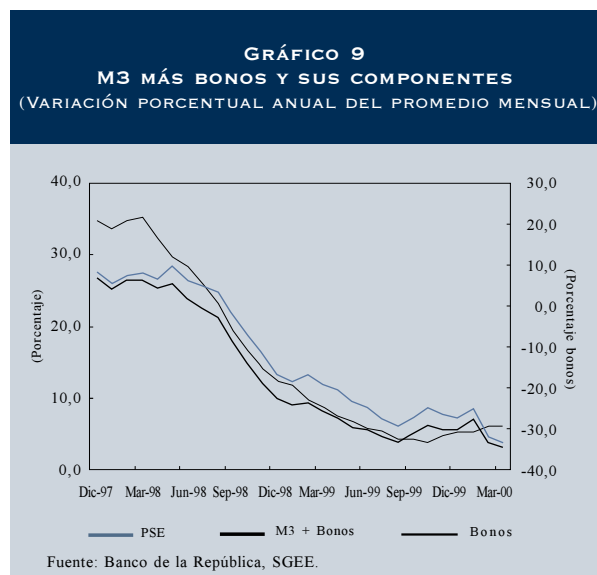
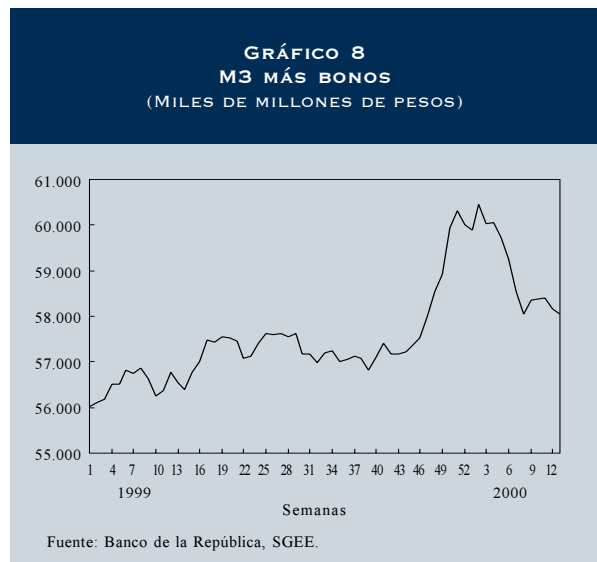
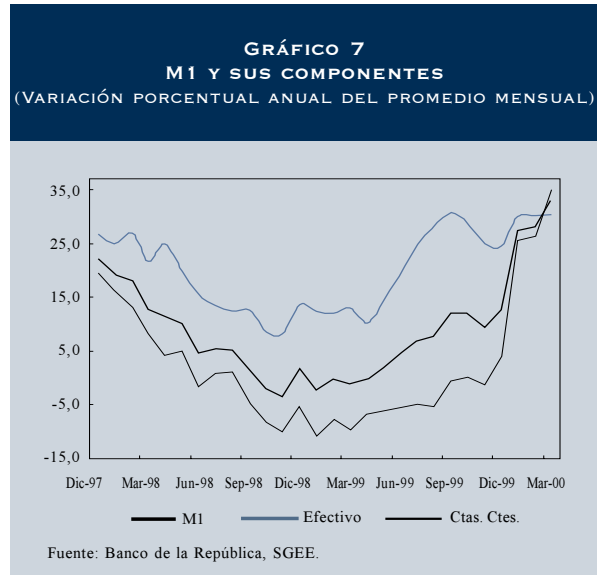
### Medios de pago M1

El saldo de M1 al 31 de marzo cerró en \$11.793 mm con una variación durante el año completo de 35,4%. Su tasa de crecimiento anual de su saldo promedio en este mismo mes se incrementó frente a la registrada en diciembre de 1999 de 12,5% a 32,9%. Este comportamiento se explica por los mayores ritmos de crecimiento tanto del efectivo (ya mencionado) como de las cuentas corrientes, estas últimas pasan de crecer de 3,9% en diciembre a 34,9% en marzo (Gráfico 7).

### M3 más bonos

El agregado monetario más amplio de liquidez, M3 más bonos, se situó el 31 de marzo en \$58.049 mm con una tasa de crecimiento anual de 2,7% (Gráfico 8). La tasa de crecimiento anual de su saldo promedio en marzo fue menor que la de diciembre de 1999, al pasar de 5,6% a 3,1%. Esta reducción se explica, principalmente, por el menor ritmo de crecimiento observado en los PSE, cuyo crecimiento anual pasó de 7,3% en diciembre de 1999 a 3,7% en marzo (Gráfico 9). Esta caída se explica, por las menores tasas de crecimiento de los CDT y las cuentas de ahorro que pasaron de 3,2% y 15,8% a -6,5% y 13,1%, respectivamente (Gráfico 10).

El multiplicador monetario promedio de M3 más bonos entre diciembre de 1999 y marzo se incrementó de 6,954 a 7,708. Este comportamiento se asocia a los menores coeficientes de efectivo y de reserva, los cuales pasaron de 0,100 y 0,058 a 0,092 y 0,050, respectivamente (Gráfico 11). Debe señalarse, sin embargo, que el nivel del multiplicador observado en diciembre fue bajo comparado con los niveles observados para esta variable en el último año y medio, y que ello obedeció al gran crecimiento de la base monetaria sin ajustar al finalizar el año a raíz de las precauciones que se tomaron para enfrentar el problema informático derivado del cambio de siglo (Y2K).



## Crédito

El saldo de la cartera neta total del sistema financiero, en moneda nacional y moneda extranjera, ascendió el 31 de marzo a \$48.101 mm con un crecimiento de -6,6% anual y de -4,6% para el año corrido. En moneda nacional, su tasa de crecimiento anual fue -4,2% y en moneda extranjera -26,4%. La tasa de crecimiento anual de la cartera en moneda extranjera equivalente en dólares fue de -42,2%.

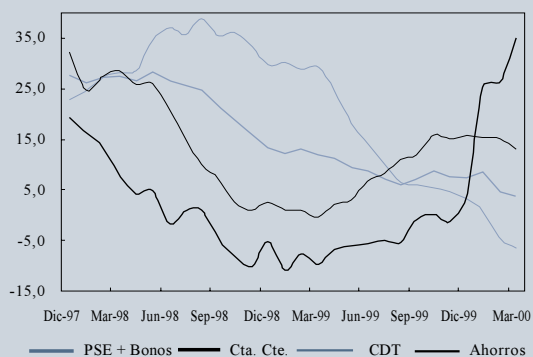
Por su parte, el saldo de la cartera bruta nominal en moneda nacional para el conjunto de intermediarios financieros en el mes de marzo creció a una tasa anual de -2,9%, inferior a la que se registró en diciembre de 1999 (1,1%). Sin incluir corporaciones de ahorro y vivienda (CAV), el crecimiento nominal anual de la cartera bruta en moneda nacional (resto del sistema) fue de -1,3%, inferior al observado en diciembre (1,0%). La cartera bruta de las CAV en moneda nacional pasó de crecer 1,8% en diciembre a -11,1% en marzo (Gráfico 12).

En términos reales, la tasa de crecimiento del saldo promedio de la cartera bruta en moneda nacional para el sistema financiero se redujo en marzo, frente a la de diciembre de 1999 de -7,4% a -11,5%. Al excluirle las CAV, la tasa de crecimiento de la cartera restante se redujo de -7,6% a -10,0% (Gráfico 13).

Se hizo un ejercicio adicional para analizar el comportamiento de la cartera del sistema financiero por tipo de intermediario. Los agregados de cartera neta se clasificaron en cuatro grupos. En el primero, se tomó la cartera total del sistema financiero privado sin incluir Davivienda, Colpatría y las CAV privadas. En el segundo grupo, se clasificó la cartera del sistema financiero público sin incluir la banca hipotecaria oficial (Bancafé, BCH y Granahorrar). Los dos grupos adicionales corresponden a las CAV privadas incluidas Davivienda, Colpatría y la banca hipotecaria oficial.

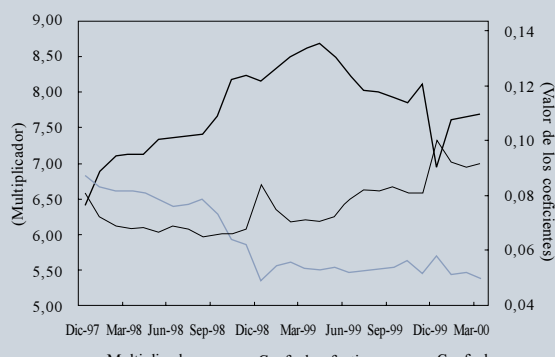
El Gráfico 14 presenta la tasa de crecimiento anual del saldo promedio de la cartera nominal total, incluyendo moneda nacional y extranjera, para los cuatro agregados. Como se puede ver, los cuatro agregados

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



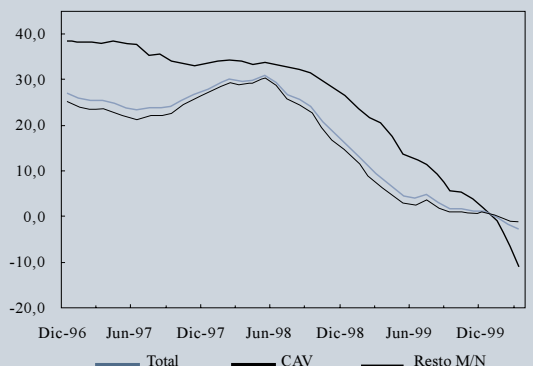
Fuente: Banco de la República, SGEE.

**GRÁFICO 11**  
**MULTIPLICADOR DE M3 MÁS BONOS**



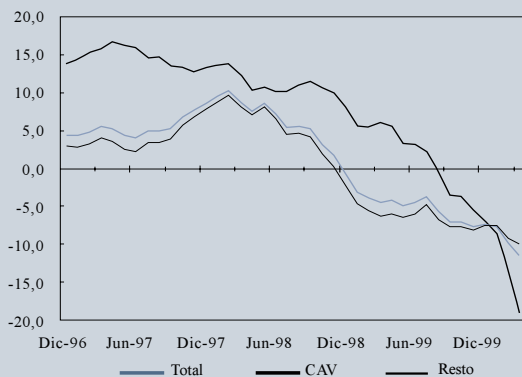
Fuente: Banco de la República, SGEE.

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



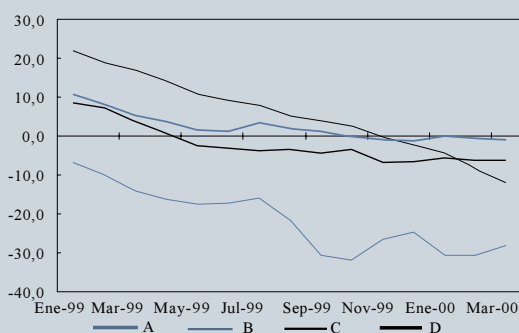
Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

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



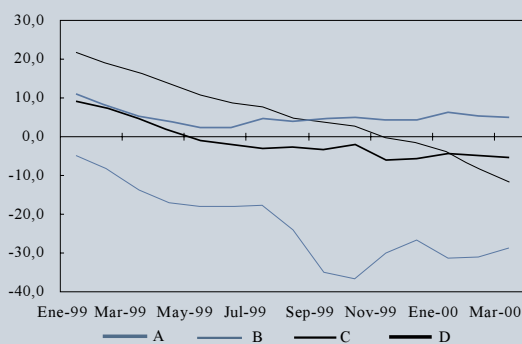
Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

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



A: Privado sin CAV privadas Davivienda y Colpatría. B: Público sin banca hipotecaria.  
 C: CAV privadas más Davivienda y Colpatría. D: Banca hipotecaria oficial.  
 Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

**GRÁFICO 15**  
**CARTERA TOTAL, MONEDA NACIONAL**  
**(VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL DEL PROMEDIO MENSUAL)**



A: Privado sin CAV privadas Davivienda y Colpatría. B: Público sin banca hipotecaria.  
 C: CAV privadas más Davivienda y Colpatría. D: Banca hipotecaria oficial.  
 Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

registraron una disminución en sus tasas de crecimiento durante 1999 y principios de 2000. Sin embargo, la menor reducción corresponde al sistema financiero privado excluyendo las CAV privadas, Davivienda y Colpatría.

En el Gráfico 15 se exhibe la tasa de crecimiento anual de la cartera nominal en moneda nacional únicamente, para las cuatro agregaciones. Como se puede ver, el crecimiento anual de la cartera del sistema financiero privado sin CAV privadas, Davivienda y Colpatría, se estabilizó alrededor de 5,2%, sin registrar ninguna tendencia clara ni al alza ni a la baja en los últimos tres meses. Para este mismo período, la cartera real de los demás agregados siguió contrayéndose, y en el caso de la de las CAV privadas más Davivienda y Colpatría el ritmo de contracción inclusive se aceleró.

## 2. Tasas de interés

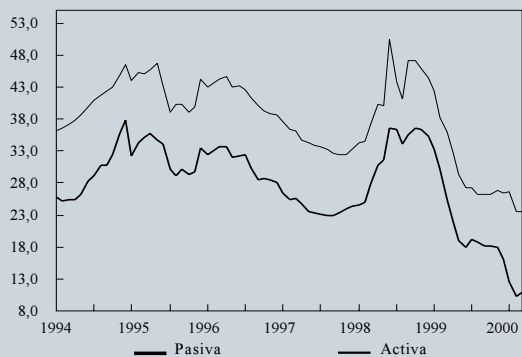
La tasa de captación medida por el DTF<sup>7</sup> se ubicó al cierre de marzo de 2000 en 10,9%. Por su parte, la tasa de colocación cerró en 23,6%. La diferencia entre ambas tasas fue de 12,7 puntos porcentuales, superior en 2,3 puntos a la diferencia que se registró en el trimestre anterior (gráficos 16 y 17). De otro lado, la tasa de interés interbancaria estuvo durante el mes, en promedio, en 9,4% (Gráfico 18).

A febrero, el margen financiero (*ex-post*), definido como la diferencia entre ingresos financieros y egresos financieros sobre el activo promedio, fue de 6,4%. En diciembre de 1999 este indicador fue 5,8%, en tanto que en febrero de ese mismo año fue de 4,8%.

La tasa real (*ex-post*) de captación pasó de 6,2% al final del trimestre anterior a 1,1% al cierre de marzo. Por su parte, la tasa real de colocación pasó de 15,7% a 12,6% en igual período (Gráfico 19). Ambas tasas se mantienen por debajo de sus niveles históricos promedio.

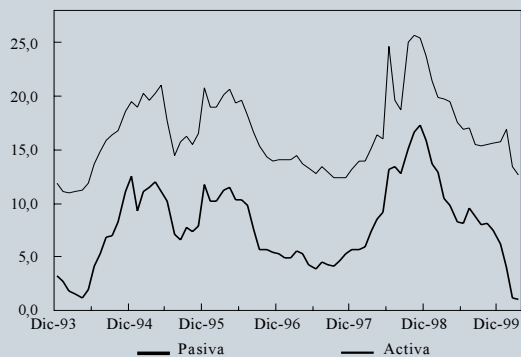
<sup>7</sup> DTF: es el promedio semanal de la tasa de captación de los certificados de depósito a término (CDT) a 90 días captados por el sistema financiero. Este indicador es calculado por el Banco de la República.

**GRÁFICO 16**  
TASAS DE INTERÉS ACTIVAS Y PASIVAS  
(TASA EFECTIVA ANUAL)



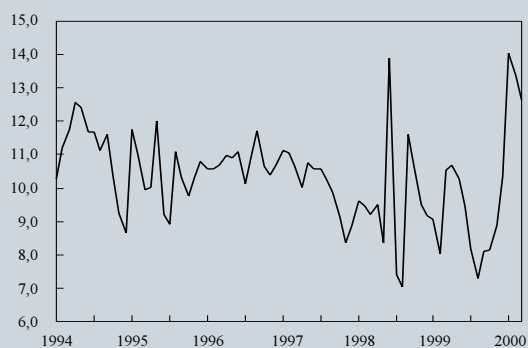
Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

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



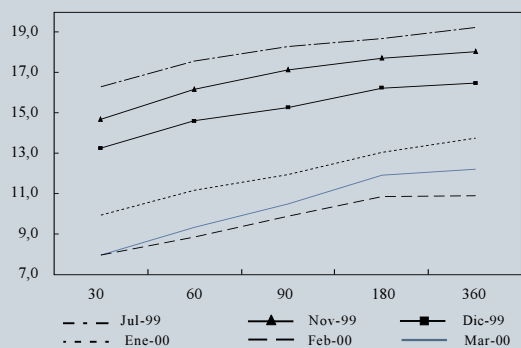
Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

**GRÁFICO 17**  
DIFERENCIA ENTRE TASA ACTIVA Y PASIVA  
DEL SISTEMA FINANCIERO  
(PORCENTAJE)



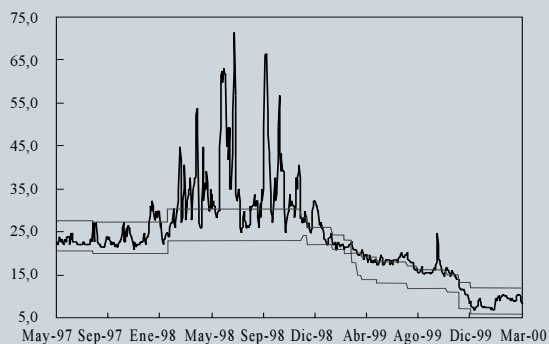
Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

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



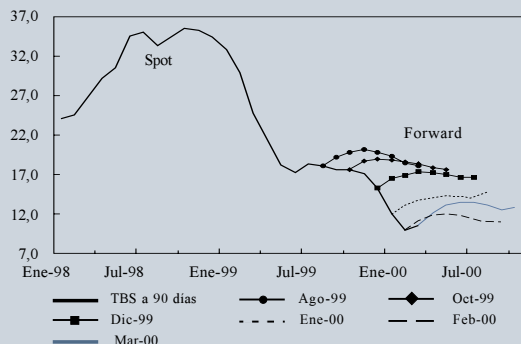
Fuente: Superintendencia Bancaria.

**GRÁFICO 18**  
FRANJA DE INTERVENCIÓN Y TIB  
1997:5-2000:3  
(PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

**GRÁFICO 21**  
PROYECCIÓN TBS A 90 DÍAS  
(PORCENTAJE)



Fuente: Superintendencia Bancaria.

El Gráfico 20 muestra cómo ha evolucionado la curva de rendimientos medida por la TBS<sup>8</sup> a diferentes plazos durante los últimos nueve meses. Entre julio y noviembre del año pasado la curva de rendimientos se mantuvo en un nivel constante entre el 15% y el 17% en los plazos más cortos y entre 18% y 20% en los plazos más largos. Sin embargo, a partir del mes de diciembre y hasta el de febrero de 2000, la curva de rendimientos cayó rápidamente hasta alcanzar niveles del 8% en los plazos cortos y 11% en los largos. En marzo, esta tendencia descendente se interrumpió, y se hicieron presentes algunos signos que podrían indicar que ha empezado a revertirse. En efecto, la pendiente de la curva de rendimientos aumentó considerablemente en este mes, lo cual podría interpretarse principalmente como una expectativa de aumento en la tasa de interés a 90 días en los plazos comprendidos entre 60 y 180 días.

En el Gráfico 21 se puede ver el comportamiento de las curvas *spot* y *forward* para los últimos nueve meses. La curva *spot* (línea gruesa) muestra que la tendencia a la baja de las tasas de interés a 90 días, que se presentó entre finales del año pasado y febrero del presente, se interrumpió durante el mes de marzo cuando dicha tasa repuntó ligeramente.

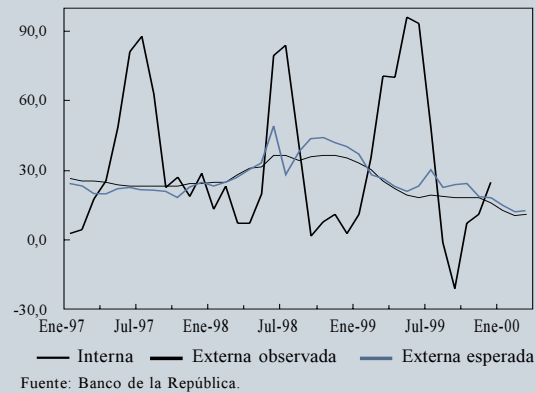
En cuanto a las curvas *forward* (líneas delgadas), cada uno de sus puntos muestra la expectativa de los agentes sobre la tasa a 90 días actualmente (primer punto), dentro de 30 días (segundo punto) y así sucesivamente hasta dentro de 360 días. Las curvas *forward* en los últimos meses han adquirido, o bien pendientes positivas, o formas de U invertidas, lo cual implica que las expectativas que el mercado tiene sobre la TBS a 90 días, por lo menos a los plazos comprendidos entre 30 y 180 días, son al alza.

### Diferenciales de rentabilidad

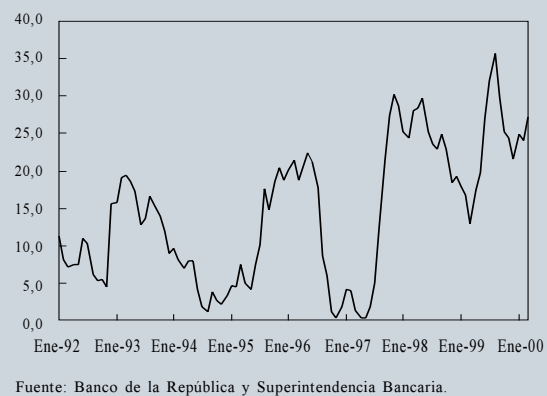
En esta sección se presenta el diferencial entre la rentabilidad externa y la rentabilidad interna. La rentabi-

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

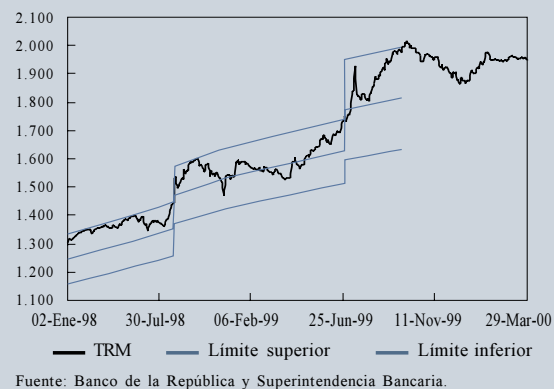
**GRÁFICO 22**  
**RENTABILIDAD EXTERNA E INTERNA ANUAL**  
**OBSERVADA VS ESPERADA**  
**(PORCENTAJE)**



**GRÁFICO 23**  
**DEVALUACIÓN NOMINAL ANUAL**  
**(PORCENTAJE)**

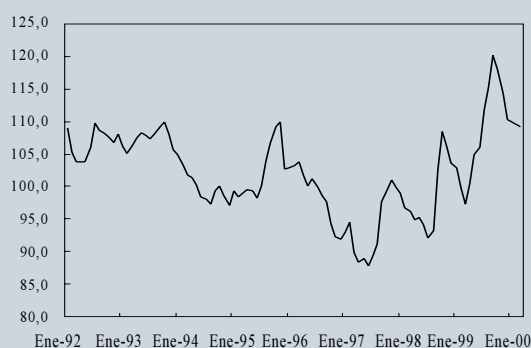


**GRÁFICO 24**  
**TASA REPRESENTATIVA DE MERCADO**  
**1998:1-2000:3**  
**(PESOS POR DÓLAR)**



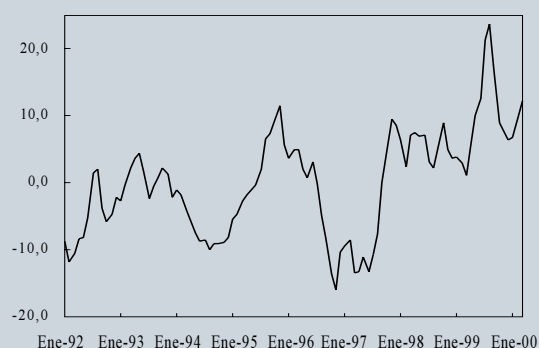


**GRÁFICO 25**  
**ÍNDICE DE LA TASA DE CAMBIO REAL,**  
**ITCR1 (1994 = 100)**  
 1992:1-2000:3



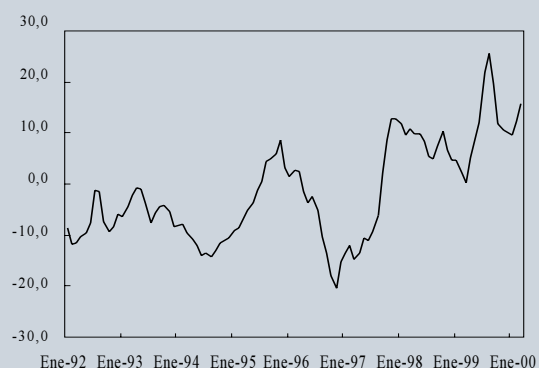
Fuente: Banco de la República, SGEE.

**GRÁFICO 26**  
**DEVALUACIÓN REAL ANUAL, ITCR1 (1994 = 100)**  
 1992:1-2000:3  
 (PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República, SGEE.

**GRÁFICO 27**  
**DEVALUACIÓN REAL ANUAL, ITCR3 (1994 = 100)**  
 1992:1-2000:3  
 (PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República, SGEE.

lidad externa se define como aquella que esperan obtener los inversionistas locales si deciden invertir en activos denominados en dólares. Su cálculo se efectúa sumando a la tasa de interés externa de referencia, 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 hechos por el sistema financiero. Como tasa externa de referencia se tomó la Libor a 90 días. Por último, la tasa interna de referencia que se utilizó fue la DTF.

En el Gráfico 22 se comparan la rentabilidad externa esperada, la rentabilidad de las inversiones internas (medida por la DTF) y la externa observada, la cual está rezagada tres meses. Durante el último año, la rentabilidad externa esperada ha sido mayor que la interna, aunque el diferencial disminuyó a partir de noviembre del año pasado. Como se aprecia en el Gráfico 22 la rentabilidad externa observada ha repuntado en los últimos tres meses, debido a la devaluación nominal del peso que se presentó en este período.

### 3. Tipo de cambio

La tasa de cambio, que cerró en diciembre de 1999 en \$1.873,8, comenzó el año 2000 con tendencias devaluacionistas de alguna magnitud, las cuales situaron al dólar para finales de enero (\$1.976,7) en niveles similares a los observados a mediados de octubre del año anterior. Sin embargo, a partir de febrero estas tendencias desaparecieron y la tasa de cambio entró en un terreno de relativa estabilidad, cerrando el primer trimestre en \$1.951 por dólar. A esta fecha, la devaluación anual era de 27,3% y la devaluación año corrido era de 4,2% (gráficos 23 y 24).

#### Tipo de cambio real

En promedio, la tasa de cambio real medida por el ITCR1 (1994 = 100), que se construye utilizando el IPP del país y de sus 20 socios comerciales, se ubicó durante marzo en 109,2. De esta manera tal indicador muestra una devaluación anual de 12,2% y una revaluación de 1% en lo corrido del año (gráficos 25 y 26).

Si se emplea el ITCR3 (1994 = 100), que se construye utilizando el IPC, se obtiene una devaluación anual a marzo de 15,7% y una revaluación de 1,8% en lo corrido de 2000 (Gráfico 27).

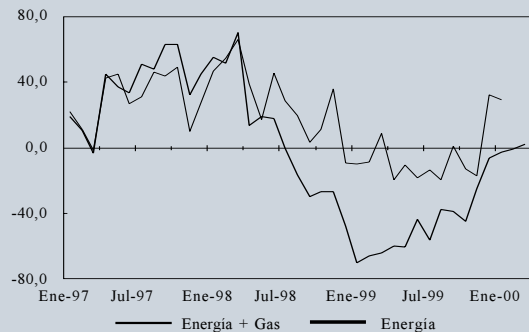
## B. OFERTA Y DEMANDA

Durante el primer trimestre del año 2000 se han reforzado las señales de reactivación económica que surgieron a partir del tercer trimestre de 1999. Con la información disponible en la actualidad, no se puede hablar todavía de una recuperación generalizada a todos los sectores por cuanto subsisten signos de recesión en algunos de ellos, particularmente en el sector de la construcción. Sin embargo, con la última información sobre actividad industrial suministrada por el DANE, quedó claro que la reactivación ya era evidente a finales del año pasado y que ha tendido a consolidarse en varios sectores clave -particularmente industria y comercio- durante el primer trimestre de este año.

Indicadores como el consumo de energía eléctrica han continuado mostrando señales alentadoras durante los tres primeros meses del año 2000. Es más, durante marzo se observaron crecimientos anuales positivos para el consumo mensual de energía eléctrica, superando así una prolongada fase de contracción que se inició a mediados de 1998 (Gráfico 28).

Los indicios de recuperación son incluso más claros si al consumo de energía eléctrica se adiciona el consumo de gas natural para uso industrial y residencial. Este ejercicio resulta oportuno si se tiene en cuenta que durante los dos últimos años se ha dado una fuerte sustitución en el uso de energía eléctrica por gas gracias a la extensión de las redes de gasoductos en varias de las ciudades del interior del país, incluida Bogotá. De hecho, el consumo de gas natural para uso residencial e industrial se incrementó en 1999 un 8% respecto a los niveles observados en 1998, siendo el consumo para uso residencial el más dinámico con un crecimiento anual de 22%. Lo anterior probablemente condujo a que la demanda de energía

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



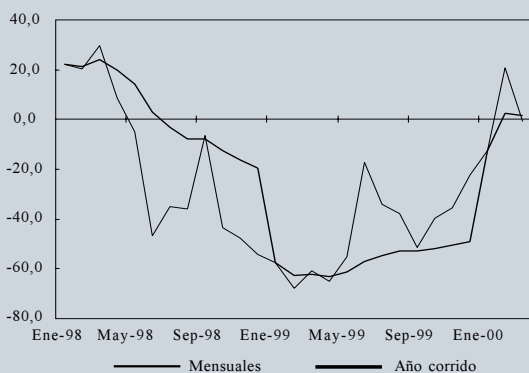
1/ Cifras de energía eléctrica hasta marzo de 2000.  
2/ Industrial y residencial.  
Fuente: ISA y Ecopetrol.

**GRÁFICO 29**  
VENTAS EFECTUADAS CON TARJETAS DE CRÉDITO TOTAL SISTEMA (VARIACIÓN PORCENTUAL NOMINAL ANUAL)



Fuente: VISA Colombia.

**GRÁFICO 30**  
VENTAS DE AUTOMÓVILES - AGREGADO PARA INDUSTRIA AUTOMOTRIZ, 1998:1-2000:3 (VARIACIONES ANUALES)



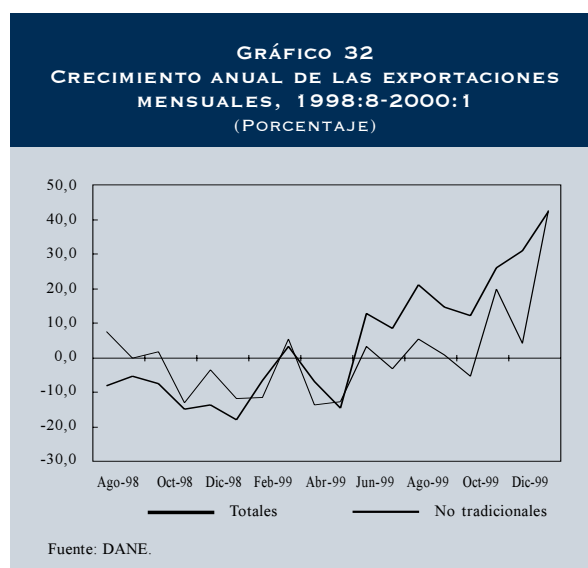
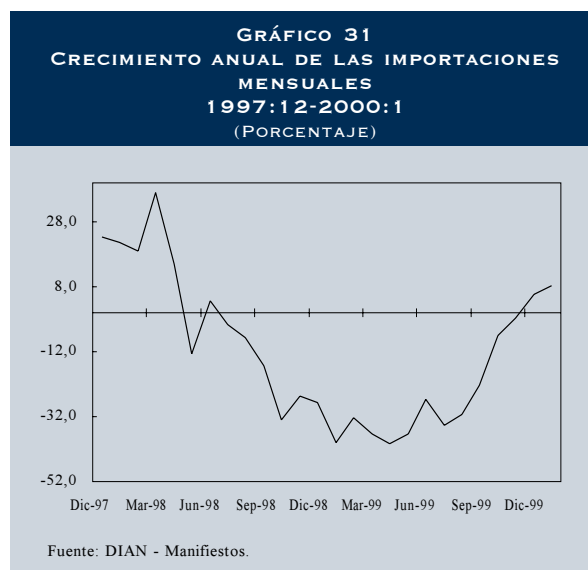
Fuente: DNP y Colmotores.

eléctrica tendiese a subestimar la demanda total de energía durante el último año, convirtiéndola en un indicador menos representativo de la actividad económica urbana y especialmente de las actividades relacionadas con el consumo en los hogares. Con cifras a enero, se observa cómo el agregado de consumo mensual de energía eléctrica más gas (medidas ambas en unidad térmica británica (UTB)) exhibió tasas de crecimiento anual positivas desde diciembre de 1999, habiendo sido la etapa de contracción de dicho agregado menos intensa y duradera que la de la energía eléctrica tomada aisladamente.

Además del consumo de energía, durante el primer trimestre también se han observado señales de recuperación en otras variables económicas. La más importante de ellas es sin duda alguna la producción industrial real, la cual mostró un crecimiento positivo a enero, de acuerdo con la información suministrada por varias fuentes. De igual manera, cifras como las ventas financiadas con tarjetas de crédito y las ventas de automóviles han vuelto a exhibir crecimientos anuales positivos durante estos primeros meses de 2000, después de un año y medio de contracción ininterrumpida (gráficos 29 y 30), y existen indicios de que el nivel de ventas registrado por varias empresas líderes en diferentes mercados repuntaron de manera importante durante el primer trimestre.

Los signos de reactivación también son claros en las variables externas. En enero de este año, las importaciones mensuales totales registraron su primer crecimiento anual positivo (8,5%) desde julio de 1998 (Gráfico 31), aunque es necesario reconocer que sus niveles siguen siendo muy bajos comparados con lo que fue usual observar entre 1995 y 1998. Así mismo, las exportaciones mostraron una sólida tendencia hacia la recuperación durante los últimos meses de 1999, la cual se ha mantenido durante el primer mes del año 2000. Es así como las exportaciones mensuales totales crecieron en este último mes a una tasa anual de 42% después de haberlo hecho a una de 23,3% durante el cuarto trimestre del año anterior.

El desempeño de las exportaciones es aún más significativo si se tiene en cuenta que no obedeció solamente a la recuperación de las exportaciones



petroleras, las cuales han crecido considerablemente durante el último año gracias a los altos precios del crudo (63%), sino que también es el resultado de un muy buen comportamiento de las exportaciones menores (Gráfico 32). En efecto, durante el cuarto trimestre de 1999 las exportaciones menores mensuales crecieron a una tasa anual del 5,6% y para enero su crecimiento anual fue de 43%. La recuperación de las exportaciones menores ha cobijado a la mayoría de las ramas de producción industrial, aunque en los últimos meses han sobresalido por su dinamismo las exportaciones de la industria química, la de artes gráficas, la de alimentos -impulsada en buena parte por azúcar y dulces-, la de plásticos y en menor medida la de textiles y confecciones.

Es de esperar que durante los próximos meses se mantengan condiciones favorables en los frentes externo e interno que permitan la consolidación de la actual reactivación económica. En primer lugar, es probable esperar que la demanda externa continúe siendo un factor acelerador del crecimiento gracias a que las exportaciones totales, y en especial las menores de origen industrial, deben mantener su actual senda de recuperación. Ello por cuanto el tipo de cambio se encuentra en un nivel competitivo, el cual debe conservar por un buen tiempo y además porque todo parece indicar que durante este año las economías de nuestros mercados de exportación crecerán a un ritmo satisfactorio y en todo caso superior al observado el año anterior. Debe señalarse, sin embargo, que resulta improbable que los altos ritmos de crecimiento observados en enero se mantengan hacia el futuro, en la medida en que ellos fueron el resultado de comparar las exportaciones de enero de este año con una base atípicamente baja como fueron las exportaciones de enero de 1999.

En segundo lugar, es previsible que las tendencias hacia la recuperación de la demanda interna se mantengan, por lo menos durante todo el primer semestre de 2000, gracias a las bajas tasas de interés real observadas durante los tres primeros meses del año. En cualquier caso, la validez plena de este escenario depende también de factores políticos, pues una inconveniente incertidumbre en este campo tendería a aplazar decisiones de inversión y de consumo que pueden resultar claves para garantizar un crecimiento económico satisfactorio.

### 1. Producto Interno Bruto (PIB)

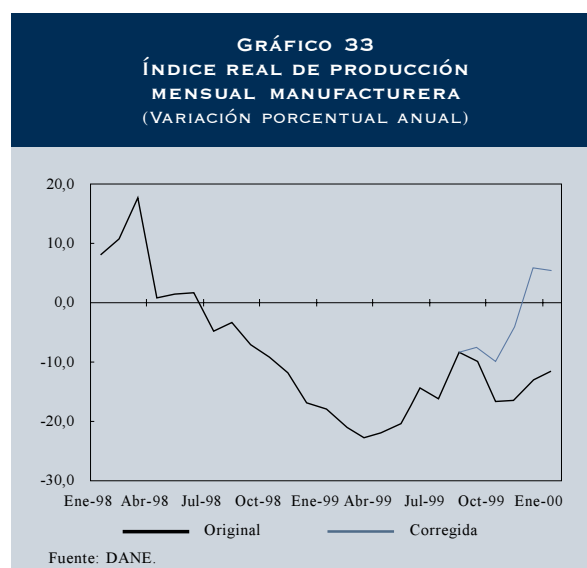
La revisión de las cifras de la industria efectuada recientemente por el DANE ha retrasado la presentación de nuevas estadísticas sobre el comportamiento del PIB trimestral para finales de 1999. En la actualidad todavía se manejan cifras oficiales que indican que el PIB se contrajo durante 1999 en 4,5%.

Para el año 2000 el Departamento Nacional de Planeación (DNP) mantiene su proyección de crecimiento en 3%. Esta cifra era un poco mayor que las estimaciones que en promedio mostraban varios analistas

independientes. Sin embargo, con las correcciones efectuadas a las cifras de la industria para enero, las proyecciones de los organismos privados han tendido a acercarse aún más a las proyecciones oficiales.

### 2. La industria

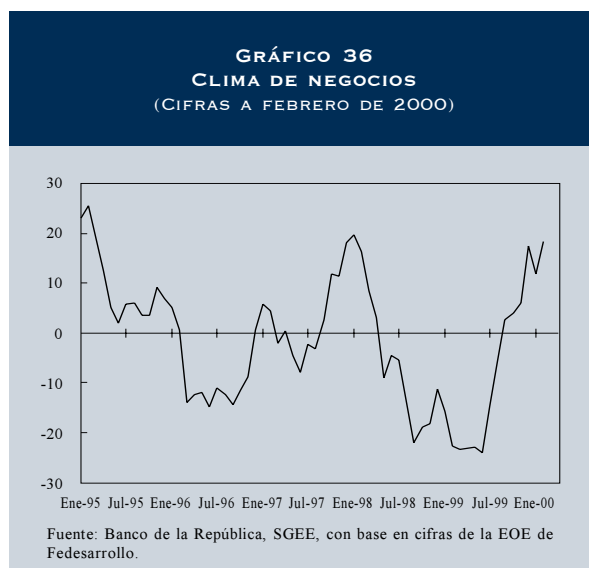
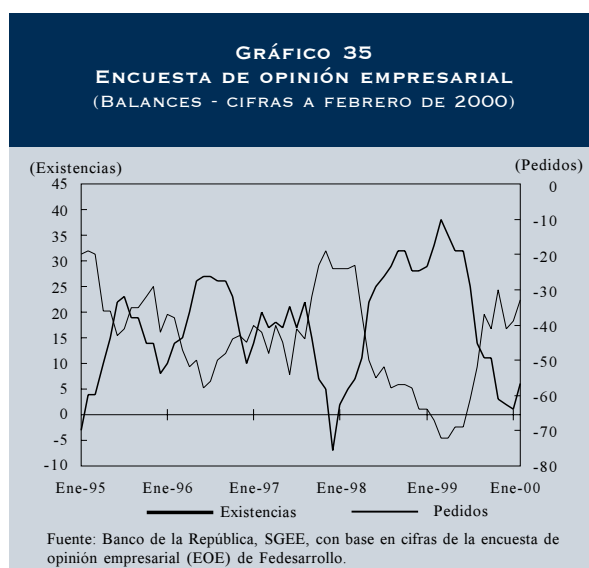
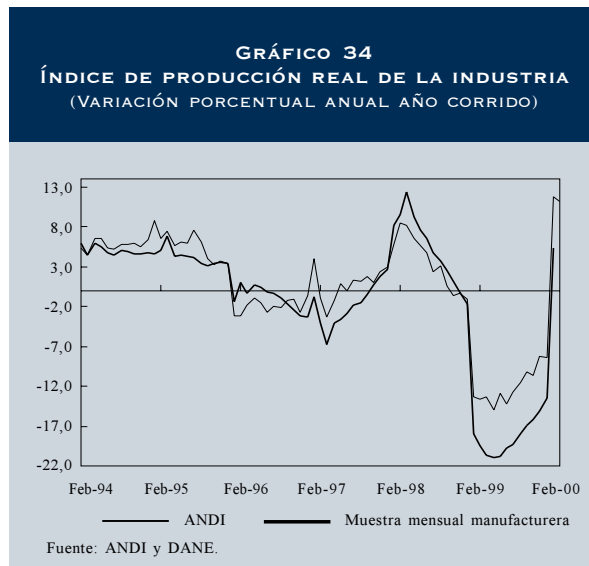
Recientemente el DANE efectuó una corrección importante de las cifras de crecimiento industrial obtenidas a partir de la Muestra Mensual Manufacturera. Las discrepancias entre las cifras corregidas y las publicadas originalmente por el DANE son significativas a partir del mes de octubre. Con las nuevas cifras queda claro que la reactivación de la industria ya era un hecho durante el cuarto trimestre de 1999. Así, durante el mes de noviembre la producción mensual del sector desaceleró su contracción de manera importante y para el mes de diciembre exhibió un crecimiento anual positivo, el primero desde junio de 1998. Esta tendencia de crecimiento de la producción industrial se ha mantenido a comienzos del primer trimestre como lo señala el hecho que durante enero la producción mensual creció 5,4% respecto a igual mes de 1999. En el Gráfico 33 se presenta el crecimiento anual de la producción mensual de la industria, tanto para la serie inicialmente publicada por el DANE como para la serie corregida. Para el año completo, las nuevas cifras del DANE muestran que la industria creció -13,6% y no -16,7% como inicialmente se dio a conocer.



La recuperación de la industria en los últimos meses es corroborada por la información suministrada por la Encuesta de Opinión Conjunta realizada por la ANDI. De acuerdo con esta fuente, la industria se contrajo durante todo 1999 en 8,4%, la cual resulta inferior a la contracción reportada para la producción año corrido a septiembre (10,2%), señalando que durante el último trimestre sí hubo alguna recuperación. A febrero, las cifras de la ANDI muestran un crecimiento anual año corrido de la producción de 11,2%, el segundo crecimiento más alto reportado por esta entidad desde 1994, después del de enero. Como se ha señalado en informes anteriores, las discrepancias entre las cifras de la ANDI y las del DANE pueden obedecer a las diferencias en las muestras que utilizan ambas entidades. Mientras la muestra de la ANDI se concentra en las grandes empresas, la del DANE es más amplia, siendo representativa tanto de la gran industria como de la mediana y la pequeña. En este sentido, la menor contracción que registra la ANDI para el sector industrial durante 1999 y su mayor recuperación en enero de 2000, frente a los resultados del DANE, puede estar señalando que la recesión golpeó con mayor fuerza a la pequeña y mediana industria, y que la actual recuperación está liderada fundamentalmente por la gran industria (Gráfico 34).

Tanto las cifras de la ANDI como las del DANE sugieren que el crecimiento positivo de la producción a comienzos de este año se observó en muchas ramas. De acuerdo con esta última fuente, el crecimiento durante enero fue particularmente notable en sectores como las industrias de hierro y acero y de metales no ferrosos, la de papel e imprentas, la de químicos, la de fabricación de productos de caucho, la de maquinaria eléctrica y la de textiles. Para muchos de estos casos, el alto crecimiento coincide con un importante dinamismo en las exportaciones, lo cual pone de presente que la recuperación del sector ha estado en buena parte jalonada por la demanda externa.

En materia de perspectivas para los próximos meses, estas parecen ser buenas tal y como se desprende del hecho que los indicadores de pedidos continuaron aumentando y los de existencias se mantuvieron en niveles bajos durante enero y febrero de 2000, de

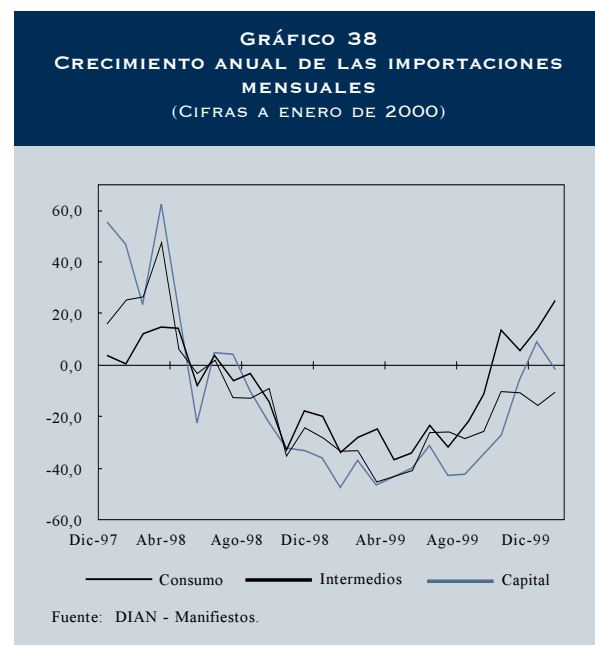
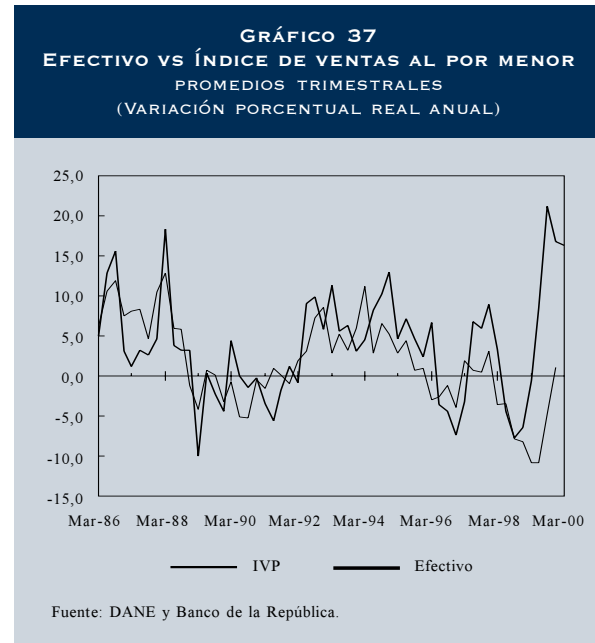


acuerdo con la Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo. De otro lado, con las cifras a febrero, las expectativas de los empresarios continuaron recuperándose. El clima de negocios, que reúne las expectativas de situación económica a seis meses y la valoración de los empresarios de la situación económica en el presente, repuntó durante este último mes luego de una pequeña destorcida en enero, explicada probablemente por factores estacionales. De igual manera, las expectativas de producción a tres meses ha registrado importantes repuntes en los últimos meses. Estas circunstancias hacen prever que están dadas las condiciones para que el crecimiento del sector se mantenga por lo menos durante el primer semestre del año.

### 3. Consumo

A la fecha, es poca la información disponible sobre el comportamiento del consumo a finales de 1999 y durante el primer trimestre de este año. A partir del comportamiento del Índice de Ventas al por Menor (sin combustibles) del DANE puede inferirse que a finales de 1999 se mantuvo la tendencia hacia la recuperación de esta demanda, que se observó a partir del tercer trimestre. Es así como las ventas mensuales al por menor durante noviembre registraron un crecimiento real positivo, el primero luego de 17 meses de contracción consecutiva. Esta tendencia se fortaleció en diciembre, cuando las ventas reales del mes, excluidos los combustibles, crecieron a una tasa anual de 4,2%.

Para los primeros meses de este año puede esperarse que la tendencia de crecimiento se mantenga en la medida en que las ventas reales de varias empresas de gran tamaño han continuado recuperándose. Algo similar se deduce al observar el comportamiento del efectivo, usualmente un buen indicador de las ventas al por menor y del consumo. En los últimos meses, este agregado monetario ha crecido a una tasa real promedio de 16%. Como se ha señalado en informes anteriores, el alto crecimiento del efectivo puede obedecer en gran parte a una recomposición de los portafolios del público en favor de activos líquidos, siendo ajeno a una mayor demanda de bienes. Sin embargo, la rápida recuperación de las ventas a fina-



les del año pasado sugiere que el repunte del efectivo sigue estando asociado, en parte, a un mayor gasto en consumo, y que esta situación puede repetirse durante el primer semestre del año (Gráfico 37).

### 4. Inversión

Los indicios sobre el comportamiento de la demanda por inversión indican que esta pudo dejar de contraerse durante el último trimestre de 1999 y los primeros meses del año 2000. En efecto, variables como las importaciones de bienes de capital y de bienes inter-



medios disminuyeron su ritmo de contracción durante los últimos meses del año anterior, inclusive presentando tasas de crecimiento positivas en los meses de diciembre y enero. La recuperación ha sido más clara en el caso de las importaciones de bienes intermedios, las cuales registraron un crecimiento positivo importante para las frecuencias mensuales en estos dos últimos meses (13,7% y 25,5%) (Gráfico 38).

## C. SALARIOS Y EMPLEO

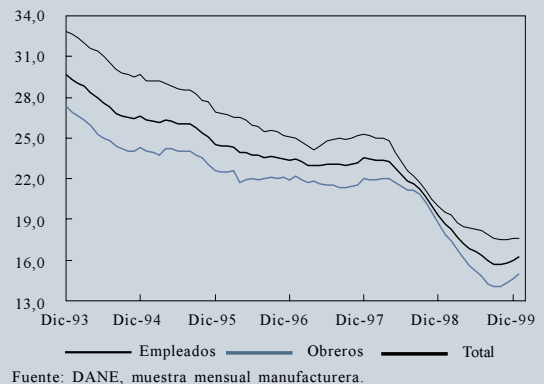
### 1. Salarios industriales

Con información a enero de 2000, los reajustes de los salarios nominales del sector industrial para el promedio de los últimos 12 meses se efectuaron a una tasa similar a la observada a finales del año anterior, con lo cual se interrumpe la tendencia decreciente de los ajustes salariales que se observaba desde hace más de un año. Para empleados el reajuste fue de 17,6% y para obreros, de 15,0% (Gráfico 39).

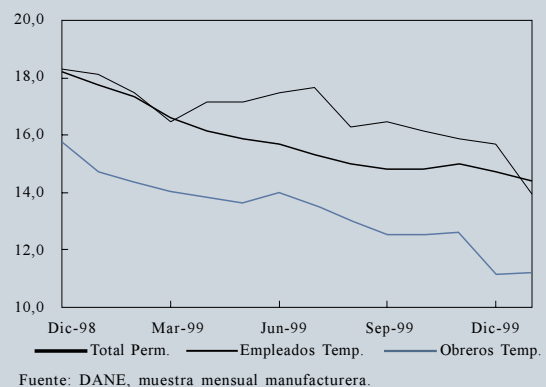
El reajuste en los salarios nominales en enero es alto si se tiene en cuenta la elevada tasa de desempleo registrada a finales de año, lo incipiente de la recuperación económica en los últimos meses de 1999 y las expectativas de inflación del público, las cuales han girado en torno a la meta de inflación del Banco de la República del 10%. Sin embargo, los reajustes resultan inferiores cuando se tiene en cuenta, además de los salarios, las prestaciones. Es así como los salarios más prestaciones (remuneración total), de los trabajadores permanentes, se reajustaron en términos nominales a enero, en sólo 14,4%, lo cual resulta inferior a lo observado a finales de 1999 y está más acorde con las actuales condiciones del mercado laboral (Gráfico 40).

La disminución en la tasa de ajuste de la remuneración total nominal fue mayor en el caso de los trabajadores temporales que para el resto de trabajadores y ello probablemente obedece a que es en este grupo donde se presenta mayor flexibilidad en el régimen de contratación y negociación salarial. En efecto, el

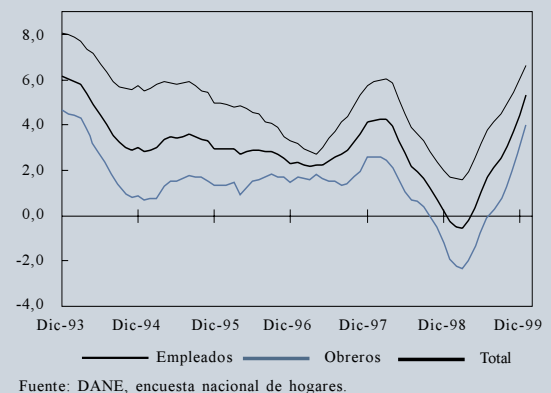
**GRÁFICO 39**  
SALARIO NOMINAL - INDUSTRIA MANUFACTURERA  
(VARIACIONES PORCENTUALES AÑO COMPLETO)



**GRÁFICO 40**  
REMUNERACIÓN NOMINAL - INDUSTRIA MANUFACTURERA  
(VARIACIONES PORCENTUALES AÑO COMPLETO)



**GRÁFICO 41**  
SALARIO REAL - INDUSTRIA MANUFACTURERA  
(VARIACIONES PORCENTUALES ANUALES ACUMULADO 12 MESES)



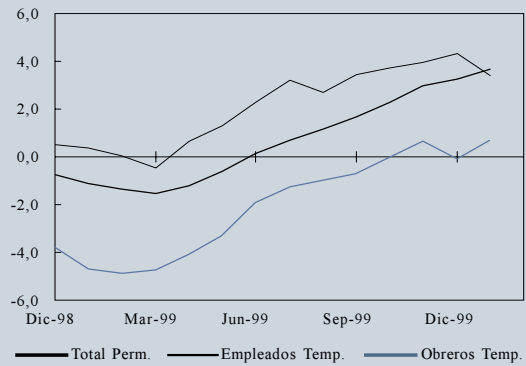
grupo de obreros temporales recibió reajustes nominales en sus remuneraciones de 11,2% en el promedio de 12 meses a enero. En el caso de los empleados temporales, los reajustes en el promedio de los 12 meses a enero fueron de 13,9%. Es más, en el mes de enero en particular, las remuneraciones de este grupo se reajustaron solo un 5,5% frente a los niveles observados en el mismo mes del año anterior.

En cuanto a los ajustes reales, la reducción de la inflación anual a enero permitió ganar terreno a los salarios reales para todos los grupos de trabajadores tal y como se observa en el Gráfico 41. El crecimiento del salario real a enero fue de 5,3% para el conjunto de los trabajadores. En materia de remuneración total, sin embargo, los reajustes reales fueron de solo 3,7% para el conjunto de todos los trabajadores permanentes, de 3,4% para los empleados temporales y de 0,7% para los obreros temporales (Gráfico 42). Tanto los salarios como las remuneraciones reales vienen ganando terreno desde mediados de 1999.

## 2. Empleo

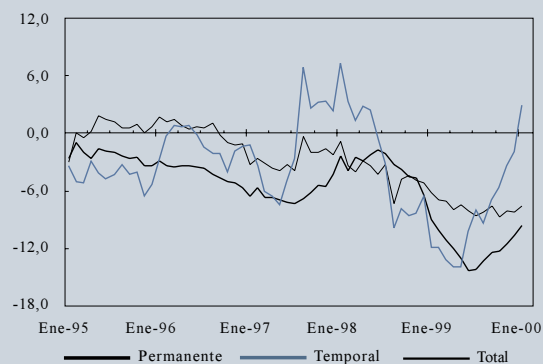
A la fecha, la única información en materia de empleo disponible para los primeros meses del año 2000 corresponde a la de empleo del sector manufacturero. Para enero, el empleo total del sector seguía contrayéndose a tasas apreciables cercanas al 10%, aunque menores que las observadas a mediados de 1999, lo que coincide con los inicios de la recuperación económica. El crecimiento de los últimos meses, sin embargo, ha permitido iniciar la recuperación de los niveles de empleo temporal toda vez que las tasas de crecimiento anual para el índice mensual de este grupo de trabajadores mostró crecimientos positivos del 3% en enero. Como ha sucedido en oportunidades anteriores, en las primeras fases de recuperación los empresarios usualmente acuden al empleo temporal toda vez que resulta muy costoso enganchar trabajadores permanentes en un ambiente de incertidumbre acerca del futuro desempeño de sus empresas. En los próximos meses el empleo total del sector probablemente seguirá siendo jalonado por el empleo temporal y sólo en la medida en que la fase de expansión se consolide será posi-

**GRÁFICO 42**  
REMUNERACIÓN REAL - INDUSTRIA MANUFACTURERA  
(VARIACIONES PORCENTUALES AÑO COMPLETO)



Fuente: DANE, muestra mensual manufacturera.

**GRÁFICO 43**  
CRECIMIENTO ANUAL  
DEL ÍNDICE DE EMPLEO INDUSTRIAL MENSUAL



Fuente: DANE.

**CUADRO 4**  
PORCENTAJE DE BENEFICIADOS POR NIVEL  
DE INCREMENTO SALARIAL PACTADO  
(ENERO-MARZO, 2000)

Negociaciones a un año				
<9,23	9,23	[9,23-11.0]	>11	
4,2	56,9	24,4	14,5	
Negociaciones a dos años				
<12	IPC	[IPC + 0,5-IPC + 3]	[SML]	
6,5	63,9	29,2	0,4	

SML = Salario mínimo legal.

Fuente: Ministerio de Trabajo y Seguridad Social.



ble esperar que los empleadores acudan nuevamente a contratar empleo permanente (Gráfico 43).

### 3. Pactos de incremento salarial

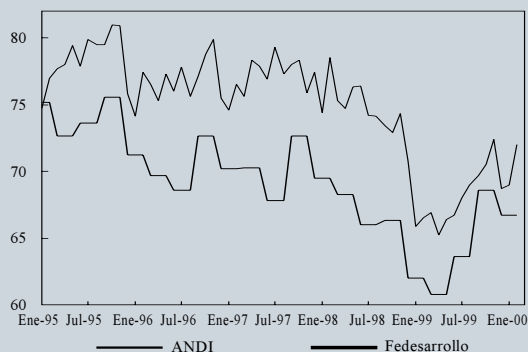
En el Cuadro 4 se presentan las cifras del Ministerio de Trabajo y Seguridad Social sobre incrementos salariales pactados a uno y dos años. La primera parte del cuadro muestra el porcentaje de trabajadores beneficiados por negociaciones de incremento salarial a un año, entre enero y marzo de 2000. Se observa que la gran mayoría de los pactos salariales (56,9%) se fijaron con un incremento igual a la inflación registrada al final de 1999, es decir 9,23%, en tanto que el 24,4% de los trabajadores beneficiados obtuvieron incrementos mayores que 9,23% y menores que el 11%, mientras que sólo el 14,5% tuvo incrementos por encima del 11%. Con respecto a las cifras presentadas en el informe anterior, para marzo se puede apreciar una caída importante en los rangos de incrementos salariales en donde se concentra la mayoría de los beneficiados por estos pactos, con lo cual hay indicios que sugieren que los procesos de indexación presentes en años anteriores han empezado a debilitarse.

La parte inferior del Cuadro 4 muestra el porcentaje de trabajadores beneficiados por pactos de incremento salarial realizados entre enero y marzo de 2000 a dos años. Dichos incrementos, en su gran mayoría (64%), han sido pactados con base en un incremento igual al que se registre en el aumento de los precios medido por la canasta del IPC. El 29,2% de los beneficiados pactó incrementos salariales a dos años entre el  $IPC + 0,5$  y el  $IPC + 3$ , mientras que sólo el 6,5% pactaron incrementos menores al 12%.

#### D. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA

Durante el último trimestre de 1999, los dos indicadores disponibles de capacidad instalada utilizada continuaron recuperándose. En particular, el indicador de la ANDI disponible a febrero de 2000 muestra un nivel de 72%, superior al observado en febrero de

**GRÁFICO 44**  
UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA  
(CIFRAS A FEBRERO DE 2000)



Fuente: ANDI y Fedesarrollo.

1999 (66,5%). Como ha venido sucediendo desde hace varios meses, a pesar de los repuntes en este indicador, sus niveles actuales siguen siendo muy inferiores a los niveles históricos usuales para la industria colombiana. En el caso del indicador de la ANDI, un nivel de utilización acorde con una economía en crecimiento moderado ha sido por lo menos del 75% de la capacidad instalada (Gráfico 44).

#### E. LA SITUACIÓN FISCAL

Como se comentó en el Informe al Congreso del mes de marzo, el sector público no financiero registró un déficit de 6% del PIB en 1999<sup>9</sup>. De acuerdo con los estimativos oficiales, se espera que en el año 2000 el desbalance fiscal se sitúe en 3,6% del PIB, lo cual implica una reducción de 2,4% del PIB en el tamaño del déficit consolidado. El ajuste fiscal proyectado para 2000 está asociado en mayor medida al mejoramiento en las finanzas de Ecopetrol y del Gobierno Nacional Central.

Al finalizar marzo, las finanzas del Gobierno Nacional Central contabilizan un déficit de operaciones efecti-

<sup>9</sup> El déficit ha sido calculado utilizando la metodología del FMI. Cabe señalar que este nivel de déficit para el sector público no financiero resulta compatible con el cumplimiento de la meta establecida en el acuerdo con el FMI para el sector público consolidado (incluyendo Fogafín y Banco de la República, entre otros), de 6,1%.

vas equivalente al 1,2% del PIB. Frente a las cifras observadas en el mismo trimestre de 1999, los ingresos crecen 15,6% y los gastos 24,4%. En el interior de los ingresos, el recaudo por impuestos presenta un crecimiento de 49,7% y las demás rentas una caída de 55,1%. El dinamismo de los ingresos tributarios es particularmente importante en renta e IVA interno y en los tributos a las importaciones cuyos crecimientos alcanzan 53,2% y 23,3%, respectivamente. El dinamismo de los recaudos obedeció tanto a un mejor comportamiento de las ventas y de las importaciones como a un adelanto en el calendario tributario y a una disminución del período durante el cual los recaudadores (sistema financiero) pueden retener las sumas recaudadas antes de transferirlas a la Tesorería. Por su parte, la caída en los demás ingresos está asociada a la reducción en el valor de la transferencia de utilidades del Banco de la República -efectuada en marzo- la cual pasó de \$1.244 mm en 1999 a \$350 mm en 2000 (Cuadro 5).

En referencia a los gastos, los datos oficiales para el primer trimestre muestran un crecimiento de 29,0% en intereses y de 26,1% en funcionamiento y una caída de 19,9% en inversión. La expansión de los gastos de funcionamiento está ligada a las transferencias, las cuales durante el período analizado experimentan un crecimiento superior al 34,0%. Los demás rubros del funcionamiento como son los servicios personales y los gastos generales apenas registran crecimientos de 4,1% y 0,1%, reflejando de esta manera la política de austeridad en el gasto adoptada por el Gobierno para el presente año.

En cuanto al financiamiento del déficit, durante el primer trimestre del año se observa una utilización neta de recursos del crédito externo por \$1.568,5 mm y del crédito interno por \$2.184,8 mm. Las colocaciones totales de TES alcanzan \$3.945,9 mm de los cuales \$2.724,9 mm corresponden a inversiones convenidas y forzosas, y \$1.221 mm a subastas.

**CUADRO 5**  
**GOBIERNO NACIONAL CENTRAL: OPERACIONES EFECTIVAS**  
(MILES DE MILLONES DE PESOS)

	Enero-Marzo			Variación %	
	1998	1999	2000	1999 / 1998	2000 / 1999
<b>I. Ingresos totales (A + B)</b>	3.898,4	5.211,5	6.024,8	33,7	15,6
A. Tributarios	3.524,4	3.516,6	5.263,6	(0,2)	49,7
Renta e IVA interno	2.388,6	2.544,8	3.898,9	6,5	53,2
Aduanas e IVA externo	988,7	746,0	919,8	(24,5)	23,3
Gasolina	141,5	153,9	185,5	8,8	20,5
Otros	5,6	71,9	259,4	1.183,9	260,8
B. No tributarios y otros	374,0	1.694,9	761,2	353,2	(55,1)
<b>II. Gastos totales (A + B + C + D)</b>	5.968,9	6.434,2	8.003,8	7,8	24,4
A. Intereses	1.511,1	1.461,4	1.884,8	(3,3)	29,0
B. Funcionamiento	3.757,2	4.411,8	5.561,6	17,4	26,1
C. Inversión	621,7	472,4	378,4	(24,0)	(19,9)
D. Préstamo neto	78,9	88,6	179,0	12,3	102,1
<b>III. Déficit (-) o Superávit (+) ( I - II )</b>	(2.070,5)	(1.222,7)	(1.979,1)	(40,9)	61,9
<b>IV. Financiamiento</b>	2.070,5	1.222,7	1.979,1		
A. Crédito externo neto	472,0	12,3	1.568,5		
B. Crédito interno neto	1.304,1	1.054,9	2.184,8		
C. Privatizaciones y otros	294,4	155,5	(1.774,3)		
<b>V. Déficit como porcentaje del PIB</b>	(1,5)	(0,8)	(1,2)	(44,3)	41,8

Fuente: Consejo Superior de Política Fiscal (Confis).

## LA ESTRUCTURA DE PLAZOS DE LA TASA DE INTERÉS

Los cambios en los rendimientos de un activo financiero causados por las diferencias en sus posibles plazos de maduración, se conocen como la estructura de plazos de la tasa de interés. Dicha estructura se puede analizar a partir de la relación que existe entre el plazo de maduración de un activo financiero y su rendimiento (expresado siempre en un equivalente anual para hacerlo comparable), y su gráfica se conoce como la *curva de rendimientos*.

Si los inversionistas tuvieran total certidumbre de que la tasa de interés de corto plazo se mantendrá constante en el futuro, el mercado se encargaría de igualar los rendimientos de los activos financieros a los diferentes plazos de maduración para asegurar su coexistencia en el mercado, haciendo con ello que la curva de rendimientos fuera plana. En otras palabras, no existiría prima de riesgo por invertir en los plazos más largos. Sin embargo, como los inversionistas afrontan algún grado de incertidumbre sobre la evolución futura de las tasas de interés, relacionado con cambios en la tasa real o en la inflación, la curva de rendimientos tiene, por lo general, una pendiente positiva. De esta forma, la estructura de términos puede revelar las expectativas de los inversionistas sobre la evolución futura de las tasas de interés, lo cual la convierte en un instrumento valioso para extraer información sobre el comportamiento del mercado de crédito.

Ahora bien, si suponemos que los inversionistas son aversos al riesgo, el patrón esperado de una curva de rendimientos, en ausencia de cambios esperados en la tasa de interés, tiene una pendiente ligeramente positiva. De lo contrario, no se estaría compensando con rendimientos más altos a los inversionistas por el hecho de afrontar una incertidumbre mayor en las inversiones con plazos más largos de maduración .

Debe señalarse, sin embargo, que la pendiente de la curva de rendimientos no necesariamente debe ser positiva, ya que su signo dependerá, además de la prima de riesgo, de las expectativas del mercado de crédito sobre la evolución futura de la inflación y la tasa real. Por ejemplo, en circunstancias, en las que se espere una caída rápida de la inflación, la curva de rendimientos puede llegar a presentar una pendiente negativa. Otro caso que podría observarse es aquel en el cual la curva de rendimientos tiene quiebres de la pendiente en algún plazo de maduración. En particular, si la curva de rendimientos tiene forma de U invertida, los inversionistas podrían esperar que la tasa de interés comience a disminuir sólo en un mediano plazo y que en el corto plazo tienda a mantenerse constante.

En anteriores informes de inflación se ha venido mostrando la evolución de la curva de rendimientos, la cual se retoma a continuación para explicar el comportamiento reciente de las tasas de interés. En el Gráfico 1 se muestra la evolución de la tasa básica de interés a 90 días calculada por la Superintendencia Bancaria, la cual recoge la tasa promedio *Spot* de captación del sistema financiero a 90 días en su equivalente anual. En el Gráfico 2 se muestra la curva de rendimientos para cada fin de trimestre desde junio de 1998, la cual describe el rendimiento de los CDT a diferentes plazos en un momento determinado del tiempo.

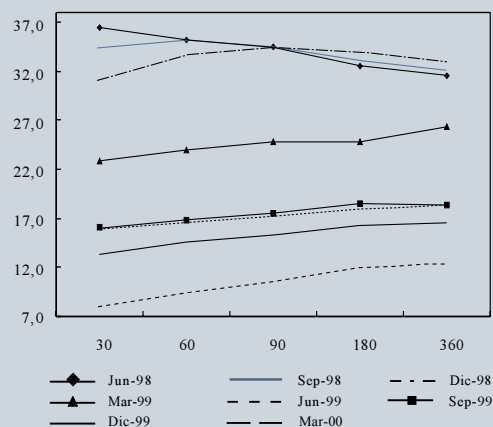
La caída en las tasas de interés que se dio durante gran parte del primer semestre de 1999 fue anticipada por los inversionistas como se nota en la pendiente negativa que tomaron las curvas

de rendimientos de junio y septiembre de 1998 (Gráfico 2). Adicionalmente, la curva de rendimientos correspondiente al mes de marzo de 1999, si bien podía no estar prediciendo un aumento de la tasa de interés, sí estaba dando alguna señal de que por lo menos en el segundo semestre de ese año la caída en las tasas de interés se detendría, tal como sucedió y se puede apreciar en el Gráfico 2. Asimismo, la curva de rendimientos observada a marzo de 2000 estaría indicando que las expectativas del mercado sobre los movimientos de la tasa de interés a 90 días en los próximos seis meses se han modificado y apuntan, o bien a que esta se mantengan en su nivel actual o bien a que tiendan a aumentar ligeramente. Por último, en los plazos superiores a 180 días, se podría estar señalando que los agentes esperan disminuciones en las tasas de interés.

**GRÁFICO 1**  
**TASA BÁSICA DE LA SUPERINTENDENCIA**  
**BANCARIA (TBS) A 90 DÍAS**  
**(EFECTIVA ANUAL)**



**GRÁFICO 2**  
**CURVA DE RENDIMIENTOS**  
**DE LA TBS A 90 DÍAS**



## MEDIDORES DE EXPECTATIVAS

### RESULTADOS DE LA ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

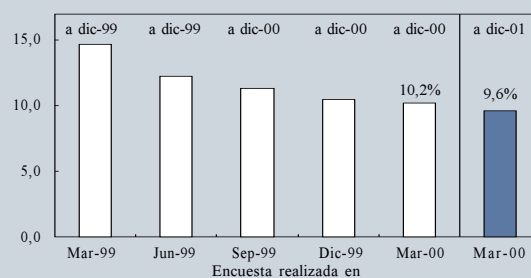
Con el propósito de mejorar la calidad de la información disponible sobre expectativas para las principales variables económicas e intentando mejorar la cobertura de la muestra, el Banco de la República se encuentra, en la actualidad, preparando una nueva encuesta de expectativas, cuyos resultados se darán a conocer en los próximos meses. En el presente informe se reportan los resultados de la encuesta conocida hasta el momento.

La Encuesta de Expectativas de Inflación realizada en marzo de 2000 señala que los agentes esperan una inflación del 10,2% para finales de este año. El resultado de esta variable para el mes de marzo es inferior en 0,2 puntos porcentuales al revelado por los agentes en la encuesta del mes de diciembre de 1999. De la misma forma, las expectativas de inflación de largo plazo muestran en promedio que los agentes esperan una inflación anual de 9,6% al finalizar el año 2001 (Gráfico 45).

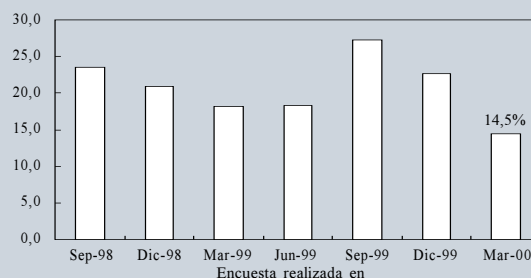
Así mismo, en marzo los agentes esperaban que la tasa de devaluación anual al finalizar 2000 fuese en promedio de 14,5% (Gráfico 46). En cuanto al crecimiento del PIB, los encuestados esperaban que éste al finalizar el año 2000 fuese de 1,3% (Gráfico 47).

Las preguntas de la encuesta dirigidas a entender cómo perciben los agentes las condiciones de liquidez y de crédito de la economía se pueden apreciar en los gráficos 48 al 51. Las respuestas sobre la percepción actual (en marzo) de la liquidez no fueron unánimes.

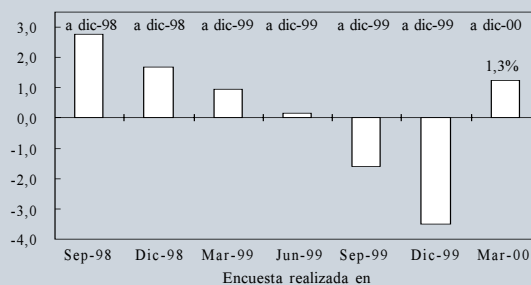
**GRÁFICO 45**  
INFLACIÓN ESPERADA  
(PORCENTAJE)



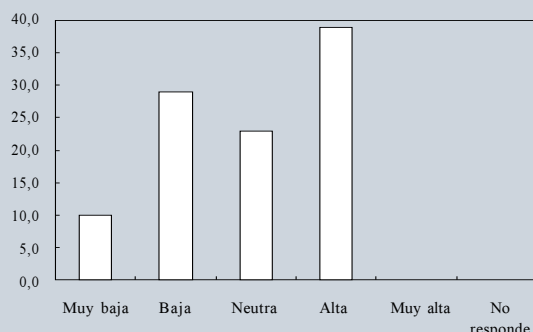
**GRÁFICO 46**  
TASA DE DEVALUACIÓN ESPERADA  
AL FINAL DEL AÑO  
(PORCENTAJE)



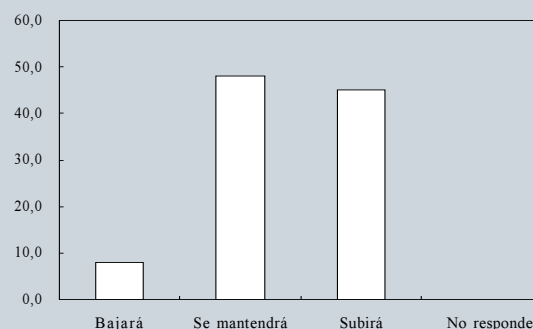
**GRÁFICO 47**  
CRECIMIENTO ESPERADO DEL PIB  
(PORCENTAJE)



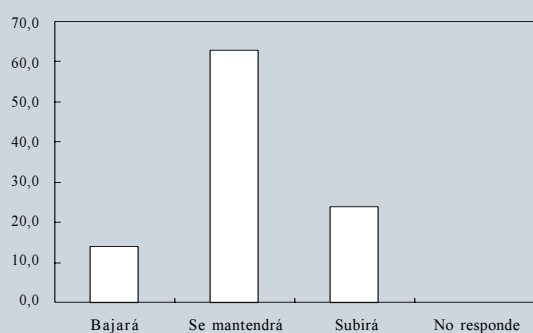
**GRÁFICO 48**  
**¿CÓMO PERCIBE ACTUALMENTE**  
**LA LIQUIDEZ EN LA ECONOMÍA?**  
 (PORCENTAJE)



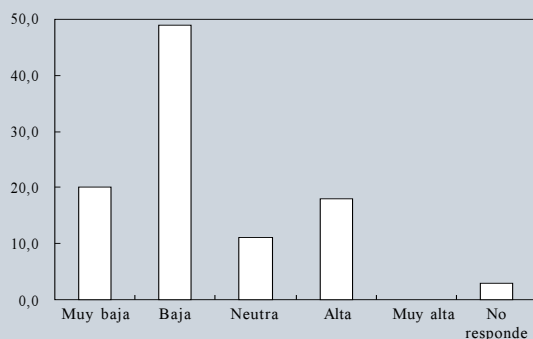
**GRÁFICO 51**  
**¿CÓMO EVOLUCIONARÁ LA DISPONIBILIDAD**  
**DE CRÉDITO EN LOS PRÓXIMOS SEIS MESES?**  
 (PORCENTAJE)



**GRÁFICO 49**  
**¿CÓMO EVOLUCIONARÁ LA LIQUIDEZ DE LA ECONOMÍA**  
**EN LOS PRÓXIMOS SEIS MESES?**  
 (PORCENTAJE)



**GRÁFICO 50**  
**¿CÓMO PERCIBE ACTUALMENTE**  
**LA DISPONIBILIDAD DE CRÉDITO?**  
 (PORCENTAJE)



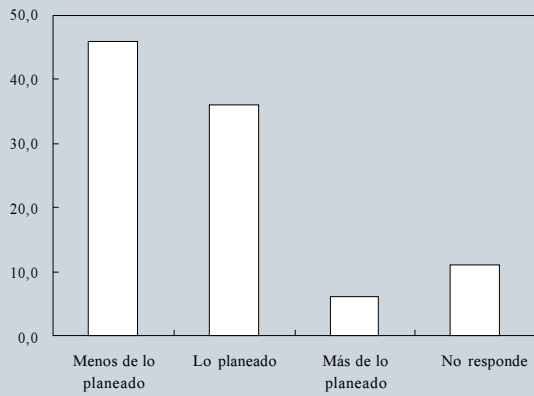
Así, el 10% de los agentes encuestados percibe que la liquidez es muy baja, el 29% que es baja, el 23% la percibe neutra y el 39% percibe que la liquidez es alta. En lo que tiene que ver con el comportamiento

de la liquidez de la economía hacia el futuro sí parece existir algún acuerdo, pues mientras que el 63% de los encuestados estima que su percepción actual se mantenga, el 24% espera que la liquidez aumente y sólo el 14% piensa que bajará en los próximos seis meses. Acerca de la disponibilidad de crédito en la economía, la perciben como muy baja el 20% de los agentes, baja el 49%, neutra el 11% y sólo el 18% la percibe alta. Las expectativas sobre el comportamiento de la disponibilidad de crédito hacia el futuro muestran que la mayoría de los encuestados espera que su percepción actual se mantenga (48%) o que aumente (45%), mientras que sólo el 8% piensa que la disponibilidad de crédito disminuirá en los próximos seis meses.

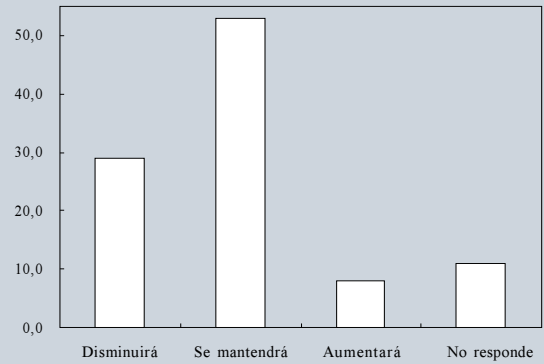
La sección de la encuesta que tiene que ver con la actividad económica (Gráficos 52 y 53) muestra que un 46% de los encuestados ejecutó menos proyectos de los planeados en los últimos 12 meses, el 36% realizó los proyectos planeados, y sólo el 6% ejecutó más de lo planeado. Para los próximos 12 meses un 51% de los encuestados mantendrá su capacidad instalada constante, un 21% planea realizar inversiones para expandirla y sólo el 15% prevé reducirla.

Por último, las preguntas sobre empleo (gráficos 54 y 55) dieron como resultado que, para el próximo semestre, el 53% de los encuestados mantendrá constante el número de empleados, el 29% lo reducirá, y sólo el 8% está pensando en aumentarlos. Para el próximo año, el 46% de los encuestados piensa mantener constante su planta de personal, el 34% está pensando reducirlo y sólo el 9% piensa aumentar el número de empleados en su empresa.

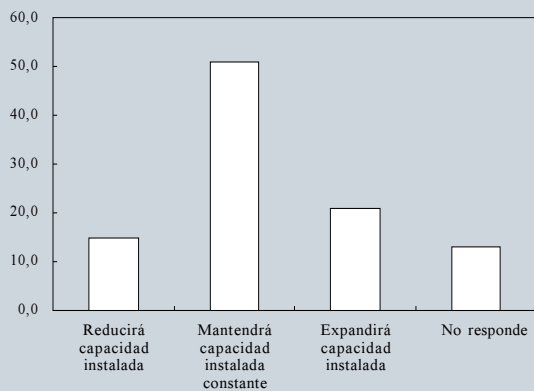
**GRÁFICO 52**  
**EJECUCIÓN DE PROYECTOS**  
**EN LOS ÚLTIMOS 12 MESES**  
 (PORCENTAJE)



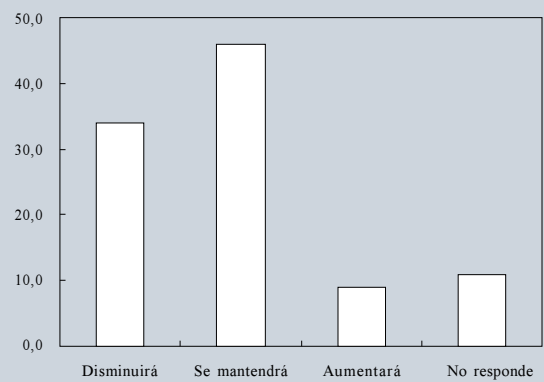
**GRÁFICO 54**  
**EN EL PRÓXIMO SEMESTRE, EL NÚMERO**  
**DE EMPLEADOS**  
 (PORCENTAJE)



**GRÁFICO 53**  
**PLANES DE INVERSIÓN**  
**EN LOS PRÓXIMOS 12 MESES**  
 (PORCENTAJE)



**GRÁFICO 55**  
**EN EL PRÓXIMO AÑO, EL NÚMERO DE EMPLEADOS**  
 (PORCENTAJE)



## IV

### CONTEXTO INTERNACIONAL

---

#### A. ASPECTOS GENERALES

---

Durante el primer trimestre de 2000 se presentó una mejoría en la situación de la economía internacional. El positivo comportamiento de las tres grandes economías, los Estados Unidos, la Unión Europea y el Japón ponen de manifiesto este hecho. Para el resto del año se espera una reducción en la tasa de crecimiento de la economía americana debido a la presencia de los esperados síntomas de recalentamiento de esta economía y las consecuentes acciones de la autoridad monetaria de los Estados Unidos, FED, para controlarlo. Aún así, varios analistas internacionales coinciden en afirmar que los efectos de este aterrizaje suave de la economía americana no deben tener consecuencias fuertes en el comportamiento de las demás economías, en la medida en que éste está sustentado principalmente en factores internos.

Por su parte, las economías de América Latina presentaron un buen desempeño durante el último trimestre de 1999 y el primero de 2000. En la actualidad, los principales problemas que enfrenta la región están ligados a la financiación de los altos déficit de cuenta corriente, la sostenibilidad de estos y la necesidad de reducir los déficit públicos. Sin embargo, los diferentes acuerdos con el FMI, la entrada de capitales y la recuperación económica permiten ser optimistas frente al desempeño de estas economías durante el año.

El favorable comportamiento de la economía americana durante los últimos años ha empezado a mostrar los límites de la relación crecimiento e inflación, la cual se ha modificado principalmente por los au-

mentos de productividad. Durante los dos últimos trimestres la economía americana creció en 4,3% y 4,2%. Como consecuencia, la tasa de desempleo cayó de 4,1% a 3,7%, lo cual implica una presión adicional sobre el mercado laboral y consecuentemente sobre los salarios nominales y la inflación, como lo indica el notable aumento del deflactor implícito del PIB durante el cuarto trimestre de 1999. Por su parte, los distintos indicadores de inflación han empezado a mostrar repuntes no solo por el traslado del crecimiento de los precios internacionales del petróleo a los precios internos, sino también por factores internos, como los precios de los servicios y el aumento de los costos de vivienda, los cuales han causado aumentos en la inflación, que difícilmente pueden ser juzgados como transitorios.

Dado este panorama, el FED ha diseñado una política de ajuste basada en aumentos graduales de su tasa de interés durante la primera mitad de este año, con el ánimo de disminuir la tasa de crecimiento de esta economía al finalizar el presente año y controlar los desequilibrios entre la oferta y la demanda que puedan afectar la tasa de inflación. Sin embargo, a la fecha existe una controversia frente a la efectividad de esta política. Entre los argumentos a favor de la efectividad, se encuentra la idea de que el crecimiento registrado por la economía americana durante la segunda mitad del año pasado (6%) es transitorio, en la medida en que obedeció a la alta acumulación de inventarios inducida por las expectativas sobre el efecto Y2K. Aquellos que sostienen que la política de ajuste no es efectiva para garantizar un aterrizaje suave de la economía americana han esgrimido argumentos basados en la respuesta del sistema financiero y los consumidores a los aumentos anteriores de la tasa

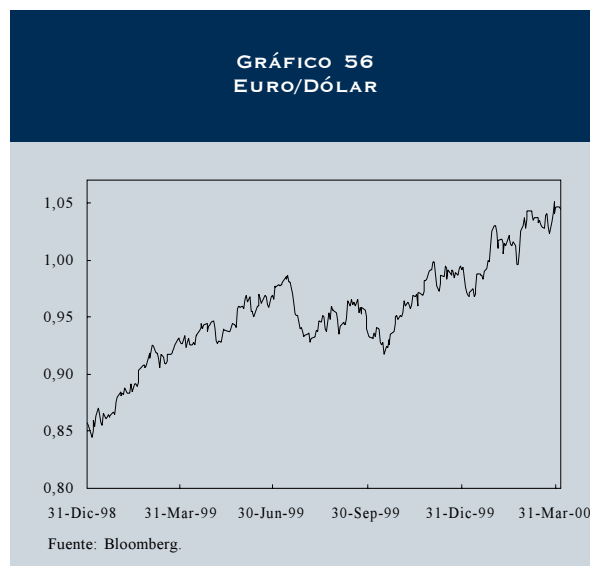


de interés y en el comportamiento de las economías externas. En efecto, los créditos bancarios han aumentado a pesar de un incremento de 75 puntos básicos (pb) en las tasas del FED durante la segunda mitad del año pasado. De igual manera, la recuperación económica de la Unión Europea y algunas economías de América Latina indican que los factores externos de demanda ejercerán presiones sobre el nivel de producción.

Dado todo esto, el panorama de la economía de los Estados Unidos para el presente año está enmarcado por tasas de crecimiento trimestrales, algo inferiores al comportamiento observado durante los últimos cuatro años, y las cuales han estado alrededor del 4%. Por otro lado, se espera que la inflación presente un repunte durante los primeros meses del año debido al comportamiento de los precios del petróleo a partir del segundo trimestre, y a las presiones internas ya expuestas. Sin embargo, dada una caída esperada en los precios del petróleo y la reducción de las presiones internas, se espera que la inflación total pase de 2,7% en diciembre de 1999 a 2,9% en igual mes de 2000.

La Unión Europea, por su parte, muestra fuertes signos de recuperación económica. Durante el último trimestre de 1999 la economía europea creció 3,1%. Varios factores han contribuido a esta recuperación, en especial la estabilización del euro frente al dólar en un nivel inferior al observado hace un año (Gráfico 56) y la disminución en las tasas de desempleo. A ellos se suma, la creciente demanda externa. Por otra parte, el crecimiento económico de los países de la región ha permitido una fuerte reducción de los déficit fiscales gracias al mayor crecimiento económico, a tal punto que países como Alemania y Francia han pasado para aprobación legislativa reducciones de impuestos cercanas al 50% en el impuesto de renta y en los impuestos corporativos para los siguientes cinco años. En vista de lo anterior, los analistas internacionales indican que el crecimiento de la región estará entre el 3,5% y el 4,0% durante este año.

En cuanto a la inflación en la Unión Europea, esta ha presentado repuntes durante los últimos meses (pa-



sando de 1,1% en diciembre de 1999 a 1,9% en enero y 2,0% en febrero de 2000). Este comportamiento ha obedecido en parte a factores externos, como el aumento de los precios del petróleo. Sin embargo, la inflación básica, medida excluyendo del IPC total los precios de los alimentos y la energía, ha presentado un aumento en igual período. Es así como se espera que la inflación básica pase de 1,1% en diciembre de 1999 a 1,7% en diciembre de 2000. Si el comportamiento de estas variables continúa como se ha presentado durante los primeros meses del año, la inflación básica puede terminar en 2,0%.

Dado el comportamiento proyectado de la tasa de inflación básica para el año 2000, es de esperar que la política monetaria sea más restrictiva este año, lo cual, sin embargo, no debe afectar el proceso de recuperación económica. Por ello, diversos analistas estiman que aumentos en la tasa de REPO del Banco Central Europeo (BCE) de 3,25% a 4% ó 4,5% al finalizar el presente año serían suficientes.

La economía japonesa, por su parte, mostró durante el último trimestre de 1999 síntomas de recuperación económica. El crecimiento estuvo jalonado por el sector público y por las exportaciones a los países vecinos. Adicionalmente, los últimos datos mensuales sobre el sector real permiten prever que la economía de dicho país continuó recuperándose durante el primer trimestre de 2000. El índice de actividad de todos

los sectores (utilizado como una aproximación al Producto Nacional Bruto (PNB) real), creció 0,5% en los primeros meses del año 2000. El crecimiento fue especialmente importante en la industria y el sector terciario (comunicaciones, transportes, etc.), lo cual contrarrestó la caída de la construcción. Sin embargo, los diferentes indicadores de recuperación de la economía japonesa coexisten con algunos factores adversos como el crecimiento de la tasa de desempleo (4,7% a marzo de 2000)<sup>10</sup> y la apreciación del yen frente al dólar (Gráfico 57).

Con base en lo anterior, se espera que la economía del Japón tenga un repunte durante este año y en el 2001. Las tasas de crecimiento esperadas para esta economía están entre 1,0% y 1,6% para 2000 y entre 1,8% y 2,7% para 2001. Por otra parte, se espera que la inflación salga de la senda negativa observada en 1999 (-0,3% en diciembre de 1999) y llegue a niveles cercanos al 0,5% anual durante los próximos dos años.

América Latina, por su parte, está mostrando signos de reactivación. Este crecimiento ha sido jalonado principalmente por el repunte de las exportaciones hacia las naciones desarrolladas, el crecimiento en

los precios internacionales de los productos básicos (precios del petróleo y algunos minerales), y la disminución de la tasa de interés real interna. Adicionalmente al repunte de los indicadores de producto, hay otras señales favorables como son las reformas fiscales que se adelantan en varios países de la región, las cuales pueden inducir estabilidad al crecimiento actual, basado en el sector privado. En este contexto, Argentina espera reducir su déficit de US\$7,1 billones a US\$4,7 billones durante el presente año. De igual manera, Brasil y Ecuador tienen planeado reducciones importantes en sus desequilibrios fiscales.

Sin embargo, la viabilidad de una recuperación sostenida de la región depende tanto de factores externos como internos. Dentro de los factores externos adversos a la recuperación se encuentran la posibilidad de una política monetaria más fuerte en los Estados Unidos, una menor apreciación del euro frente al dólar y precios de los productos básicos menos favorables. En cuanto a los factores internos que podrían menguar la tasa de recuperación de la zona se encuentran algunas disminuciones de la tasa de interés real inferiores a las requeridas y una baja en la tasa de ahorro interno. Esto último implicaría la necesidad de altos niveles de inversión extranjera en la zona, los cuales, generalmente están sujetos a fuertes fluctuaciones y están limitados por la creciente demanda de recursos financieros de la economía americana.

En todo caso, se espera que la región muestre un crecimiento positivo durante el año 2000, el cual debe acelerarse durante el año 2001 luego que se consolide la confianza de productores y consumidores sobre la reactivación. Se espera que las principales economías argentina, brasileña y mexicana, terminen el presente año con crecimientos de 2,1%, 2,8% y 4,8% respectivamente. Por su parte, se espera que las economías de Chile, Ecuador y Venezuela crezcan a tasas de 6,1%, 1,1% y 3,5% respectivamente, durante el año 2000. (Cuadro 6). Dados estos crecimientos y el comportamiento de las economías desarrolladas, el crecimiento global ponderado por volumen de comercio exterior colombiano se espera que sea de 3,7% durante 2000 frente al 1,5% observado en 1999. Este

GRÁFICO 57  
YEN/DÓLAR



Fuente: Bloomberg.

<sup>10</sup> El comportamiento reciente de la tasa de desempleo se ha explicado como una consecuencia de la recuperación y la adecuación del sector productivo, y no como un indicador adverso a la recuperación.

**CUADRO 6**  
**TASA DE CRECIMIENTO ANUAL Y PRONÓSTICOS**  
**PARA LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS**

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

Fuente: Bloomberg, Pronósticos JP Morgan, WEFA.

crecimiento es consistente con un crecimiento del 12% de las exportaciones no tradicionales tal y como lo prevén las proyecciones oficiales.

## B. PRECIOS DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS

Los precios de los productos básicos internacionales son fundamentales para la recuperación de la economía colombiana y de América Latina. Entre ellos, los precios del petróleo y el café juegan un papel preponderante. Los precios del petróleo presentaron un aumento significativo a comienzos del año; en el período más reciente se han estabilizado en niveles similares a los observados durante el último trimestre de 1999 (US\$26 por barril). La reunión de la OPEP el 27 de marzo de 2000 en Viena, fijó un nuevo plan de cuotas para el presente año, el cual contempla un aumento de la oferta por parte de los países bajo el pacto, así como un mecanismo de estabilización automático de éste dependiendo de si el precio se sale del intervalo definido entre 22 y 28 dólares por barril. Bajo este escenario, se espera que los precios internacionales del petróleo estén en promedio en US\$26

durante el año 2000, lo cual significa una leve reducción frente al precio actual (US\$27). Por su parte, Ecopetrol espera que, en promedio, el precio del petróleo colombiano esté en US\$24, lo cual implica una reducción gradual de los precios del crudo durante el año 2000, pasando de US\$27 en enero del presente año a US\$23 en diciembre de 2000 (Gráfico 58). Las tendencias proyectadas para el precio del petróleo se ven corroboradas por el comportamiento de los precios de los contratos a futuros en la Bolsa de Nueva York. Estos precios presentan una caída significativa, lo cual indica que los agentes económicos esperan que la disponibilidad de crudo aumente con el transcurso del año. El contrato a mayo de 2000 cerró en marzo a US\$26.90 por barril. Por su parte, los contratos a tres y cuatro meses cerraron a 25.19 y 23.39 dólares por barril (Gráfico 59).

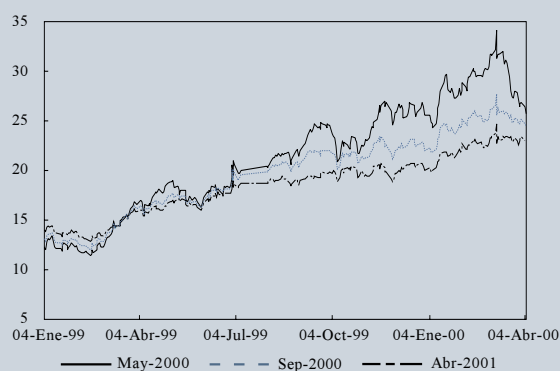
Por su parte, el precio promedio del café colombiano en la Bolsa de Nueva York ha presentado una fuerte caída durante el primer trimestre del año comparado con el promedio durante diciembre del año anterior. En diciembre de 1999 la cotización del café colombiano era 140US\$centavos/libra frente al promedio de marzo de 2000 de 119US\$centavos/libra. Sin embargo, frente al promedio del último trimestre del año anterior el precio promedio ha sido estable alrededor de 123US\$centavos/libra. La caída de los precios internacionales del café frente a su promedio en diciembre de 1999 se puede explicar por los aumentos en las exportaciones de Brasil, Vietnam, México y Guatemala durante el mes de enero, lo cual ha permitido una acumulación de los inventarios del grano en el mundo. Estos niveles pueden presentarse durante varios meses si se tiene en cuenta que los precios de los mercados de futuros de café arábigo (Gráfico 60) registran una caída frente a los niveles alcanzados en diciembre de 1999. El precio de los contratos para entrega en mayo de 2000 cerró en marzo a 103US\$centavos/libra, lo cual refleja las positivas expectativas sobre la disponibilidad de grano que los agentes tienen. Los contratos a futuros con vencimientos más largos muestran niveles más altos de precios, reflejando los costos financieros y de mantenimiento implícitos en los contratos de este tipo, y no expectativas de crecimiento en los precios.

**GRÁFICO 58**  
**PRECIO DEL PETRÓLEO WTI**  
**BOLSA DE NUEVA YORK**  
**(DÓLARES / BARRIL)**



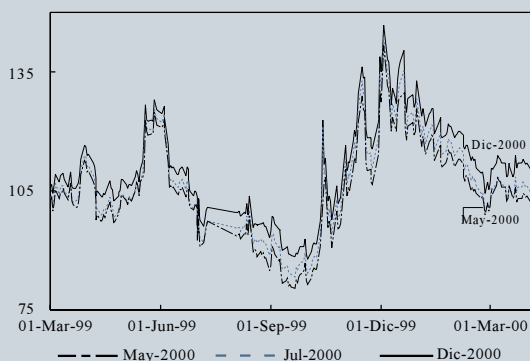
Fuente: Bloomberg.

**GRÁFICO 59**  
**CONTRATOS A FUTUROS**  
**PRECIO DEL PETRÓLEO WTI**  
**BOLSA DE NUEVA YORK**  
**(DÓLARES / BARRIL)**



Fuente: Banco Mundial.

**GRÁFICO 60**  
**CONTRATOS A FUTUROS**  
**CAFÉ ARÁBIGO**  
**BOLSA DE NUEVA YORK**  
**(US\$CTVOS. / LIBRA)**



Fuente: Bloomberg.

## C. PANORAMA FINANCIERO

Aunque gran parte de los países latinoamericanos comienza a registrar algunos síntomas de recuperación, los mercados han mostrado un comportamiento prudente hacia la región. Lo anterior se ha manifestado en una marcada estabilidad de las tasas de deuda soberana para la mayoría de las economías, a excepción de Colombia, caso en el que se presentó un repunte durante el primer trimestre del presente año.

El panorama financiero durante este primer trimestre de 2000 estuvo marcado por el incremento presentado en las tasas de interés de los bonos del tesoro de los Estados Unidos y en los bonos europeos. Como ya se mencionó, este incremento era de esperarse debido al continuado crecimiento de la demanda, lo cual ha generado algunos desequilibrios de orden inflacionario en ambas regiones. Para el próximo trimestre, se espera que la política adoptada por el FED sea aún más agresiva y que se presenten mayores incrementos en las tasas de interés.

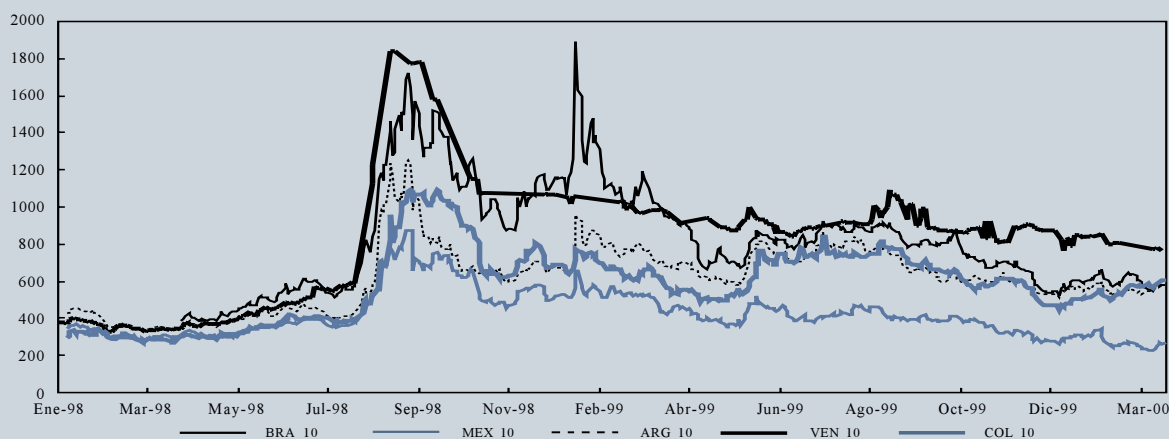
El panorama europeo está altamente ligado a las presiones inflacionarias, salariales y fiscales que están presentándose en los países de la región. En las recientes semanas el BCE ha tenido que revisar su pronóstico de inflación elevándolo en 0,5 puntos porcentuales (1,5% a 2%). Adicionalmente, los elevados incrementos en los precios del petróleo tendrían un efecto en el crecimiento de los salarios. Por último, en algunos países del área (Francia principalmente) se han realizado incrementos importantes en los presupuestos fiscales. La combinación de los efectos anteriores generará presiones alcistas en las tasas de interés, las cuales se espera que tengan incrementos en cerca de 100 pb en lo que resta del año, especialmente en los meses de mayo, julio, septiembre y noviembre.

Los *spreads* de deuda latinoamericana a 10 y 30 años se han incrementado durante el último trimestre, debido en gran parte al incremento que se ha presentado en las tasas de interés de los bonos de los Estados

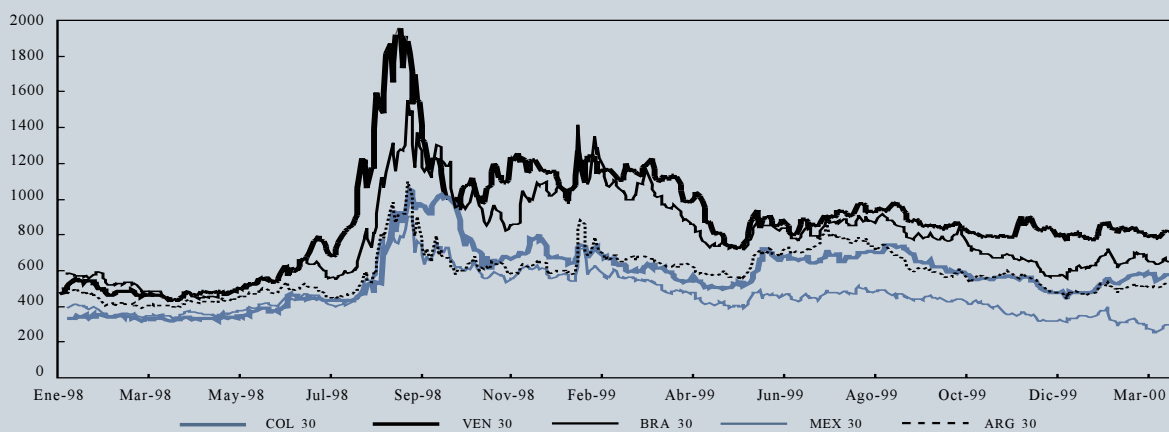
Unidos y Europa. Sin embargo, el incremento no ha sido muy elevado gracias a los buenos resultados en materia fiscal que se han venido presentando en Brasil, al continuo buen desempeño de la economía mexicana y a las recuperaciones en Argentina y Chile. El valor promedio de los *spreads* de deuda a 10 años a finales del primer trimestre del presente año fue de 506 pb, lo cual es superior en 46 pb al promedio observado a finales del trimestre anterior (460 pb). Situación similar ocurrió con el *spread* de deuda a 30 años, el cual fue de 574 pb en promedio, 44 pb más

que el promedio registrado en diciembre del año anterior. Es de especial atención el incremento sostenido en el *spread* de la deuda colombiana a 10 años, el cual ha registrado un incremento de cerca de 200 pb durante los tres primeros meses de este año. El comportamiento del mismo durante los trimestres siguientes estará ligado en gran medida a la reacción que el mercado pueda tener ante el anuncio del retraso en la implementación de algunas reformas económicas planteadas en el acuerdo con el FMI (gráficos 61 y 62).

**GRÁFICO 61**  
**SPREADS DE LA DEUDA LATINOAMERICANA A 10 AÑOS**  
 (PUNTOS BÁSICOS SOBRE EL BONO DEL TESORO AMERICANO A 10 AÑOS)



**GRÁFICO 62**  
**SPREADS DE LA DEUDA LATINOAMERICANA A 30 AÑOS**  
 (PUNTOS BÁSICOS SOBRE EL BONO DEL TESORO AMERICANO A 30 AÑOS)



## V

### PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN

En esta sección se presentan las proyecciones de inflación para los años 2000 y 2001. Para la elaboración de los diversos modelos estadísticos del tipo ARIMA y estructural, se supone que durante el año 2000 se consolida la recuperación económica que se inició en el segundo semestre de 1999, lo cual significa que, durante este año, el PIB exhibirá una tasa de crecimiento positiva pero moderada, la cual se acelerará durante el año 2001. En materia de crecimiento de los agregados monetarios, estos seguirán

estando acordes con la meta de inflación fijada por el Banco de la República del 10% para el año 2000 y con la programación financiera definida en el contexto del acuerdo con el Fondo Monetario Internacional para 2001. Con los supuestos antes señalados, los modelos, tanto estructurales como de series de tiempo, muestran que la inflación al finalizar el año 2000 se ubicaría en un rango entre el 9% y el 11%. Para el año 2001, los modelos en cuestión proyectan una inflación en un rango entre 7,5 y 10%.

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 abril de 2000.