



INFORME SOBRE INFLACIÓN
SEPTIEMBRE DE 1999

BANCO DE LA REPÚBLICA

PRESENTACIÓN, RESUMEN Y CONCLUSIONES

✘ La inflación anual al consumidor a septiembre de 1999 fue de 9,3%, superior en 0,3 puntos porcentuales a la registrada al finalizar el segundo trimestre de 1999 (9,0%), pero inferior en 8,5 puntos porcentuales a la de septiembre de 1998. Por su parte, la inflación anual del productor fue 10,9%, superior en cerca de cinco puntos porcentuales a la registrada al finalizar el segundo trimestre de 1999.

✘ Los desempeños mensuales de la inflación desde febrero de 1999 han permitido un descenso significativo de la inflación de 8,5 puntos en los últimos 12 meses, al punto de alcanzar y mantener una inflación anual de un dígito en los últimos cinco meses. Esta caída es consecuencia de los menores incrementos de precios en todos los grupos que conforman la canasta familiar. En especial se destacan las caídas anuales observadas en los alimentos, cuyos precios pasaron de crecer a una tasa anual de 20,3% en septiembre de 1998 a 4,2% en igual mes de 1999, los de educación de 18,4% a 8,9% y los de vivienda de 15,6% a 8,6%. Al igual que en el trimestre anterior, todos los grupos de la clasificación alterna (transables, indexados, flexibles y cíclicos) vienen contribuyendo a la caída de la inflación. La mayor presión a la baja en los precios la ejerció el componente no transable de la canasta, explicando el 70% de la caída. Este desempeño se explica por el menor crecimiento de la demanda, un favorable ciclo de precios de la carne, los bajos cánones de arrendamiento y la abundante oferta de tubérculos.

✘ En el año completo, el crecimiento de precios fue superior a la inflación promedio para gastos varios (18,9%), transporte (18,9%) y salud (15,7%). Estos grupos se han visto afectados especialmente por el cobro del IVA, en el caso de los gastos varios (artículos de aseo personal); por las altas cotizaciones internacionales del petróleo, en el caso del transporte; por la devaluación en el caso de la salud (drogas). Por debajo del promedio se situaron los alimentos (4,2%), vestuario (4,4%), vivienda (8,6%) y educación (8,9%). En la clasificación económica del Índice de Precios al Consumidor (IPC) solamente el grupo de transables (10,2%) y el grupo de indexados (11,7%) superaron la inflación promedio.

✘ A juzgar por el reciente desempeño de los indicadores de inflación básica, el leve repunte que se observa desde comienzos del tercer trimestre en la inflación total, al pasar de 8,8% (julio) a 9,3% (septiembre), no obedece a presiones de demanda. Por el contrario, el promedio de los cuatro indicadores de inflación básica ha continuado su descenso, pasando de 11,5% en junio a 10,0% en septiembre.

✚ Los reajustes promedio de los salarios industriales a julio se situaron en 16,3%, levemente por debajo de los registrados tres meses atrás (17,2%) y cerca de tres puntos porcentuales menos que los observados en diciembre de 1998. Sin embargo, es importante resaltar que durante los últimos dos meses la tasa de ajuste salarial se ha mantenido constante en 15,5% aproximadamente, no muy lejos de las tasas a las cuales se pactó buena parte de las convenciones colectivas a finales de 1998. Esto probablemente muestra la inflexibilidad a la baja en la tasa de reajuste de los salarios industriales en el mediano plazo en Colombia e implica un crecimiento importante del salario real.

✚ Según la encuesta de expectativas realizada por el Banco de la República, en estos últimos meses se mantuvo la reducción de las expectativas de inflación que se observa desde comienzos de año. Las expectativas para diciembre se redujeron en 1,3 puntos porcentuales respecto a las observadas en el mes de junio. En la actualidad los agentes esperan en promedio una inflación de 12,2% para finales de 1999. Para diciembre del año 2000 los agentes esperan una inflación de 11,3%, mientras que en las encuestas de marzo se esperaba una inflación de 12,2%. Debe tenerse en cuenta que las expectativas de inflación obtenidas a través de la encuesta del Banco de la República han sobrestimado sistemáticamente en cerca de 2 puntos porcentuales la inflación observada.

✚ Indicadores como el consumo de energía eléctrica a septiembre, el comportamiento de la cartera nominal y real del sistema financiero a este mismo mes o las ventas financiadas a través del sistema de tarjetas de crédito a agosto, entre otros, no muestran claramente un quiebre en las tendencias de decrecimiento de la economía. Por otro lado, la incertidumbre jurídica surgida en los últimos meses en torno a la financiación de vivienda probablemente retrasará aún más la reactivación de un sector clave como es la construcción.

✚ No obstante, subsisten signos esperanzadores importantes como son el incremento de los pedidos de la industria y la reducción de las existencias de productos terminados. Igualmente se perciben, especialmente en julio y agosto, algunos signos que podrían sugerir un comportamiento más alentador de las exportaciones menores hacia finales del año, especialmente favorecidas por la mayor devaluación real de los últimos años y por un mayor crecimiento de la demanda externa. De acuerdo con estas señales, la economía podría mostrar algunos síntomas de recuperación a finales del año. De esta manera, difícilmente se generarán presiones inflacionarias serias originadas en la demanda.

✚ Los pronósticos derivados de los modelos ARIMA indican que la inflación para diciembre de 1999 se situará entre 8,1% y 12%. El pronóstico puntual efectuado con cifras a septiembre (10,1%) es menor que el registrado el mes anterior (10,8%). De otra parte, se espera que la inflación básica se sitúe entre 8,2% y 10,2% en diciembre, por debajo de la meta de inflación de 1999.

✘ Los pronósticos derivados de los modelos estructurales confirman que la inflación continuará en niveles bajos hasta fines del año. La combinación de pronósticos arroja una inflación de 9,8% para 1999, de 10,4% para junio del 2000 y de 9,8% para septiembre de ese mismo año. Estos resultados confirman las conclusiones del ejercicio de proyección con base en el comportamiento histórico de los precios de los alimentos, el cual indica que esta puede situarse entre 7,3% y 10,7%, con un promedio de 9,1%.

✘ El promedio móvil de orden 20 de la base monetaria se mantiene muy cercano al punto medio de su respectivo corredor y el M3 continúa alejándose de su límite inferior. Además, durante septiembre, las carteras nominal y real exhibieron una nueva desaceleración. Por último, durante septiembre la tasa real de captación se redujo un poco menos de un punto porcentual frente al nivel observado en agosto, en tanto que la de colocación se redujo 0,5 puntos porcentuales.

✘ Los anteriores resultados y tendencias de la inflación permiten a la Junta Directiva concluir que se logrará una inflación inferior a 11% en 1999 y que se alcanzará la meta de inflación de 10% para el año 2000. Por otro lado, puesto que la base monetaria se encuentra dentro de su corredor, la Junta decidió que hay campo para reducir todas las tasas de intervención del Banco en 100 puntos básicos. La tasa básica para la subasta de REPO queda entonces en 15%, la tasa Lombarda en 21%, que se refiere a la tasa de la ventanilla ilimitada de REPO. La tasa de captación (REPO en reversa) quedó en 11%.

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
SEPTIEMBRE DE 1999

Elaborado por:
Unidad de programación e inflación
Subgerencia de Estudios Económicos

SUBGERENCIA DE ESTUDIOS ECONÓMICOS

Hernando Vargas Herrera

Subgerente

UNIDAD DE PROGRAMACIÓN E INFLACIÓN

Carlos Felipe Jaramillo Jiménez

Director

Oscar Bautista Montero

Edgar Caicedo García

Adolfo León Cobo Serna

Andrés González Gómez

Munir Andrés Jalil Barney

Daniel Mejía Londoño

Luis Fernando Melo Velandia

Jorge Enrique Ramos Forero

CONTENIDO

I.	DESEMPEÑO DE LOS PRECIOS EN SEPTIEMBRE	11
	A. ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR	11
	B. ÍNDICE DE PRECIOS DEL PRODUCTOR	14
II.	DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN	18
	A. AGREGADOS MONETARIOS, TASA DE INTERÉS Y TIPO DE CAMBIO	18
	B. OFERTA Y DEMANDA	24
	C. SALARIOS	29
	D. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA	30
	E. LA SITUACIÓN FISCAL	31
III.	MEDIDORES DE EXPECTATIVAS	35
	ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN	35
IV.	CONTEXTO INTERNACIONAL	38
	A. CRECIMIENTO ECONÓMICO	38
	B. PANORAMA FINANCIERO	40
	C. LOS PRECIOS DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS	43
V.	PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN	44
	A. MODELO ARIMA Y ESTRUCTURALES	44
	B. ESCENARIOS DE EVOLUCIÓN DE ALIMENTOS	44
	C. CONCLUSIONES Y PERSPECTIVAS	45

DESEMPEÑO DE LOS PRECIOS EN SEPTIEMBRE

A. ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR

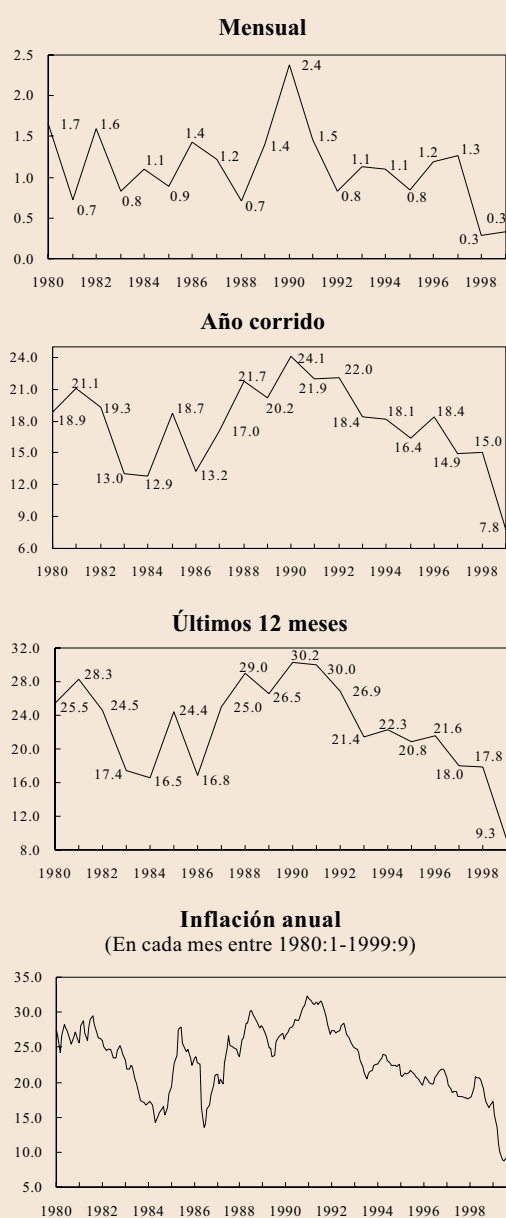
Comportamiento general

La inflación al consumidor en los últimos 12 meses fue de 9,3%, conservando un nivel cercano al exhibido al finalizar el segundo trimestre de 1999 (9,0%), pero inferior en más de ocho puntos porcentuales a la registrada en septiembre de 1998. Durante los primeros nueve meses de 1999 los precios al consumidor alcanzaron una tasa de crecimiento de 7,8%, menor en 7,2 puntos porcentuales a aquella observada en igual período de 1998. La inflación al consumidor en el mes (0,3%), junto con la de septiembre de 1998 (0,3%), son las más bajas para un septiembre desde 1978 (Gráfico 1 y Cuadro 1). Los bajos incrementos mensuales de precios presentados desde febrero de 1999, permitieron alcanzar y mantener una inflación de un dígito en los últimos cinco meses.

Todas las medidas de inflación básica, el IPC sin alimentos, el núcleo inflacionario, la media truncada y la media asimétrica¹ (Cuadro 1 y Gráfico 2), continuaron mostrando una importante disminución en sus variaciones anuales, como ha venido sucediendo a lo largo de 1999. Cabe señalar que el pequeño repunte que se observa en la inflación en los dos últimos meses no corresponde a presiones de demanda, a juzgar por la

¹ A partir de junio de 1999 se cambiaron tres de los cuatro indicadores de inflación básica. De esta manera se introdujeron el núcleo 20, la media truncada 10 y la media asimétrica. Por el contrario, se excluyeron el IPC sin alimentos, servicios y transporte, la media truncada 20 y la mediana. Esta determinación se tomó de acuerdo con las conclusiones y recomendaciones del reciente trabajo realizado por la Subgerencia de Estudios Económicos, titulado: "Evaluación de indicadores de inflación básica en Colombia: 1989-1998", Banco de la República, 1999. En la parte inferior del Cuadro 1 se presenta, con carácter informativo, la mediana y el IPC sin alimentos, servicios y transporte.

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



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

CUADRO 1
INDICADORES DE INFLACIÓN
(VARIACIONES PORCENTUALES A SEPTIEMBRE DE 1999)

	Mensual			Corrida			Anual		
	1997	1998	1999	1997	1998	1999	1997	1998	1999
I. IPC	1,3	0,3	0,3	14,9	15,0	7,8	18,0	17,8	9,3
Alimentos	1,8	(1,5)	0,1	13,7	17,6	6,0	17,8	20,3	4,2
Vivienda	0,9	1,2	0,2	14,3	12,4	4,7	17,9	15,6	8,6
Vestuario	0,6	0,4	0,2	7,2	6,1	2,7	9,2	8,3	4,4
Salud	0,8	0,7	1,3	19,9	18,8	13,9	21,9	20,4	15,7
Educación 1/	1,8	1,7	0,0	22,5	18,2	9,7	22,7	18,4	8,9
Transporte	0,6	0,3	1,6	17,2	17,0	15,7	18,1	21,0	18,9
Gastos varios	1,2	1,3	0,5	14,0	15,7	14,4	18,1	19,9	18,9
II. Inflación básica 2/	1,0	1,1	0,4	15,4	13,9	8,5	16,9	17,4	10,0
IPC sin alimentos 3/	1,0	1,1	0,4	15,4	13,9	8,5	18,1	16,7	11,6
Núcleo 4/							16,8	17,2	10,5
Media truncada 5/							16,6	17,9	9,1
Media asimétrica 6/							16,2	17,7	8,7
III. IPP	1,3	0,0	1,5	13,5	12,5	10,0	16,1	16,5	10,9
Según uso o destino económico									
Consumo final	1,1	0,1	1,3	12,2	10,5	8,9	14,7	14,9	10,6
Consumo intermedio	1,8	(0,5)	1,1	16,2	15,8	9,7	19,5	18,9	9,1
Bienes de capital	1,2	1,8	3,8	8,3	10,9	16,2	8,9	16,0	20,1
Materiales de construcción	0,1	2,3	1,2	13,0	9,1	10,9	13,2	13,4	14,3
Según procedencia									
Producidos y consumidos	1,1	(0,3)	0,7	14,1	13,1	7,8	17,1	16,7	8,3
Importados	3,1	2,9	3,8	9,6	8,5	16,7	8,4	14,7	21,2
Exportados 7/	2,9	3,8	2,7	25,1	(2,9)	21,0	23,5	5,9	30,0
Según origen industrial (CIU)									
Agric., Silvic. y pesca	1,9	(1,9)	(0,4)	21,3	14,2	6,4	26,7	16,1	2,5
Minería	1,1	(6,8)	0,3	(4,4)	(17,5)	28,6	1,0	(8,9)	43,1
Industria manufacturera	1,1	1,0	2,0	11,4	12,8	10,6	12,9	17,3	13,2
IV. Otros indicadores de inflación básica									
IPC sin alimentos, servicios y transporte 8/	1,1	1,0	0,2	14,8	13,2	6,7	17,5	15,4	9,0
Mediana 9/							16,8	14,5	5,6

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

reciente evolución de los diferentes indicadores. En el tercer trimestre la inflación básica, medida como un promedio de todos los indicadores, alcanzó un 10,0%, inferior en 1,5 puntos porcentuales a la observada en el segundo trimestre de este año. La menor tasa de crecimiento la experimentó la media asimétrica (8,7%) y la más alta el IPC sin alimentos (11,6%).

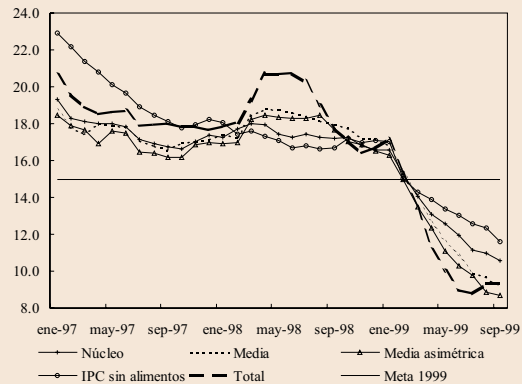
La baja inflación registrada en septiembre (0,3%) se vio favorecida por el buen comportamiento en los precios del grupo educación, cultura y esparcimiento (0,0%) y por los alimentos (0,1%). En la educación este buen resultado se explica por la caída de -12,5% en el IPC de los servicios relacionados con la diversión que incluye cines y discotecas². Por su parte, los alimentos se beneficiaron de las hortalizas, cuyo de crecimiento de precios fue cercano al -2,5%.

Al analizar por grupos la evolución de la inflación en los últimos 12 meses, se observan tres comportamientos diferentes. El primero corresponde a aquellos grupos que lideran la caída de la inflación anual, como son alimentos y vestuario, cuyo crecimiento fue de 4,2% y 4,4%, respectivamente. El segundo recae en los grupos que ostentan crecimiento de precios cercano a la inflación promedio, en este caso vivienda (8,6%) y educación (8,9%). El último, se encuentra en aquellos grupos que experimentaron aumento de precios muy por encima de la inflación promedio, como son salud (15,7%), gastos varios (18,9%) y transporte (18,9%).

Estos últimos grupos, se han visto especialmente afectados durante 1999 por la devaluación, en el caso de la salud, pues los medicamentos superaron el 18% de crecimiento; por el cobro del impuesto al valor agregado (IVA) en gastos varios, en artículos como crema dental (18,9%) y jabón de tocador (14,7%); por el notable incremento en el precio de la gasolina en el caso del transporte, en servicios como pasaje en bus urbano (32,8%), taxi (25,0%) y pasaje en avión

² Este comportamiento atípico obedece a la sustancial caída en el precio de este rubro en Bogotá (-25,1%). De acuerdo con información del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), las salas de cine rebajaron sus precios significativamente.

GRÁFICO 2
EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN TOTAL Y BÁSICA,
1997:1-1999:9
(VARIACIONES PORCENTUALES ANUALES)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

(27,6%). También es importante señalar que el desmonte gradual de subsidios en los servicios públicos generó incrementos sustanciales en teléfono (36,3%) y acueducto (23,0%).

Clasificación alterna: transables y no transables

En el Gráfico 3, se recoge la evolución anual de precios, de acuerdo con una clasificación alterna, la cual divide la canasta del IPC en bienes transables³ y no transables (indexados⁴, flexibles⁵ y cíclicos⁶). En este gráfico se aprecian dos tipos de desempeños. El primero, caracteriza a los bienes flexibles (agrícolas no procesados), los cuales, luego de caer abruptamente en los primeros meses de 1999, han comenzado a exhibir tasas menos negativas de crecimiento en los últimos tres meses. El segundo comportamiento corresponde a una tendencia a la baja durante 1999 en el crecimiento de los precios de los bienes transables e indexados, y aún más fuerte, en los cíclicos.

Aunque todos los precios de los diferente grupos de esta clasificación reflejan, en parte, la caída de la

³ Transables: textiles, calzado, tabaco, bebidas, cereales, lácteos, grasas, drogas, vehículos, electrodomésticos, etc.

⁴ Indexados: arrendamientos, combustibles y servicios públicos, educación, transporte y otros.

⁵ Flexibles: tubérculos, plátanos, hortalizas, legumbres y frutas.

⁶ Cíclicos: carnes y sus derivados.

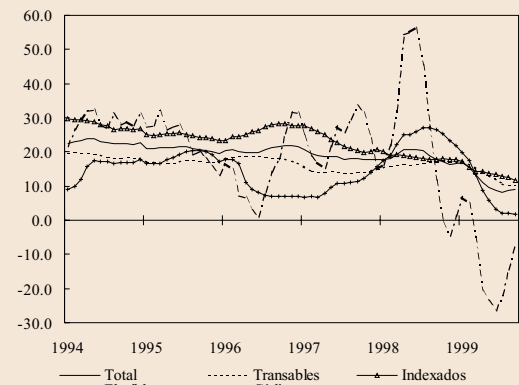
demanda, también han sido beneficiados por otras razones. Los alimentos flexibles se han visto favorecidos por una abundante oferta de alimentos, en especial de tubérculos. Los bajos precios internacionales han compensado con creces los efectos de la devaluación en los bienes transables a lo largo de 1999, mientras que el grupo de indexados se benefició de la caída de los cánones de arrendamiento y los cíclicos de una fase descendente de precios del ganado.

B. ÍNDICE DE PRECIOS DEL PRODUCTOR

Comportamiento general

La inflación anual del productor fue 10,9%, inferior en 5,6 puntos porcentuales a la registrada en septiembre de 1998. Es importante destacar que este resultado es superior en cerca de 5 puntos porcentuales al que se registró al finalizar el segundo trimestre de 1999 (Cuadro 1). En lo corrido del año el Índice de Precios del Productor (IPP) acusó una variación de 10,0%, desempeño inferior en 2,5 puntos porcentuales al del mismo período del año pasado (Gráfico 4). El crecimiento mensual del IPP fue de 1,5%, siendo el mayor registro para un septiembre desde 1991.

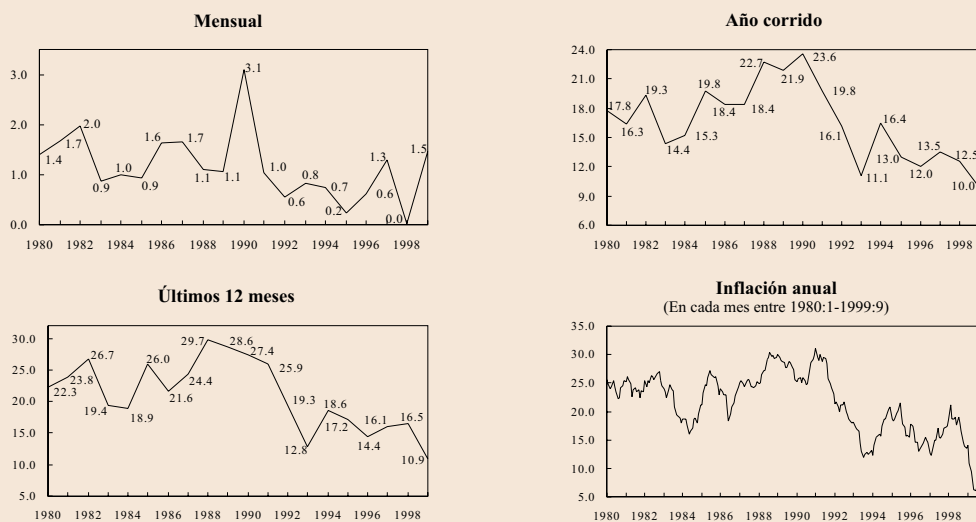
GRÁFICO 3
EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN,
BIENES TRANSABLES Y NO TRANSABLES
1994:1-1999:9
(VARIACIONES PORCENTUALES ANUALES)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Según la clasificación por procedencia de los bienes, se destaca el repunte en los precios de los *bienes importados*, los cuales alcanzaron un crecimiento de 3,8% en septiembre, y en los últimos 12 meses de 21,2%. Este último registro supera ampliamente el incremento registrado en los precios de los bienes producidos y consumidos (8,3%). En la clasificación CIU, *la minería*, con una variación en año completo de (43,1%), es el grupo con peor desempeño, reflejo de los actuales precios altos del petróleo. Los precios del productor de la industria, crecieron 13,2% y los de la agricultura 2,5%.

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



Fuente: Banco de la República, SGEE.

LOS ALIMENTOS Y LA INFLACIÓN EN EL AÑO 2000

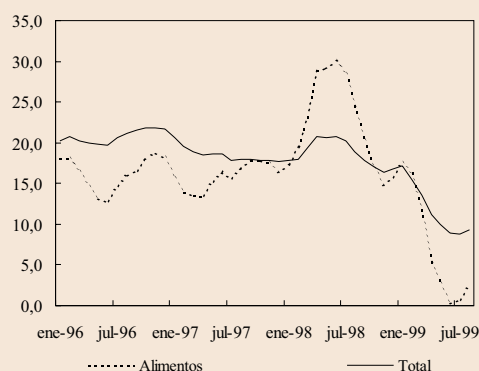
Siendo la inflación en el mediano y largo plazo un fenómeno monetario, en el corto plazo esta puede ser afectada de manera importante por las variaciones de la oferta de alimentos

Es así como la abundante oferta de alimentos observada durante 1999 contribuyó a consolidar el marcado descenso de la inflación observada este año. Una vez superadas las dificultades que trajo la presencia del fenómeno de El Niño en 1998, la oferta agrícola respondió favorablemente, al punto que se registró una caída en el crecimiento de los precios de los alimentos en más de 25 puntos porcentuales entre junio de 1998 y mediados de 1999 (véase Gráfico).

¿Qué se puede esperar para el año 2000? ¿Subirán los precios de los alimentos como efecto de una contracción cíclica de la oferta y de la mayor devaluación? ¿Qué consecuencias puede tener esto sobre la inflación?

Para responder a los anteriores interrogantes, es importante analizar el comportamiento de la inflación de los alimentos en lo corrido de 1999. Como se aprecia en el Gráfico, luego de situarse por encima de la inflación promedio a lo largo de 1998, el crecimiento de los precios de los alimentos redujo su ritmo al punto de crecer por debajo del 5% en los primeros meses del segundo semestre de 1999, nivel históricamente bajo.

ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR
ENERO 1996-SEPTIEMBRE 1999
(VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL)



¿Qué explica este favorable comportamiento de los precios de los alimentos durante 1999? Lo explica un fuerte e inesperado aumento de la oferta, como consecuencia de un favorable régimen de lluvias durante lo corrido del presente año. En especial, las mayores precipitaciones han estimulado una abundante producción de leche, carne, hortalizas y tubérculos a lo largo de 1999.

Tradicionalmente, después de una fase de abundante oferta agrícola, con precios bajos durante varios meses, los agricultores suelen reducir sus siembras o cambiar el uso de la tierra hacia otras actividades como la ganadería. Este comportamiento reduce la oferta agrícola, dando inicio a una nueva fase ascendente de precios. De cumplirse esta reacción tradicional de los agricultores, puede esperarse una fase de crecimiento de los precios de los alimentos durante el año 2000, la cual podría empezar a finales de 1999.

¿Cuál podría ser el impacto sobre la inflación del posible repunte de precios agrícolas? Una manera práctica de simular el incremento de precios de los alimentos y su impacto en la inflación es a través del análisis de los precios relativos entre alimentos y no alimentos. Al analizar una serie del IPC desde 1954 se observó que luego de una caída pronunciada de dichos precios relativos, estos se incrementaron en los siguientes doce meses en 4,9 puntos en promedio. Si suponemos este comportamiento en el año 2000 y si el IPC sin alimentos presenta una inflación del 9%, los precios de los alimentos deberían crecer a una tasa de 14,3%, utilizando las ponderaciones del IPC vigente hasta 1998. En consecuencia, el año 2000 cerraría con una inflación de 10,9% y el repunte de los alimentos sería responsable de 2,9 puntos porcentuales adicionales en la inflación.

Sin embargo, el impulso a la inflación que pueden generar los alimentos durante el año 2000 será inferior que en años anteriores por varias razones. La primera tiene que ver con la caída de la participación de los alimentos en la canasta familiar. Como se observa en el Cuadro, los hogares colombianos pasaron de destinar a la compra de alimentos un 34,8% de sus gastos, de acuerdo con los resultados de la Encuesta de Ingresos y Gastos en 1984-1985, que fue el soporte para determinar la estructura de ponderaciones del IPC-60, a un 29,5%, de acuerdo con la Encuesta de Ingresos y Gastos de 1994-1995. Esta diferencia se amplía si excluimos los servicios del grupo de alimentos, como lo son las comidas fuera del hogar, al pasar de 33,5% en 1984-1985 a 22,8% en 1994-1995. Esta menor participación de los alimentos en la canasta básica implicará que las oscilaciones en sus precios tendrán un efecto menor sobre la inflación agregada.

COMPARACIÓN DE LAS PONDERACIONES DEL IPC

Concepto	Canastas	
	IPC-60	IPC-98
Alimentos	34,8	29,5
Alimentos sin comidas fuera del hogar	33,5	22,8
Cereales y productos de panadería	4,9	3,3
Tubérculos y plátanos	2,6	1,8
Hortalizas y legumbres	3,0	1,9
Frutas	1,9	1,3
Carnes y derivados de la carne	8,9	6,1
Pescados y otras comidas de mar	0,8	0,6
Leche, huevos y grasas	6,5	4,6
Alimentos varios	4,8	3,4
Comidas fuera del hogar	1,4	6,7
Resto de la canasta	65,2	70,5

Fuente: CONFIS.

Si corregimos los cálculos del ejemplo incorporando las ponderaciones de la nueva canasta, la inflación total para el año 2000 sería inferior en 0,3 puntos porcentuales (10,6%).

La segunda razón tiene que ver con los cambios introducidos por el DANE en el cálculo del IPC a partir de diciembre de 1998. Mientras el IPC-60 se calculaba exclusivamente con un índice Laspeyres, la nueva canasta IPC-98 se construye utilizando tanto la fórmula Laspeyres, para el nivel alto de agregación como la media

geométrica para la agregación de los precios que componen los gastos básicos¹. Esta innovación en la metodología de cálculo implica que el efecto de un repunte en los precios de los alimentos será menor que en el pasado porque una media geométrica es menos sensible a variaciones extremas.

Finalmente, cabe considerar el efecto de la devaluación sobre los precios de los alimentos. Diversos análisis realizados en el Banco de la República muestran que no existe una relación importante entre la evolución de la tasa de cambio y los precios de los alimentos al consumidor. Esto se debe fundamentalmente a que la mayor parte de estos no son transables internacionalmente, por lo cual sus precios surgen de la interacción entre la demanda y la oferta interna.

En suma, no se debe esperar un repunte sustancial en la inflación del próximo año como resultado de una posible recuperación de los precios de los alimentos. A juzgar por el comportamiento histórico de los precios de los alimentos, el aumento se concentraría especialmente en el primer semestre y debería diluirse en los últimos meses del año.

¹ Al respecto véase: DANE, Metodología del IPC-98, Bogotá, 1998 (Mimeo).

II

DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN

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

En esta sección se consideran 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.

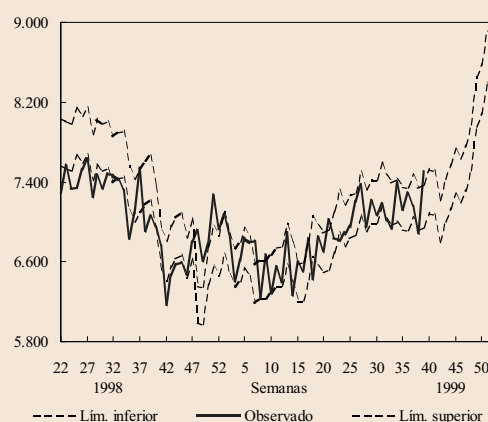
Base monetaria

La base monetaria al 1 de octubre se situó en \$7.498 miles de millones (mm), con una tasa de crecimiento durante el año completo de 6,3%. Frente al corredor indicativo estuvo 1,7% por encima del límite superior (Gráfico 5).

En septiembre, la tasa de crecimiento anual del saldo promedio de la base monetaria fue de 1,5%, 7,5 puntos porcentuales mayor que el crecimiento presentado en el mes de junio. Por usos de la base monetaria, su comportamiento se explica por el incremento de las tasas de crecimiento anual tanto del efectivo como de la reserva que pasan de 19,0% y -28,6% a 30,8% y -24,7%, respectivamente (Gráfico 6).

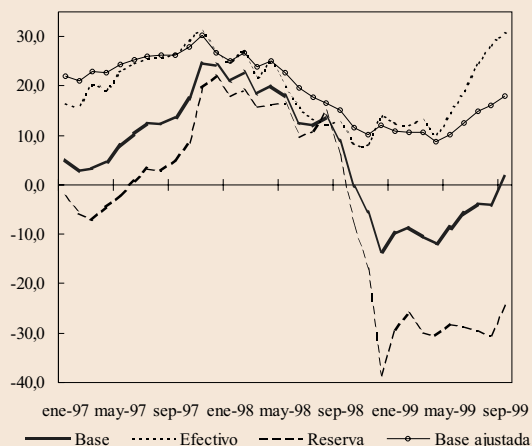
La tasa de crecimiento anual promedio de la base monetaria ajustada por pasivos sujetos a encaje (PSE) al cierre de septiembre fue de 18,0%, 5,6 puntos porcentuales mayor que la tasa que presentaba al cierre

GRÁFICO 5
BASE MONETARIA
CORREDOR DE SEGUIMIENTO SEMANAL
(MILES DE MILLONES DE PESOS)



Fuente: Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos.

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



Fuente: Banco de la República, SGEE.

de junio. La base monetaria ajustada resulta de corregir la demanda por reservas, aplicando a los PSE la estructura actual de encaje promedio (5,7%).

Medios de pago M1

El saldo de M1 al 1 de octubre cerró en \$9.420 mm con una variación durante el año completo de 11,4%. Su tasa de crecimiento anual promedio en este mismo mes se incrementó frente a la registrada en junio de 4,3% a 11,9%. Este comportamiento se explica por los mayores ritmos de crecimiento del efectivo, ya comentado, y de las cuentas corrientes, que pasan de -5,5% a -0,8% (Gráfico 7).

M3 más bonos

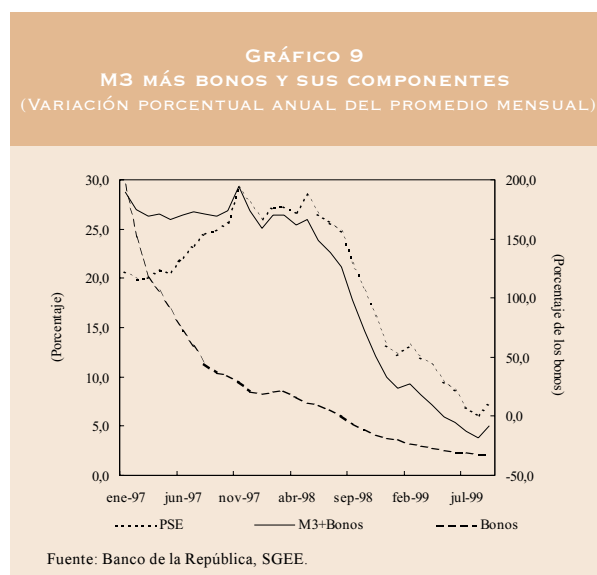
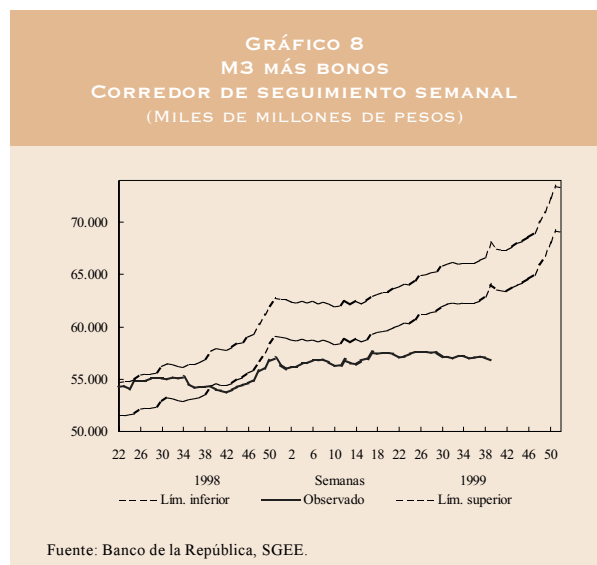
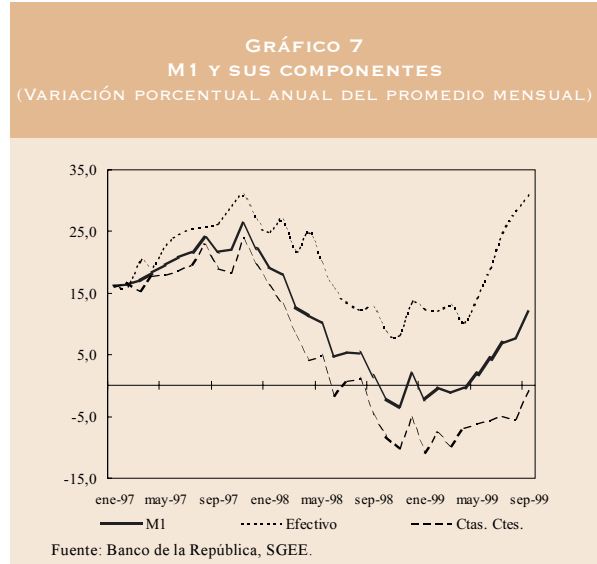
El agregado monetario más amplio de liquidez, M3 más bonos, se situó el 1 de octubre en \$56.810 mm con una tasa de crecimiento anual de 4,6%. Frente al corredor indicativo, estuvo 11,3% por debajo del límite inferior (Gráfico 8).

La tasa de crecimiento anual del saldo promedio de M3 más bonos en septiembre descendió frente a la de junio, al pasar de 5,3% a 5,0%. Esta reducción se explica por la disminución en el ritmo de crecimiento tanto de los PSE como de los bonos (Gráfico 9).

La tasa de crecimiento anual del saldo promedio de los PSE se redujo de 8,5% en junio a 7,2% en septiembre. Esto se explica, principalmente, por la caída que presentó el ritmo de crecimiento de los certificados de depósito a término (CDT) de 14,2% a 6,0% y que no fue compensado por las mayores tasas de crecimiento de las cuentas corrientes, ya explicado, y de las cuentas de ahorro que pasaron de 6,7% a 12,0% (Gráfico 10).

El multiplicador monetario promedio entre junio y septiembre descendió de 8,260 a 7,933. Este comportamiento se asocia a los mayores coeficientes de efectivo y reserva, que pasan de 0,079 y 0,052 a 0,083 y 0,054, respectivamente (Gráfico 11).

El multiplicador promedio monetario de la base monetaria ajustada también descendió entre junio y septiembre de 7,971 a 7,748.



Crédito

El saldo de la cartera total del sistema financiero sin FEN, en moneda nacional y moneda extranjera, ascendió el 1 de octubre a \$49.627 mm con un crecimiento anual de -1,5%. En moneda nacional, la tasa de crecimiento anual fue 0,7% y en moneda extranjera -16,9%. La tasa de crecimiento anual de esta última equivalente en dólares fue de -35,1%.

El crecimiento anual del saldo promedio de la cartera en septiembre fue menor que el presentado durante el mes de junio al pasar de 0,6% a -1,4% (Gráfico 12).

Por su parte, la tasa de crecimiento del saldo de la cartera bruta real en moneda nacional del sistema financiero en septiembre se reduce frente a la de junio al pasar de -4,0% a -6,5% (Gráfico 13).

2. Tasas de interés

La tasa de captación promedio medida por el DTF se situó al cierre de septiembre de 1999 en 18,1%. Por su parte, la tasa media de colocación cerró en 25,6%. La diferencia entre ambas tasas fue de 7,6 puntos porcentuales, inferior en 1,9 puntos a la diferencia que se registró el trimestre anterior (Gráficos 14 y 15). De otro lado, la tasa de interés interbancaria estuvo durante el mes, en promedio, en 17,0% (Gráfico 16).

La tasa real (*ex-post*) de captación pasó de 8,2% al final de junio de 1999 a 8,0% al cierre de septiembre. Por su parte, la tasa real de colocación pasó de 16,9% a 14,9% en igual período (Gráfico 17).

El Gráfico 18 muestra cómo ha evolucionado la tasa interbancaria en diferentes plazos durante los últimos nueve meses. Desde noviembre de 1998 se venía presentando una tendencia decreciente para todos los plazos, la cual se interrumpió en junio del presente año. A partir del mes de julio el nivel de dichas tasas a plazos largos ha sido bastante estable alrededor del 18%, con tendencia al alza en los plazos más largos.

En el Gráfico 19 se puede ver el comportamiento de las curvas *spot* y *forward* para los últimos ocho meses. La curva *spot* (línea gruesa) muestra que la ten-

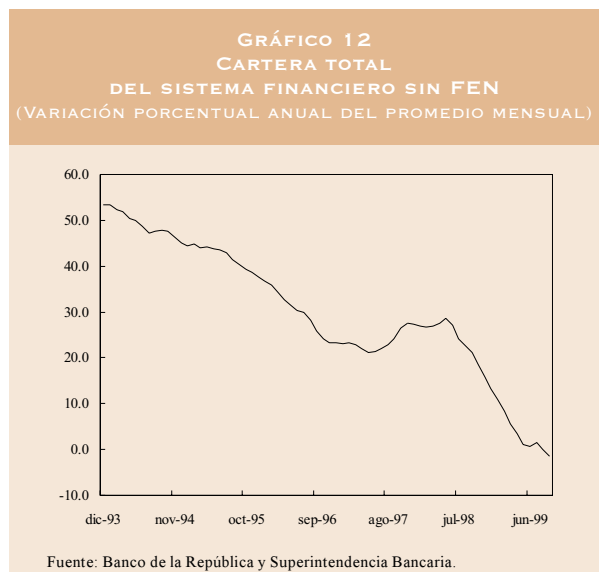
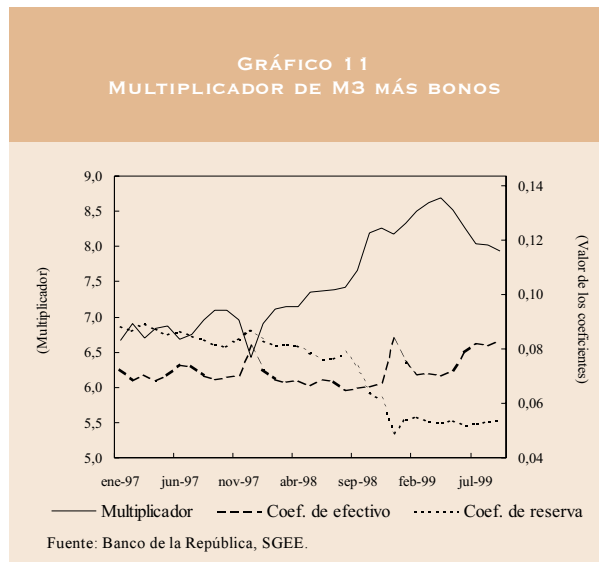
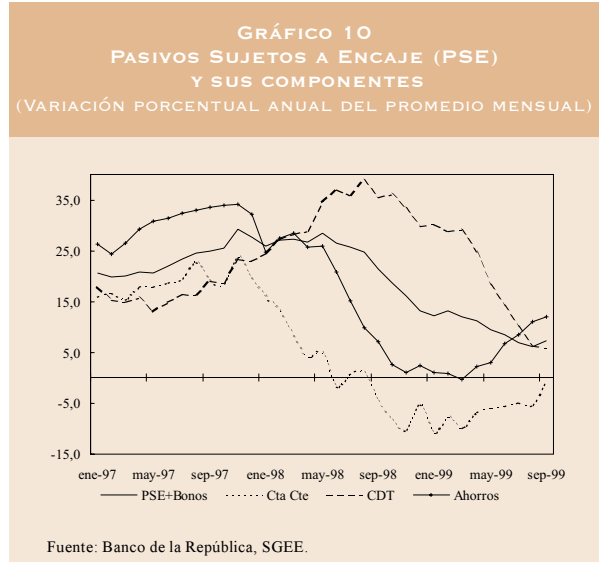
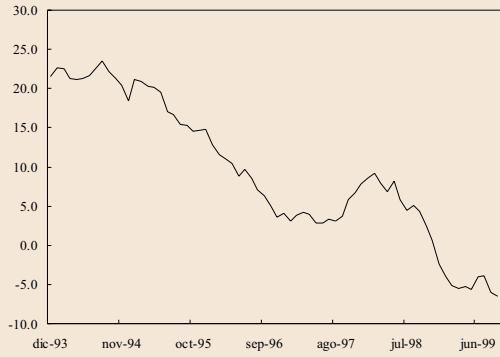
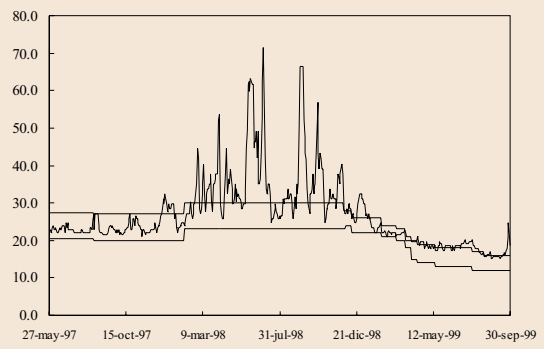


GRÁFICO 13
CARTERA BRUTA REAL EN MONEDA NACIONAL
DEL SISTEMA FINANCIERO SIN FEN
(VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL)



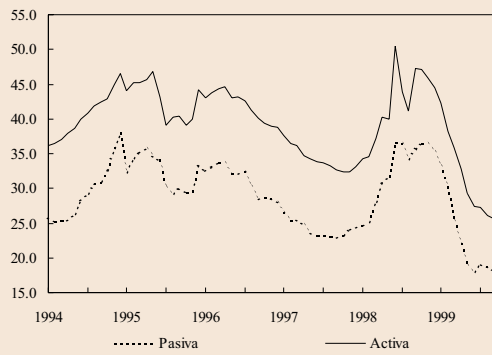
Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

GRÁFICO 16
FRANJA DE INTERVENCIÓN Y TIB
1997:5-1999:9
(PORCENTAJE)



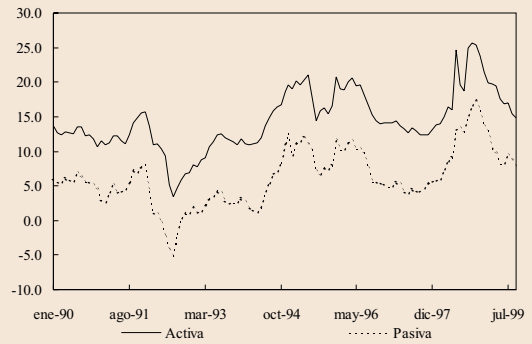
Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

GRÁFICO 14
TASAS DE INTERÉS ACTIVAS Y PASIVAS
(TASA EFECTIVA ANUAL)



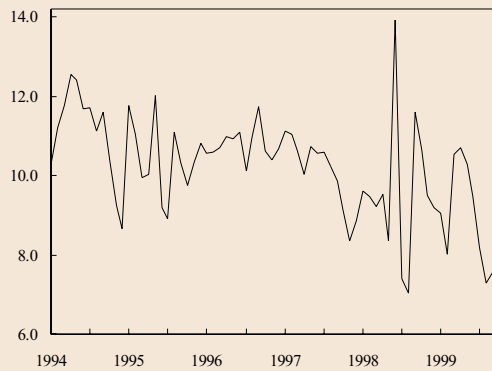
Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

GRÁFICO 17
TASAS REALES DE CAPTACIÓN Y COLOCACIÓN
DEL SISTEMA FINANCIERO
(PORCENTAJE)



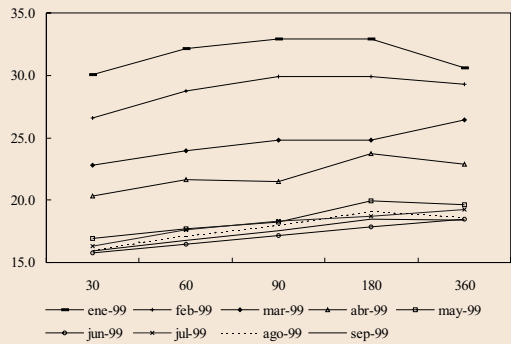
Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

GRÁFICO 15
DIFERENCIA ENTRE TASA ACTIVA Y PASIVA
DEL SISTEMA FINANCIERO
(PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

GRÁFICO 18
TASA BÁSICA A DIFERENTES PLAZOS (TBS)
CALCULADA POR LA SUPERINTENDENCIA BANCARIA
(PORCENTAJE)



Fuente: Superintendencia Bancaria.

dencia a la baja de las tasas de interés a 90 días que venía presentándose desde principios del año se interrumpió para estabilizarse alrededor de niveles del 18% durante los últimos tres meses.

Cada uno de los puntos de las curvas *forward* (líneas delgadas) muestra la expectativa de los agentes sobre la tasa a 90 días actualmente (primer punto), dentro de 30 días (segundo punto) y así sucesivamente hasta dentro de 360 días. Las curvas *forward* a partir del mes de junio del presente año han presentado una forma plana, lo cual refleja que el mercado no espera grandes cambios en los retornos de los CDT a 90 días a plazos largos.

3. Diferenciales de rentabilidad

Tras la eliminación de la banda cambiaria se propone, a partir de este informe, un nuevo indicador de diferencial de rentabilidades interna y externa. Para construir dicho indicador se tomaron las devaluaciones implícitas pactadas en los contratos *forward* de compra de dólares (entre 80 y 100 días) del sistema financiero. La tasa pasiva externa de referencia que se tomó fue la Libor (a 90 días) y la tasa pasiva interna de referencia es el DTF.

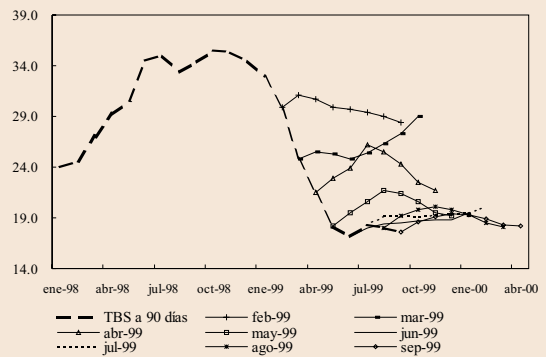
En el Gráfico 20 se comparan la rentabilidad externa esperada, la rentabilidad de las inversiones internas (medidas por el DTF) y la externa observada, la cual está rezagada tres meses. Durante todo el año la rentabilidad externa esperada ha sido mayor que la interna. Sin embargo, en el mes de septiembre las dos rentabilidades fueron iguales.

4. Tipo de cambio

La tasa de cambio nominal cerró el mes de septiembre en \$2.017 por dólar, con una devaluación en año corrido de 30,8% y una devaluación anual de 29,6% (Gráficos 21 y 22).

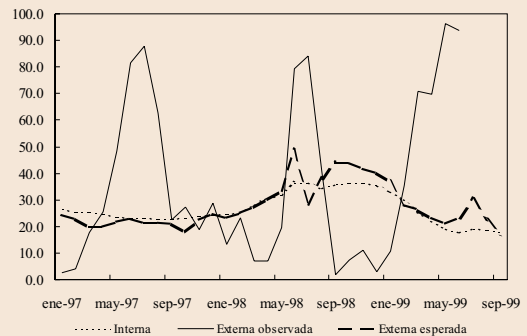
Antes de la eliminación de la banda cambiaria, el 25 de septiembre del presente año, el tipo de cambio estuvo ubicado en la mitad superior de la banda cambiaria definida el 28 de junio de 1999. Entre el

GRÁFICO 19
PROYECCIÓN TBS A 90 DÍAS
(PORCENTAJE)



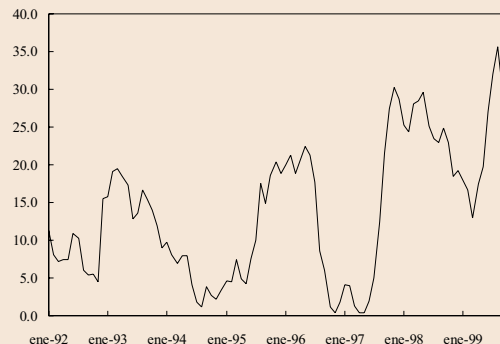
Fuente: Superintendencia Bancaria.

GRÁFICO 20
RENTABILIDAD EXTERNA E INTERNA ANUAL
OBSERVADA VS ESPERADA
(PORCENTAJE)



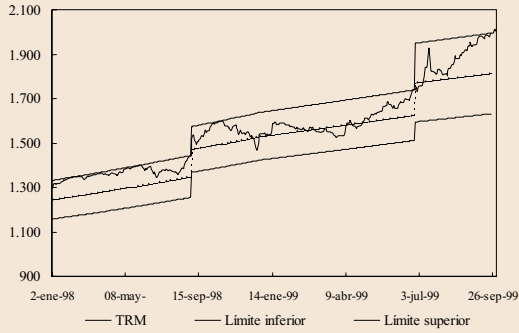
Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 21
DEVALUACIÓN NOMINAL ANUAL
(PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

GRÁFICO 22
TASA REPRESENTATIVA DE MERCADO
Y BANDA CAMBIARIA, 1998:1- 1999:9
(PESOS POR DÓLAR)



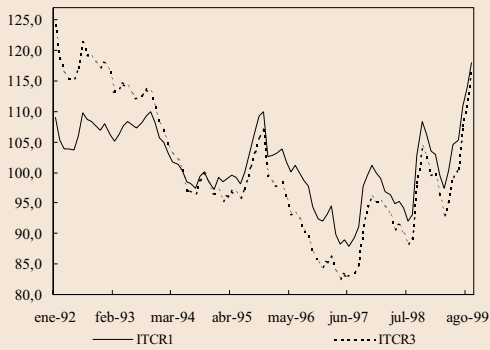
Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

GRÁFICO 25
DEVALUACIÓN REAL ANUAL, ITCR3 (1994 = 100)
1992:1-1999:9
(PORCENTAJE)



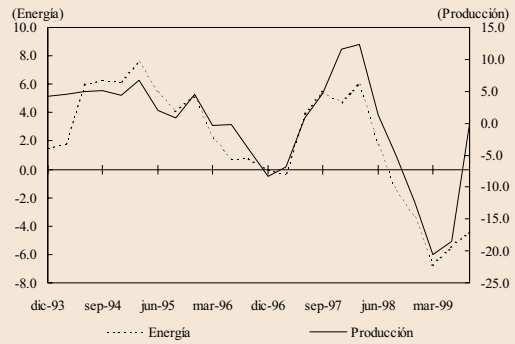
Fuente: Banco de la República, SGEE.

GRÁFICO 23
TASA DE CAMBIO REAL ITCR1 E ITCR3
1994=100
1992:1-1999:9



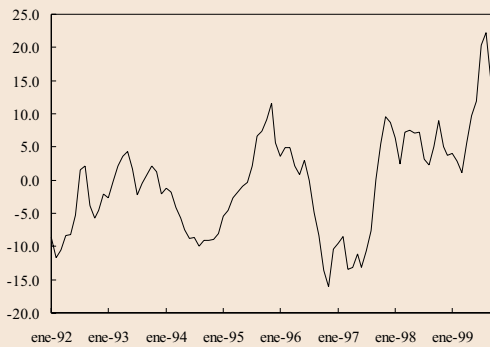
Fuente: Banco de la República, SGEE.

GRÁFICO 26
DEMANDA DE ENERGÍA VS PRODUCCIÓN INDUSTRIAL
CIFRAS TRIMESTRALES
(VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL)



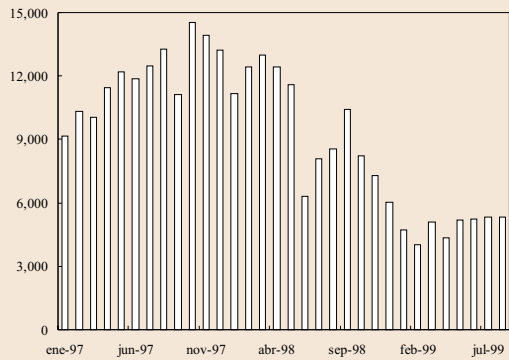
Fuente: ISA y DANE.

GRÁFICO 24
DEVALUACIÓN REAL ANUAL, ITCR1 (1994=100)
1992:1-1999:9
(PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República, SGEE.

GRÁFICO 27
VENTAS MENSUALES DE AUTOMÓVILES
(UNIDADES VENDIDAS)



Fuente: DNP.

primero y el 25 de septiembre la tasa representativa del mercado (TRM) estuvo, en promedio, a 19 pesos por debajo del techo de la banda cambiaria, 161 pesos por encima del punto medio y 342 pesos por encima del punto mínimo.

5. Tipo de cambio real

En promedio, la tasa de cambio real medida por el ITCR1 (1994 = 100), que utiliza el índice de precios del productor del país y de sus 20 socios comerciales, se ubicó, en promedio, en 118,1 durante septiembre, con una devaluación en año corrido de 14,0% y una devaluación en año completo de 15,0% (Gráfico 23 y 24).

Si se emplea el ITCR3 (1994 = 100), que utiliza el índice de precios al consumidor, se obtiene que la devaluación año corrido a septiembre es de 17,4% y para el año completo de 19,0% (Gráfico 25).

B. OFERTA Y DEMANDA

Los diferentes indicadores sobre actividad económica para el tercer trimestre de 1999 sugieren que la economía colombiana siguió contrayéndose en este período.

Es así como el consumo de energía eléctrica, tradicionalmente un buen indicador de la actividad económica urbana, durante el tercer trimestre decreció en promedio a una tasa anual del 4,4%. Aún así, este ritmo es inferior al que se observó durante el primero y segundo trimestres del año (-6,7% y -5,5% respectivamente) (Gráfico 26).

Algo similar sucedió con las ventas de automóviles, las cuales decrecieron un 53% anual para el período comprendido entre enero y agosto. Para este último

CUADRO 2
PRODUCTO INTERNO BRUTO, TRIMESTRAL
SEGÚN GASTO PARA 1999
(VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL)

	Observado		Proyecciones efectuadas en	
	I Trim.	II Trim.	Junio	Septiembre
PIB	(5,8)	(7,6)	1,3	(3,5)
Importaciones	(12,1)	(18,4)	(2,3)	(19,9)
Consumo final	(2,3)	(2,8)	(1,2)	(3,7)
Hogares	n.d.	n.d.	(0,9)	(5,2)
Administración pública	n.d.	n.d.	(2,5)	2,0
Formación bruta interna de capital	(38,0)	(46,6)	2,3	(29,0)
Formación bruta de capital fijo	n.d.	n.d.	(4,5)	(27,5)
Privada	n.d.	n.d.	(5,3)	(53,7)
Pública	n.d.	n.d.	(3,5)	2,6
Variación de existencias	n.d.	n.d.	35,0	(50,8)
Subtotal: demanda final interna	(9,5)	(11,7)	(0,5)	(8,5)
Exportaciones	10,5	3,1	6,6	5,7

n.d. No disponible.

Fuente: DANE, observado; DNP, proyectado.

mes, el número de unidades vendidas ascendió a 5.330, un nivel levemente superior al observado durante los primeros cuatro meses del año, pero muy inferior a lo que han sido sus niveles históricos promedios durante la presente década (Gráfico 27).

Además de los indicadores señalados, las cifras sobre el comportamiento industrial durante julio y agosto, y diversos indicadores sobre el comportamiento del crédito del sistema financiero no permiten ser optimistas acerca del crecimiento para el tercer trimestre de este año. Es de esperar que las cifras de crecimiento del PIB, durante este período, sean negativas, con lo cual se completarían cinco trimestres de crecimiento negativo continuo.

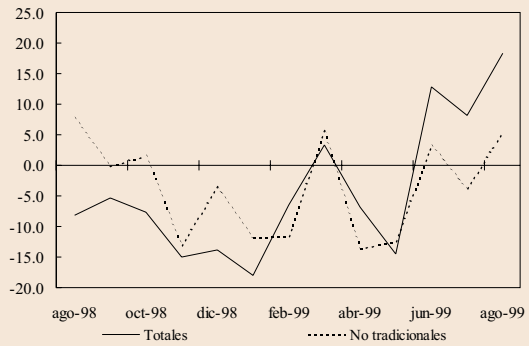
En el último mes, el Departamento Nacional de Planeación (DNP) revisó a la baja las cifras de crecimiento previstas para 1999. En la actualidad, dicha entidad prevé un crecimiento de -3,5% para este año, cifra que está muy por debajo de las proyecciones que se tenían tres meses atrás (Cuadro 2).

Si bien durante el tercer trimestre se mantuvieron las tasas de interés en niveles relativamente bajos, lo cual debería favorecer una reactivación de la demanda, en estos meses no desaparecieron varios de los factores adversos al crecimiento que se han observado en el último año.

En primer lugar, las condiciones externas siguieron siendo adversas para el desempeño de las exportaciones colombianas. Los precios de varios de nuestros productos de exportación, liderados por el café, continuaron registrando niveles muy bajos o se redujeron aún más. De igual manera varios de nuestros mercados de exportación atraviesan en la actualidad por un período de recesión pronunciado, lo que frena las posibilidades de crecimiento de nuestras exportaciones (véase Sección Contexto internacional).

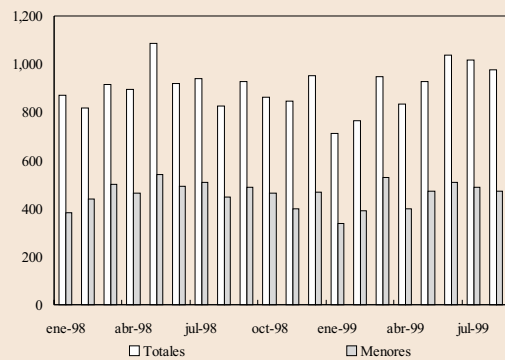
En segundo lugar, la debilidad que registra el sistema financiero desde el año anterior ha impedido que el sector cuente con recursos frescos suficientes para reanudar de manera generalizada y rápida su actividad crediticia. A esta situación probablemente con-

GRÁFICO 28
CRECIMIENTO ANUAL DE LAS EXPORTACIONES MENSUALES (PORCENTAJE)



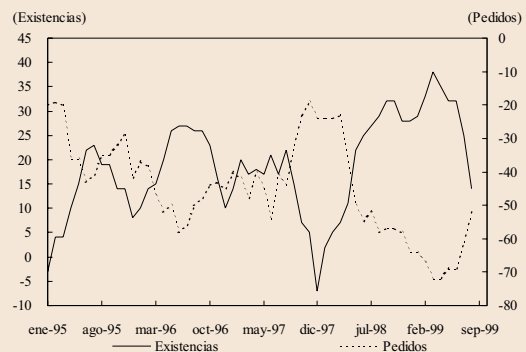
Fuente: DANE.

GRÁFICO 29
VALOR DE LAS EXPORTACIONES MENSUALES (MILLONES DE DÓLARES)



Fuente: DIAN.

GRÁFICO 30
ENCUESTA DE OPINIÓN EMPRESARIAL (BALANCES-CIFRAS A AGOSTO DE 1999)



Fuente: SGEE con base en cifras de la encuesta de opinión empresarial (EOE) de Fedesarrollo.

tribuyó el drenaje de liquidez que se observó durante los últimos dos meses como consecuencia de la incertidumbre cambiaria, la cual condujo a una escasez adicional de ahorro que, además, frenó la caída de las tasas de interés.

Por último, la incertidumbre jurídica reciente en torno a la financiación de la vivienda no ha contribuido a la pronta recuperación, no solo del sector de la construcción, sino de la economía en su conjunto, dado el alto poder multiplicador que este tiene.

Pese a los factores negativos anotados anteriormente, durante el tercer trimestre surgieron varias señales favorables de reactivación. La primera de ellas tiene que ver con el mejor comportamiento de las exportaciones, incluidas las menores. En efecto, durante los meses de julio y agosto las exportaciones totales mensuales exhibieron un crecimiento anual promedio positivo del 13%, en gran parte explicado por las exportaciones de petróleo (Gráfico 28).

Las exportaciones no tradicionales también contribuyeron al mejor desempeño de las exportaciones totales. El crecimiento promedio de las exportaciones no tradicionales mensuales en julio y agosto fue del 1%, el cual se compara favorablemente con el crecimiento promedio registrado en el primer semestre del año y cuyo resultado fue de -7%. Estas mayores tasas de crecimiento no solo obedecen al efecto estadístico de comparar con una base más baja durante el segundo semestre de 1998. En los últimos meses también se ha registrado un incremento en el valor de las exportaciones de un 10% respecto a los niveles observados en los primeros seis meses del año (Gráfico 29).

La recuperación de las exportaciones totales en el último trimestre ha estado estrechamente relacionada con los mejores precios del petróleo, pero a ella también debe haber contribuido la aceleración de la devaluación real. Este factor ha empezado a compensar, parcialmente, el menor dinamismo de la demanda externa y los bajos precios internacionales.

Otra señal favorable corresponde a la reducción de las existencias de productos terminados de la industria y a la recuperación de los pedidos (Gráfico 30). De acuerdo con la Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo, las existencias se han reducido continuamente desde marzo, y para agosto, último mes para el cual se dispone de información, registraban niveles que no se observaban desde abril de 1998, período en que se inició la actual fase de contracción de la economía. Por su parte, los pedidos muestran una recuperación continua desde mayo, con un salto de alguna consideración durante agosto. Tanto la tendencia decreciente de las existencias, como la tendencia creciente de los pedidos se presentan para todos los tipos de empresas (grandes, medianas y pequeñas), lo cual no sucedía meses atrás.

Por último, los avances en las negociaciones con el Fondo Monetario Internacional (FMI) y las perspectivas de obtener recursos frescos del exterior son factores que pueden reducir la incertidumbre cambiaria y facilitar una salida pronta de la crisis.

1. Producto Interno Bruto (PIB)

El último dato disponible sobre crecimiento observado del PIB corresponde al del segundo trimestre de 1999. De acuerdo con el DANE, el PIB del segundo trimestre creció -7,6% respecto a igual período de 1998 (Cuadro 3). Este ritmo de contracción es mayor que el que se observó durante el primer trimestre del año y señala una profundización de la recesión en este período a niveles no vistos desde que existen cifras trimestrales del PIB.

Por tipo de gasto, tan solo la demanda por exportaciones presenta un crecimiento positivo. Durante el segundo trimestre, las exportaciones reales medidas en pesos crecieron 3,1% respecto a igual período de 1998.

Por ramas de actividad económica, sobresale la mayor contracción del sector de la construcción, especialmente aquella realizada por el sector privado, la cual decreció un 40,6% frente a los niveles registrados en el segundo trimestre de 1998.

CUADRO 3
PRODUCTO INTERNO BRUTO REAL
POR RAMAS DE ACTIVIDAD ECONÓMICA-1999
 SERIES DESESTACIONALIZADAS
 (VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL)

	Observado	
	I Trim.	II Trim.
PIB	(5,8)	(7,6)
Agropecuario	1,2	(4,9)
Café sin tostar	3,1	(4,9)
Industria manufacturera	(18,6)	(17,0)
Construcción	(14,7)	(24,0)
Edificaciones y otros	(27,4)	(40,6)
Obras civiles	(1,7)	(4,6)
Comercio, restaurantes y hoteles	(8,6)	(9,5)
Sector financiero	(7,5)	(7,0)
Servicios Com., Soc. y personales	2,2	2,1
Servicios de administración pública	3,5	3,1
Explotación de minas y canteras	12,8	8,8

Fuente: DANE.

De hecho durante el segundo trimestre la actividad constructora privada aceleró de manera sustancial su ritmo de contracción frente a lo observado en el primer trimestre de 1999 (-27,4%) y frente a lo observado durante 1998 (-16,0%). En realidad, buena parte del mayor ritmo de contracción observado para el PIB global durante el segundo trimestre frente a trimestres anteriores, descansa en el pésimo desempeño de este sector.

Otros sectores que exhibieron tasas de crecimiento anual negativas apreciables durante el segundo trimestre fueron la industria manufacturera (17,0%), el comercio (9,5%) y el sector financiero (7,0%). En todos estos casos, sin embargo, las tasas de contracción se mantuvieron en los niveles observados durante el primer trimestre.

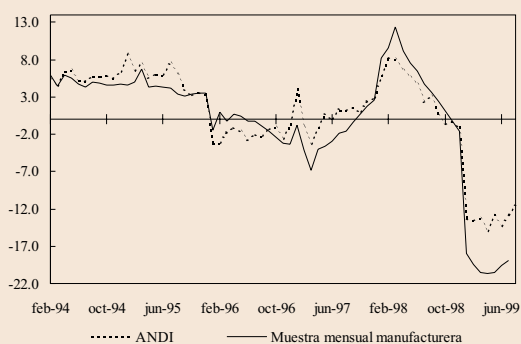
Los únicos sectores que exhibieron tasas de crecimiento anual positivas fueron el de explotación de minas y canteras (8,8%) y el de servicios personales, sociales y comunales (2,1%), incluyendo el de servicios de administración pública (3,1%).

2. La industria

De acuerdo con la muestra mensual manufacturera del DANE, en año corrido a julio, la producción industrial decreció, en términos reales, 19% respecto al nivel observado en el mismo período del año anterior. Esta contracción es igual a la observada durante el mes de junio y levemente inferior a la de los primeros seis meses de 1999 en promedio, de tal forma que, con la información disponible hasta esa fecha difícilmente se puede hablar de un cambio en las tendencias de decrecimiento del sector (Gráfico 31).

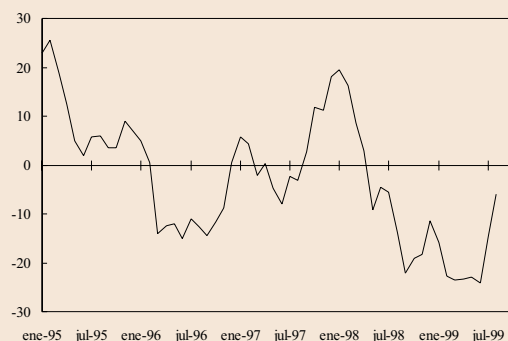
A una conclusión similar se llega cuando se observa la información suministrada por la Encuesta de Opi-

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



Fuente: ANDI y DANE.

GRÁFICO 32
CLIMA DE NEGOCIOS
 (CIFRAS A AGOSTO DE 1999)



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

nión Industrial Conjunta de la ANDI, la cual mostraba una tasa de contracción para la industria en año corrido a agosto levemente inferior a la de los meses inmediatamente anteriores (-11,6%). Para el resto del tercer trimestre tampoco es viable esperar mejores resultados como se desprende del pobre comportamiento de indicadores como el de consumo de energía eléctrica ya mencionado.

Las perspectivas de crecimiento para el cuarto trimestre pueden ser mejores tal y como se desprende del incremento reciente de los pedidos en opinión de los empresarios, y de la reducción progresiva de las existencias.

Algo similar puede decirse cuando se observan las expectativas de los empresarios del sector. En efecto, las expectativas de situación económica en el corto plazo han venido repuntando progresivamente desde junio, mientras que las expectativas sobre la situación económica a seis meses se empezaron a recuperar, con algunos altibajos, en el mes de abril, mostrando un importante repunte durante julio y agosto. Esto se ha reflejado en mejores perspectivas para la producción en el corto plazo (a tres meses). En el Gráfico 32, se presenta el indicador sobre el clima de negocios que promedia el comportamiento de algunas de estas variables.

Aunque no se puede descartar el componente estacional en la explicación de la recuperación de estos y otros indicadores de la industria en julio y agosto, la intensidad y duración del repunte parecen señalar que hay factores de más largo plazo que han contribuido a ella. De esta forma, es posible esperar cierto mejoramiento de los indicadores de producción industrial durante el cuarto trimestre.

3. Consumo

El DANE estimó el crecimiento anual del consumo final durante el segundo trimestre en -2,8% (Cuadro 2). De esta forma, se completan tres trimestres consecutivos de crecimiento anual negativo para tal agregado, siendo este su período más prolongado de contracción en los últimos 20 años, de acuerdo con las series tri-

mestres de gasto existentes en el país. En la actualidad el DNP estima un decrecimiento del consumo final para todo 1999 del orden del 3,7%, mayor que el previsto en estimaciones previas.

La contracción de este agregado probablemente se extendió al tercer trimestre tal y como lo sugiere el gasto financiado por tarjetas de crédito. Para el año corrido a julio y agosto, las ventas y avances mensuales realizados a través del sistema de tarjetas de crédito siguieron mostrando decrecimientos respecto a igual período del año anterior cercanos al 10%. Las cifras en año corrido y año completo tampoco mostraban a agosto síntomas de recuperación (Gráfico 33).

Por su parte, el indicador de efectivo real muestra un importante repunte en los últimos dos trimestres. Sin embargo, en la actualidad este comportamiento no se corresponde con el del Índice de Ventas al por Menor (IVP), con el cual tradicionalmente ha estado correlacionado, ni tampoco con el comportamiento del consumo final, según las cifras del DANE. Todo parece indicar que a lo largo del año ha habido un cambio importante en la composición del portafolio de activos líquidos del público, quizá propiciado por una informalización de las actividades comerciales y financieras, que ha hecho que el efectivo pierda temporalmente capacidad de pronóstico sobre las ventas y el consumo (Gráfico 34).

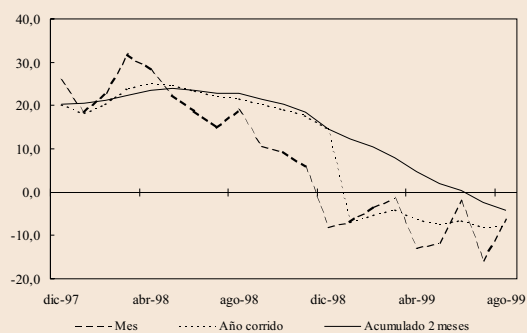
No obstante lo anterior, conviene señalar que durante junio y julio el IVP mensual ha exhibido tasas de contracción menores a las que se observaron durante los primeros meses del año.

4. Inversión

Durante el segundo trimestre de este año, la formación interna bruta de capital exhibió una marcada reducción frente a los niveles observados un año atrás (-46,6%), la cual incluso superó la ya pronunciada reducción del primer trimestre (-38,0%).

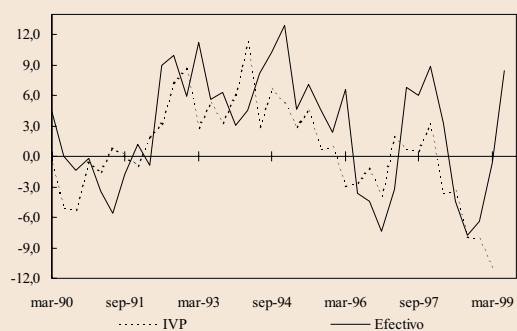
Para el segundo semestre del año no parece haber indicios de una eventual recuperación de este tipo de demanda. Cifras como las importaciones de bie-

GRÁFICO 33
VENTAS Y AVANCES EFECTUADOS
CON TARJETAS DE CRÉDITO, TOTAL SISTEMA
(VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL)



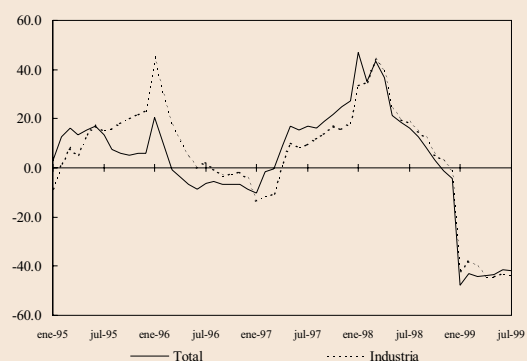
Nota: Tasas de crecimiento nominales.
Fuente: VISA Colombia.

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



Fuente: DANE y Banco de la República.

GRÁFICO 35
IMPORTACIONES DE BIENES DE CAPITAL
(VARIACIÓN AÑO CORRIDO A JULIO DE 1999)



Fuente: DIAN - Manifiestos.

nes durables y de capital, que pueden asociarse con el gasto en inversión, seguían contrayéndose a tasas superiores al 40,0% para las series en año corrido a julio (Gráfico 35). De acuerdo con las proyecciones del DNP, el crecimiento de la inversión para 1999 debe situarse en el orden del -29,0%, siendo la inversión privada, con un decrecimiento de 53,7%, la principal responsable de esta fuerte contracción (Cuadro 2).

C. SALARIOS

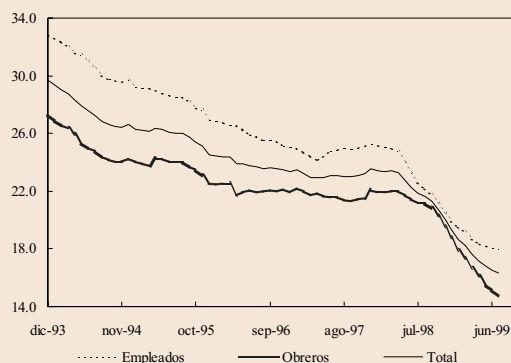
1. Salarios industriales

A julio, los ajustes del salario nominal promedio del sector industrial seguían disminuyendo. Con cifras a este mes, el salario nominal promedio de los últimos 12 meses para el conjunto de trabajadores del sector se ajustó a una tasa anual de 16,3%. Para empleados el reajuste fue del 18,1%, en tanto que para obreros fue del 14,8%. Los reajustes observados a julio resultan ser menores en cerca de un punto porcentual frente a los de marzo, para todos los trabajadores en conjunto (Gráfico 36).

Cabe señalar, sin embargo, que los reajustes para el mes de julio considerado individualmente (15,5%) no difieren sustancialmente de los observados en marzo. De mantenerse esta tendencia en el segundo semestre del año, el reajuste salarial promedio en la industria para todo 1999 debe ser cercano al 15%. Esta cifra no dista mucho de las tasas a las cuales se pactaron las convenciones colectivas a finales de 1998, y pone de presente una importante inflexibilidad de los salarios industriales en el mediano plazo en Colombia, los cuales solo se han visto afectados de manera parcial por el amplio excedente de oferta de trabajo y por las altas tasas de desempleo.

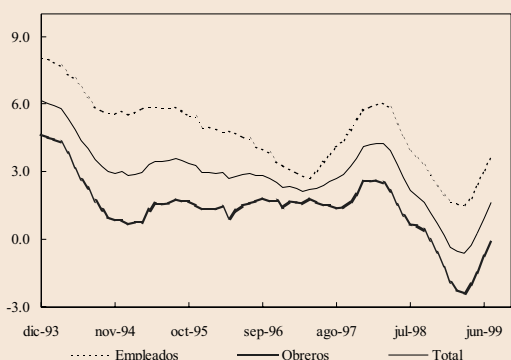
La disminución acentuada de la inflación a lo largo del año ha permitido que los salarios reales del sector hayan ganado un terreno importante y que esta tendencia se mantenga durante los últimos meses para los cuales se dispone de datos. A julio, el salario real

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



Fuente: DANE, muestra mensual manufacturera.

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



Fuente: DANE, muestra mensual manufacturera.

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

Negociaciones a un año			
<16	[16-17]	[17-19]	[19-21,5]
35,4	22,8	36,2	5,6
Negociaciones a dos años			
<16	[16-21]	[IPC-IPC+3]	[SML-SML+2]
28,8	9,5	57,7	4,0

SML = Salario mínimo legal.

Fuente: Ministerio de Trabajo y Seguridad Social.

promedio de los últimos 12 meses creció a una tasa anual de 1,6% para el conjunto de todos los trabajadores del sector (Gráfico 37).

2. 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.

En la parte superior del cuadro se presenta el porcentaje de trabajadores beneficiados por negociaciones de incremento salarial a un año, entre enero y septiembre de 1999. Se observa que el 35,4% de los trabajadores beneficiados con los pactos firmados ha logrado incrementos inferiores al 16%, el 22,8% incrementos entre 16% y 17% y el 36,2% incrementos entre 17% y 19%. En el trimestre anterior, la mayoría de los beneficiados (60,0%) logró aumentos en su salario entre el 16% y el 17% a un año.

La segunda parte, muestra el porcentaje de trabajadores beneficiados por pactos de incremento salarial realizados en 1999 para el 2001. En lo que va corrido del año, la mayoría de los incrementos salariales se ha pactado entre el IPC y el IPC+3 puntos (57,7%). Cabe resaltar que el porcentaje de trabajadores beneficiados con aumentos por debajo del 16% pasó de un 15,8% el trimestre pasado a un 28,8% a septiembre, y que solamente el 9,5% de los incrementos pactados durante este año se han hecho entre 16% y 21%.

D. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA

Los indicadores de utilización de la capacidad instalada de la ANDI y Fedesarrollo mostraron un pequeño repunte en el período comprendido entre junio y agosto, el primer repunte simultáneo y significativo para los dos indicadores desde comienzos de 1998. Aún así sus niveles siguen siendo muy bajos respecto a los promedios históricos (Gráfico 38).

Probablemente buena parte de la recuperación de las series obedece a la mejora estacional de la demanda, normal en la mitad del año, en combinación con una importante reducción de las existencias. Por ello, y dadas las malas perspectivas de crecimiento durante el tercer trimestre, no se espera una recuperación significativa adicional de estos indicadores en los próximos meses.

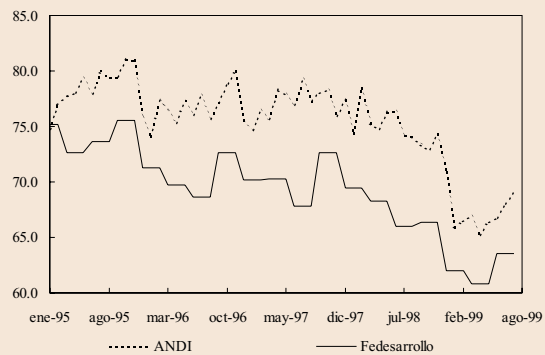
E. LA SITUACIÓN FISCAL

De acuerdo con la última actualización de las proyecciones fiscales del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, el déficit del sector público no financiero, sin privatizaciones, alcanzará 4,8% del PIB en 1999. Por sectores, se observa que mientras el resto del sector público alcanzará un superávit de 0,8% del PIB, el Gobierno Nacional presentará un balance deficitario de 5,6% del PIB. Frente a la proyección del plan financiero presentada en diciembre de 1998, los estimativos actuales revelan un aumento cercano a tres puntos del PIB en el tamaño del déficit consolidado, que es atribuible en su mayor parte al deterioro de la situación financiera de la administración central nacional (Cuadro 5). Así mismo, los estimativos actuales representan un aumento superior a un punto del PIB respecto al déficit observado en 1998, el cual fue de 3,4% del PIB⁷.

Las proyecciones oficiales señalan que los ingresos totales del Gobierno Central crecerán 21,7% frente al nivel alcanzado en 1998 (Cuadro 6). El crecimiento esperado para los ingresos tributarios es de 11,4% y para los ingresos no tributarios -que incluyen entre otras las utilidades del Banco de la República- es de 95,9%.

⁷ De acuerdo con la metodología del FMI, mientras el déficit del sector público no financiero como porcentaje del PIB será de 6,2% para 1999, el del Gobierno Central será de 7,0%. La metodología del FMI difiere de la metodología utilizada en este informe, entre otras cosas, en la manera como se contabilizan las utilidades del Banco de la República que se transfieren al Gobierno Nacional.

GRÁFICO 38
UTILIZACIÓN DE CAPACIDAD INSTALADA
(CIFRAS A AGOSTO DE 1999)



Fuente: ANDI y Fedesarrollo.

CUADRO 5
SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO, 1999 1/
DÉFICIT (-) SUPERÁVIT (+)
(PORCENTAJE DEL PIB)

Concepto	Plan financiero (a)	Proyección actual (b)	Diferencia (a - b)
Eléctrico	(0,1)	(0,3)	(0,2)
CARBOCOL	0,1	0,1	0,0
F.A.E.P.	0,1	0,5	0,4
ECOPETROL	0,3	0,5	0,2
TELECOM	(0,1)	0,1	0,2
Metro de Medellín	0,0	0,1	0,0
Resto de entidades	0,1	0,1	(0,0)
Seguridad social	1,2	0,4	(0,8)
Regional y local	(0,1)	0,2	0,3
Entidades no incluidas	0,1	(0,5)	(0,6)
Fondo Nacional del Café	(0,1)	(0,3)	(0,1)
Gobierno Nacional	(3,7)	(5,6)	(2,0)
Total	(2,2)	(4,8)	(2,6)
Total con privatizaciones	(1,0)	(4,4)	(3,5)

1/ Proyección, 8 de octubre de 1999.
Fuente: CONFIS.

Entre enero y septiembre de 1999, se contabilizan ingresos de operaciones efectivas por \$15.059 mm que representan un nivel de ejecución de 73,3% respecto a la última proyección anual realizada por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

El recaudo de los impuestos se ha visto afectado por la desaceleración de la actividad económica, la cual ha tenido impacto tanto en los tributos de origen interno, como en los impuestos a las importaciones.

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

	1999 1/	1998-1999 Variación %	Enero-Septiembre			1999 Ejecución %
			1998	1999	Variación %	
I. Ingresos totales (A + B)	20.544,2	21,7	12.273,4	15.059,1	22,7	73,3
A. Tributarios	16.519,3	11,4	11.143,9	11.781,7	5,7	71,3
Renta e IVA interno	11.322,1	13,0	7.561,1	8.229,0	8,8	72,7
Aduanas e IVA externo	3.436,1	(15,9)	3.087,4	2.369,7	(23,2)	69,0
Gasolina	796,0	24,0	478,7	530,0	10,7	66,6
Otros 2/	965,2	4.429,0	16,7	652,8	3.809,0	67,6
B. No tributarios y otros 3/	4.024,9	95,9	1.129,5	3.277,4	190,2	81,4
II. Gastos totales (A + B + C + D)	29.180,9	20,6	17.991,5	19.815,1	10,1	67,9
A. Intereses	5.214,8	27,5	3.430,9	4.118,5	20,0	79,0
B. Funcionamiento	21.065,2	23,0	12.524,7	14.127,4	12,8	67,1
C. Inversión	2.042,1	(10,4)	1.767,5	1.283,7	(27,4)	62,9
D. Préstamo neto	858,8	161,2	268,4	285,5	6,4	33,2
III. Déficit (-) o Superávit (+) (I - II)	(8.636,7)	24,4	(5.718,0)	(4.756,0)	(16,8)	55,1
IV. Financiamiento	8.636,7	24,4	5.718,0	4.756,0	(16,8)	55,1
A. Crédito externo neto	3.212,9	18,9	2.710,8	1.264,3	(53,4)	39,4
Desembolsos	4.796,4	29,6	3.466,6	2.110,6	(39,1)	44,0
Amortizaciones	1.583,5	58,6	755,8	846,3	12,0	53,4
B. Crédito interno neto	4.239,1	6,1	2.978,8	3.463,4	16,3	81,7
Desembolsos	11.088,2	43,8	6.269,8	9.310,0	48,5	84,0
Amortizaciones	6.849,1	84,5	3.291,0	5.846,5	77,7	85,4
C. Privatizaciones y otros	1.184,7	388,5	28,5	28,3	(0,7)	2,4
V. Déficit como porcentaje del PIB	(5,6)		(4,3)	(2,9)		

1/ Proyección, 8 de octubre de 1999.

2/ Incluye el impuesto del dos por mil.

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

Fuente: CONFIS.

Respecto a los recaudos observados entre enero y septiembre de 1998, se observa un crecimiento nominal de 8,8% en renta e IVA interno y una caída de 23,2% en los impuestos de aduanas y de IVA a las importaciones.

En cuanto a los gastos, el CONFIS ha fijado una meta de \$29.181 mm para 1999, la cual representa un crecimiento de 20,6% respecto al total de pagos efectuados en 1998. En el caso de los pagos por transferencias este crecimiento se encuentra alrededor de 28%. Entre enero y septiembre se registra un porcentaje de ejecución de 67,1% para funcionamiento, 62,9% para inversión y de 79,0% para intereses. Con relación al período enero-septiembre de 1998, los gastos totales crecen 10,1%, los de intereses 20,0% y los de funcionamiento 12,8%. A diferencia de los

demás rubros de gasto, los pagos de inversión registran en este período una caída de 27,4%, la cual es consecuencia del ajuste en la meta anual efectuada por el Gobierno.

Al comparar la ejecución de los ingresos y de los egresos, se observa que el déficit acumulado por el Gobierno Central, en los primeros nueve meses del año, alcanza \$4.756 mm, que equivalen a 2,9% del PIB anual. El financiamiento del déficit se ha concentrado en los recursos de crédito externo e interno, cuyas variaciones netas entre enero y septiembre alcanzan \$1.264 mm y \$3.463 mm, respectivamente. Si no se logra realizar la venta de Carbocol, por cuyo concepto se espera recibir \$584 mm en 1999, el Gobierno tendrá que considerar fuentes alternas de financiación o realizar un ajuste en la meta de

pagos en el último trimestre. Debe señalarse que estas proyecciones no incluyen el impacto fiscal del subsidio a los deudores de crédito hipotecario que anunció el Gobierno a finales de septiembre, por cuanto todavía no existen estimaciones definitivas acerca de su monto y se desconoce la fecha a partir de la cual se empezará a otorgar.

Sobre los demás sectores y entidades es necesario destacar el deterioro experimentado por la seguridad social y por el sector eléctrico. En el caso de la seguridad social, se ha observado una reducción del superávit en razón de la caída en los ingresos por cotizaciones en salud y pensiones del Instituto de Seguro Social (ISS). Respecto al sector eléctrico,

su mayor desajuste fiscal es atribuible principalmente a la caída en la demanda de energía que trajo la desaceleración de la actividad económica.

De otro lado, es bueno resaltar el mejoramiento de la situación financiera de Ecopetrol, gracias al comportamiento favorable de los precios internacionales del crudo a lo largo del año. Esta empresa, sin embargo, se ha visto afectada por la caída en la demanda interna de combustibles, ya que los ingresos generados por la venta de gasolina y otros productos derivados del petróleo constituyen más del 50% del total de rentas de explotación de la entidad. Finalmente, la caída en el precio externo del café ha deteriorado las finanzas del Fondo Nacional del Café en más de 0,1% del PIB.

DEVALUACIÓN E INFLACIÓN EN COLOMBIA

La relación entre la devaluación y la inflación es un tema de permanente preocupación para las autoridades monetarias. El grado en el cual una mayor devaluación se traduce en una mayor tasa de inflación determina en qué medida pueden los instrumentos cambiarios alterar agregados externos claves como son la balanza comercial, la cuenta corriente y la posición de reservas internacionales de la economía.

En las últimas dos décadas, un campo importante de la literatura económica ha estado reservado al estudio de los efectos de las variaciones del tipo de cambio sobre los precios de las exportaciones, de las importaciones y del nivel general de precios (*pass-through effects*). Las aproximaciones teóricas a este problema se basan, en mayor o menor grado, en lo que se conoce como *la Ley de un solo precio*. A grandes rasgos, esta ley dice que el precio de un determinado bien debe ser el mismo (medido en términos de una misma moneda) sin importar el lugar donde es producido o vendido.

En términos macroeconómicos, el anterior principio sugiere que para economías pequeñas y abiertas, en las que el grueso de la producción nacional sea transable, una variación del tipo de cambio debe traducirse en una modificación en el nivel general de precios de igual magnitud, dados los precios externos. En otras palabras, una aceleración (desaceleración) de la devaluación debe provocar un incremento (disminución) en la tasa de inflación en la misma proporción.

En realidad, todas las economías tienen sectores de bienes no transables (por ejemplo, servicios de educación, salud y vivienda) que no tienen una relación directa importante con precios internacionales. Esto reduce en la práctica la posibilidad de que la devaluación se transfiera completamente a la inflación, por lo menos en el corto plazo. Sin embargo, los movimientos permanentes en la tasa de cambio pueden influir en los precios de los servicios, a través de su influencia sobre los precios de insumos.

La literatura económica también ha señalado la importancia de evaluar si la relación entre los precios de transables y no transables (v. gr., la tasa de cambio real) está cerca de su nivel de equilibrio para determinar el posible efecto de la devaluación sobre el ritmo de crecimiento de los precios. Cuando esta relación está en su nivel de equilibrio, la devaluación nominal debe conducir a un incremento proporcional en la inflación. Esto se debe a que el incremento en los precios de los transables ocasionado por movimientos en la tasa de cambio debe ser compensado por variaciones en los precios de los no transables para restablecer la relación original.

De otra parte, si la tasa de cambio se encuentra “apreciada”, como puede suceder inmediatamente después de la reducción inesperada de los precios de las principales exportaciones, la devaluación puede no ser compensada por aumentos en los precios de los no transables, para facilitar que aumente el precio relativo de los transables. En esta situación, si se mantiene un control sobre el crecimiento de los agregados monetarios después del incremento en la tasa de cambio, el incremento en los precios de transables debe ser compensado con un menor aumento en los precios de no transables, con lo cual no se deben producir cambios sustanciales en la inflación agregada. De otra parte, si la política monetaria es acomodaticia, el mayor ritmo de crecimiento de los precios transables no es compensado por una reducción en la inflación de no transables y el resultado es una mayor inflación en la economía.

Por último, la literatura económica también se ha ocupado del papel que puede desempeñar la fase del ciclo económico en el grado del *pass-through*. En una fase de auge y crecimiento superior al crecimiento potencial o de largo plazo, es posible esperar que un cambio en el nivel del tipo de cambio nominal se transfiera fácilmente al nivel general de precios a través del canal de los bienes transables. Lo contrario puede suceder en la fase de contracción del ciclo. Así mismo, en circunstancias en que el tipo de cambio real se encuentra por encima del tipo de cambio real de equilibrio de largo plazo, una devaluación nominal adicional probablemente se transfiera más fácilmente a la inflación que en circunstancias en que el tipo de cambio real se encuentre relativamente revaluado.

De las anteriores consideraciones se desprende que el grado de transmisión de la devaluación a la inflación depende de factores como la importancia de los sectores no transables dentro de la economía, del nivel inicial del tipo de cambio real, de la importancia de la indexación, del grado de competencia que exista en los mercados domésticos de bienes transables y del momento del ciclo económico. Así, el efecto de una devaluación sobre los precios de una economía es un problema que se debe resolver en el campo empírico y que puede variar de manera importante a través del tiempo.

En la situación actual por la que atraviesa la economía colombiana, es de esperar un efecto bajo de la devaluación acumulada durante los últimos 12 meses sobre la inflación del año 2000, debido a la pronunciada fase recesiva de la economía, a factores conducentes a una devaluación real (por ejemplo, la reducción del financiamiento externo y el deterioro en los términos de intercambio) y al compromiso de la autoridad monetaria para consolidar las ganancias en materia de inflación. Sin embargo, en la medida en que se recupere la actividad económica, aumentarán los riesgos de que aumente el grado de transmisión.

III

MEDIDORES DE EXPECTATIVAS

ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

Resultados

La Encuesta de Expectativas de Inflación de septiembre de 1999 señala que los agentes esperan una inflación del 12,2% al finalizar 1999. El resultado de esta variable para el mes de septiembre es inferior en 1,3 puntos porcentuales al registrado en el mes de junio (Gráfico 39).

De la misma forma, la encuesta muestra que las expectativas de inflación de largo plazo presentan una tendencia decreciente en el tercer trimestre de este año (Gráfico 40). Los agentes esperan, en septiembre de 1999, una inflación del 11,3% para diciembre del año 2000, mientras que en junio esperaban el 12,2%.

En cuanto a la tasa de devaluación, para finales de 1999, los agentes esperan que sea en promedio de 27,3% (Gráfico 41).

El crecimiento esperado del PIB para 1999 es -1,6%, cifra inferior en 1,8 puntos porcentuales a la manifestada por los agentes en el mes de junio (Gráfico 42).

Otros resultados de la encuesta señalan que, en promedio, las empresas aumentaron el salario nominal de sus trabajadores para 1999 en 15,5%, 1,5 puntos porcentuales por debajo del aumento realizado durante 1998. En cuanto a los precios de los productos, se observa que las empresas los han incrementado en promedio para 1999 en 10,5%, cifra inferior al aumento registrado a diciembre de 1998 (14,9%) (Gráficos 43 y 44).

GRÁFICO 39
INFLACIÓN ESPERADA AL FINAL DEL AÑO
(PORCENTAJE)

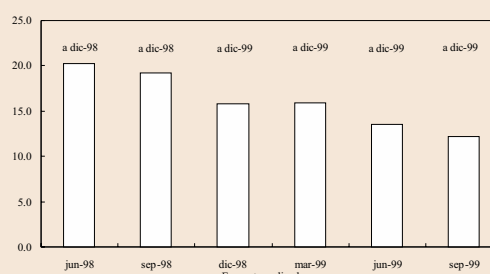


GRÁFICO 40
INFLACIÓN ESPERADA AL FINAL
DEL SIGUIENTE AÑO
(PORCENTAJE)

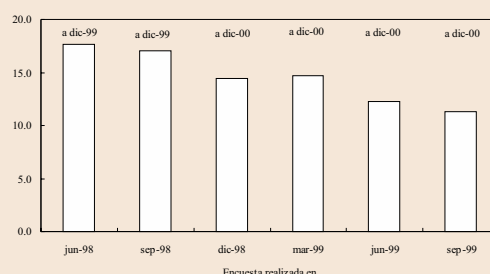
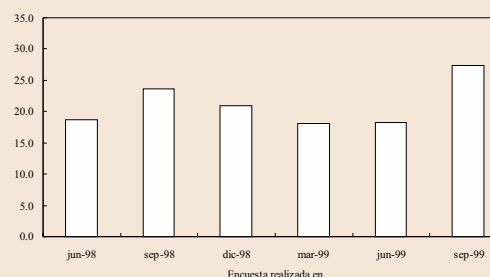


GRÁFICO 41
TASA DE DEVALUACIÓN ESPERADA
AL FINAL DEL AÑO
(PORCENTAJE)



La sección de la encuesta sobre actividad económica (Gráficos 45 y 46) muestra que un 52% de los encuestados ejecutó menos proyectos de los que tenía planeados en los últimos 12 meses y el 36% realizó los proyectos planeados. Para los próximos 12 meses un 57% de los encuestados mantendrá su capacidad instalada constante, un 12% planea realizar inversiones para expandirla y un 21% planea reducirla.

Por último, las preguntas sobre empleo (Gráficos 47 y 48) dieron como resultado que, para el próximo trimestre, el 50% de los encuestados mantendrá constante el número de empleados y el 40% lo reducirá. Para el próximo año, el 48% de los encuestados piensa mantener constante su planta de personal, el 30% está pensando reducirla y sólo el 13% piensa aumentar el número de empleados en su empresa.

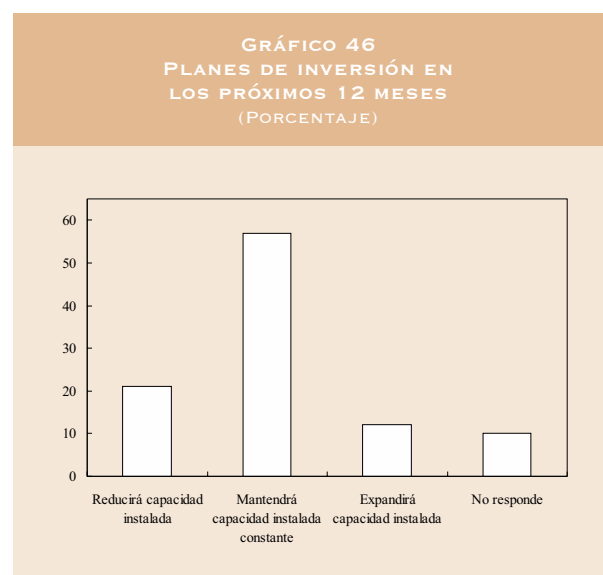
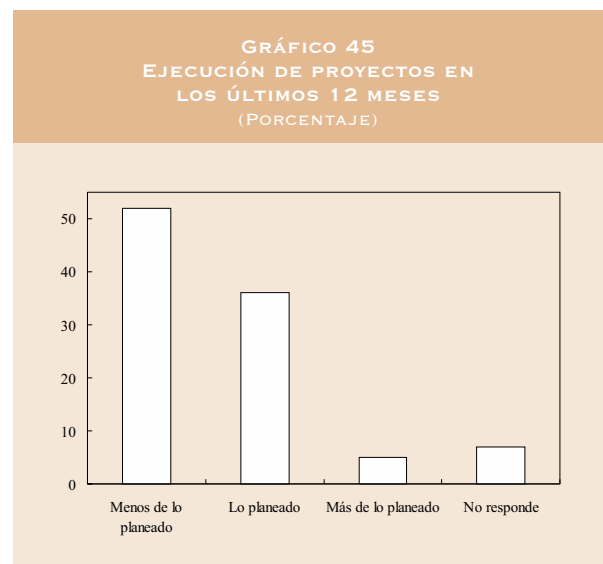
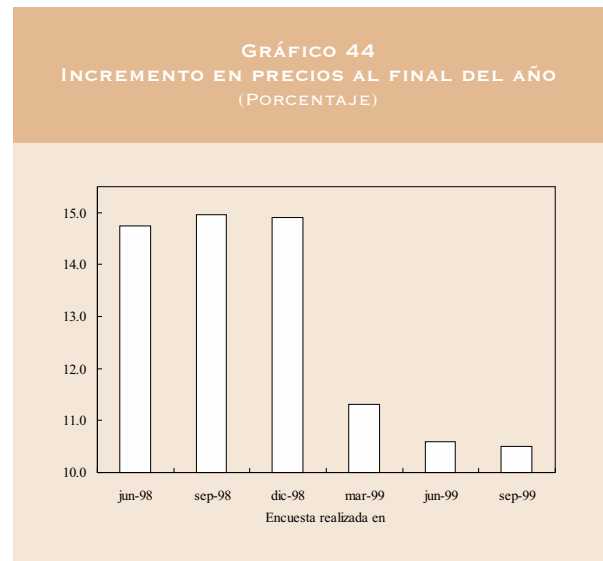
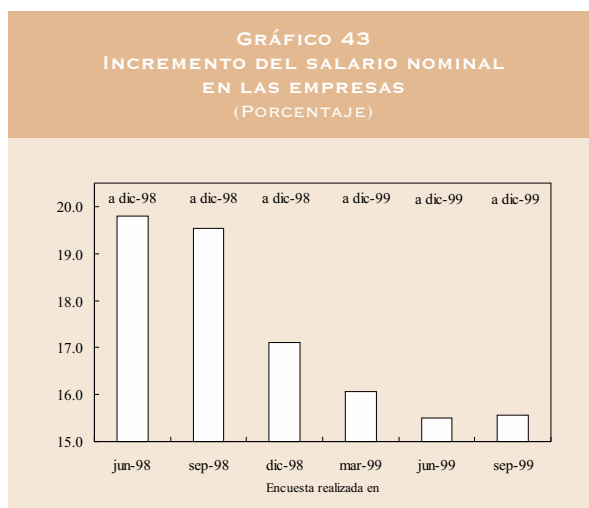
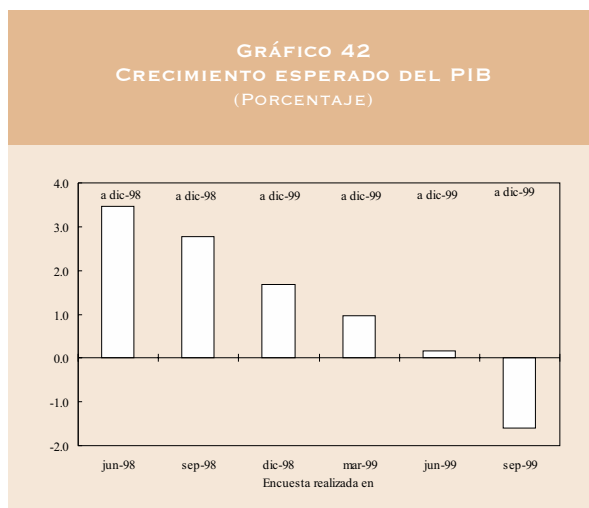


GRÁFICO 47
EN EL PRÓXIMO TRIMESTRE, EL NÚMERO
DE EMPLEADOS
(PORCENTAJE)

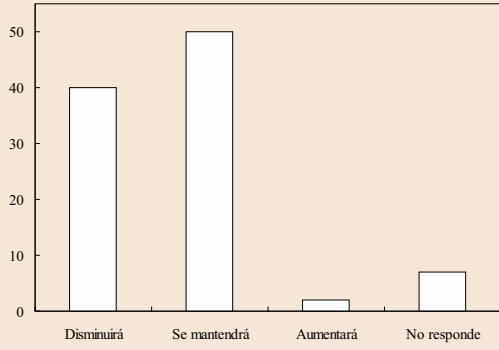
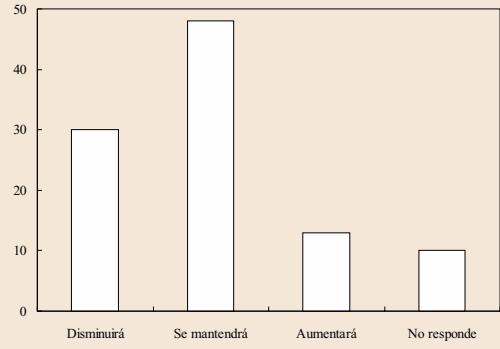


GRÁFICO 48
EN EL PRÓXIMO AÑO, EL NÚMERO DE EMPLEADOS
(PORCENTAJE)



IV

CONTEXTO INTERNACIONAL

A. CRECIMIENTO ECONÓMICO

En los últimos meses se ha registrado una significativa mejoría de las condiciones económicas internacionales. El temor de que la crisis de Rusia de mediados de 1998 y la crisis de Brasil a comienzos de 1999 dificultarían el crecimiento de las economías desarrolladas e impedirían la recuperación de varias economías emergentes del sudeste asiático y Europa Oriental se ha ido desvaneciendo progresivamente. Las cifras que se han dado a conocer sobre el desempeño económico mundial durante el primer semestre han confirmado las mejores perspectivas de crecimiento (Cuadro 7).

Durante los primeros dos trimestres del año, el crecimiento de la economía de los Estados Unidos ha sido satisfactorio y las perspectivas de crecimiento durante lo que resta del año son igualmente favorables. Para el primero y segundo trimestres el crecimiento de la economía americana fue 4,3% y 1,8%, respectivamente, tasas bastante aceptables y acordes con las observadas en los últimos años. Si bien el crecimiento para el segundo trimestre (1,8% anualizado) fue bajo con respecto a lo que diversos analistas esperaban, éste obedeció en gran parte a una reducción de inventarios, lo que permite predecir un repunte durante el tercero y cuarto trimestres.

Para los próximos meses la demanda interna en los Estados Unidos deberá seguir jalonando el crecimiento económico, toda vez, que en el frente externo esta economía ha comenzado a presentar un importante y creciente déficit. Sin embargo, buena parte del im-

pulso de la demanda interna de los últimos años ha descansado en la valoración de los activos, principalmente en el mercado accionario, y es posible que en lo que resta del año se presente alguna corrección en sus precios que conduzca a una desaceleración del consumo y la inversión. En la actualidad, las proyecciones de crecimiento del PIB de los Estados Unidos para 1999 se sitúan alrededor de 3,7%, lo que representa un pequeño reajuste hacia arriba respecto a las que se tenían hace tres meses. Aunque para el año 2000 se espera una desaceleración del crecimiento, este deberá continuar siendo superior al 2%⁸ (Cuadro 8).

Si bien el crecimiento de los países de la Unión Europea se desaceleró durante el primer semestre de este año, se espera que dicha tendencia se revierta y que durante el tercero y cuarto trimestres se observe un nuevo repunte en los indicadores de crecimiento. Dicho pronóstico se basa en la recuperación observada recientemente en el clima de los negocios y la actividad económica de corto plazo de Alemania, la economía más importante de la región. Igualmente, dicho repunte se sustenta en la relajación monetaria observada durante los últimos meses, la cual ha sido posible gracias al buen desempeño observado de la inflación. Vale la pena destacar que la devaluación del euro con respecto al dólar ha logrado dinamizar la demanda externa en alguna medida. En la actualidad se espera un crecimiento, para el conjunto de los 11 países que componen la Unión, de entre 1,8% y 2,3% para 1999 y de por lo menos 2,4% para el año 2000.

Por su parte, durante el primer trimestre de 1999 la economía japonesa experimentó un fuerte repunte

⁸ Cifras tomadas de "The Economist" (*poll of forecasters*).

CUADRO 7
CRECIMIENTO ECONÓMICO, 1999

	Primer trimestre	Segundo trimestre
Países desarrollados 1/		
Estados Unidos	4,3	1,8
Alemania	1,8	0,2
Japón	8,1	0,9
Países emergentes 2/		
Asia		
Corea del Sur	4,6	9,8
Malasia	(1,3)	4,1
Indonesia	(9,5)	1,8
Tailandia	0,9	n.d.
América Latina		
Argentina	(3,0)	(4,9)
Brasil	(0,1)	(0,8)
Chile	(2,1)	(3,2)
Ecuador	(3,2)	n.d.
México	1,9	3,2
Perú	1,9	4,3
Venezuela	(9,3)	(9,6)

n.d. No disponible.

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

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

Fuente: Bloomberg, The Economist, WEFA y Bancos Centrales.

respecto al cuarto trimestre de 1998 (8,1% anualizado, según los últimos cálculos) lo que corresponde al primer crecimiento trimestral importante desde la crisis de las economías asiáticas. Este crecimiento, que ha descansado en gran medida en un agresivo programa de gasto público, en opinión de diversos analistas no es sostenible por cuanto aún subsiste buena parte de los problemas financieros que dieron origen a la crisis. Adicionalmente, los diferentes indicadores del clima de los negocios sugieren que aún prevalecen altos niveles de incertidumbre entre los agentes económicos, que se presentan acompañados de un debilitamiento del ingreso real que no permite pronosticar un crecimiento sostenido del gasto privado en el mediano plazo. Aún así, las proyecciones sobre crecimiento arrojan cifras menos desfavorables para 1999 (entre -0,8% y 1,7%) y el año 2000 (-1,2% y 2,7%) que las observadas durante 1998 (-2,9%).

En cuanto a las economías emergentes, debe reconocerse dos tipos de países (Cuadro 7). En primer lugar, los países del sudeste asiático, los cuales en su mayoría experimentaron tasas de crecimiento positivas durante el primer semestre de 1999, y en algunos casos como Corea y Malasia, reportaron incrementos del PIB equivalentes a los observados con anterioridad a la crisis de 1997. Estos importantes niveles de crecimiento, al cual contribuyó el dinamismo de la economía japonesa, puede que no se mantengan el resto del año y durante el 2000. Aún así, se espera que estas economías sigan presentando crecimientos positivos cuya magnitud dependerá de qué tan rápido se efectúen reformas estructurales y de la estabilidad futura de la economía china, la cual sigue presentando un panorama incierto, especialmente en el frente cambiario.

En el caso de las economías de Europa del Este también se observan algunos síntomas de recuperación. El crecimiento de estas economías ha estado seriamente comprometido a raíz de la crisis de Rusia. Las mejores perspectivas de crecimiento para la Unión Europea en lo que resta del año deberán consolidar los síntomas de reactivación en varios de los países emergentes de Europa del Este. Rusia, por su parte, sigue siendo la economía de menor desempeño en la

CUADRO 8
CRECIMIENTO ECONÓMICO, 1999 Y 2000

	1999	2000
Países desarrollados		
Estados Unidos	3,7	2,6
Unión Europea	2,0	2,7
Alemania	1,4	2,5
Japón	1,0	1,5
Países emergentes		
Malasia	2,4	6,5
Indonesia	(0,8)	2,6
Tailandia	4,0	4,0
Corea	6,5	5,5
Argentina	(3,0)	1,5
Brasil	(1,0)	4,0
Chile	(0,4)	5,5
Ecuador	(7,0)	1,5
México	3,0	5,0
Perú	3,0	5,0
Venezuela	(7,6)	1,6

Fuente: FMI (World Economic Outlook, Sep. 1999).

subregión, pero a la fecha, diversos analistas consideran que está entrando en una etapa de estabilización.

Las economías latinoamericanas son las que presentan un panorama económico más preocupante. Durante 1998, factores como la caída del precio de los productos básicos y la inestabilidad creada en el mercado financiero internacional por la crisis de Rusia, entre otros, se conjugaron para producir una importante desaceleración económica. En casi todos los países de la región la inestabilidad cambiaria condujo a un gran repunte en las tasas de interés lo que se tradujo en el colapso de la demanda interna.

Dicha desaceleración se profundizó a comienzos de este año con la crisis cambiaria de Brasil. El resultado ha sido tasas de crecimiento negativas durante el primer semestre del año para varios países. En el caso de importantes socios comerciales de Colombia, como son Venezuela y Ecuador, su crecimiento para el primer trimestre del año comparado con igual período de 1998 se estimó en -9,8% y -3,2%, respectivamente. Decrecimientos de magnitudes importantes también se han observado en Chile, Argentina y Brasil.

Una excepción notable ha sido México, que con tasas de crecimiento de 1,9% y 3,2% durante el primero y segundo trimestres, ha logrado mantenerse al margen de la crisis regional. Lo anterior probablemente obedece a los estrechos vínculos que esta economía mantiene con la de los Estados Unidos.

Las tendencias en materia de crecimiento en América Latina para lo que resta de 1999 no son muy claras. En la mayoría de los países se ha producido una reducción significativa de las tasas de interés nominal, lo que favorece la reactivación del consumo y la inversión. De hecho, una economía crucial para la región como lo es la de Brasil, ha mostrado un desempeño menos desfavorable al inicialmente previsto. Ello, en principio, hace suponer una rápida recuperación económica en dicho país y en alguna medida en los países del Mercosur dados sus estrechos vínculos comerciales.

La baja inflación observada en la mayoría de los países también da vía libre para que los bancos centrales ejecuten una política monetaria más laxa. En este caso, sin embargo, el resultado sobre el crecimiento es más difícil de prever toda vez que la reducción de la inflación en la mayoría de los países ha impedido que las tasas de interés real descendan rápidamente, retardando la reactivación de la demanda. De igual manera, existen repuntes de la inflación como el observado en Brasil durante el mes de julio que, de no ser transitorios, pueden frustrar reducciones adicionales necesarias en las tasas de interés nominal.

En el Cuadro 8 se presentan las proyecciones sobre el crecimiento económico para varios países de América Latina efectuadas por diversos analistas. Fuera de México y Perú los demás países difícilmente presentarán resultados positivos. En el caso de Venezuela y Ecuador, se prevé un crecimiento de -7,6% y -7,0%, respectivamente. El crecimiento global ponderado por el destino de las exportaciones colombianas para 1999 es de 0,6%, menor que el observado en 1998. Pese al pobre desempeño de las economías regionales, la cifra no es menor gracias a que el crecimiento de los Estados Unidos tiene una alta ponderación (47% de las exportaciones colombianas se dirige hacia ese país). Para el año 2000 dicho crecimiento ponderado es de 2,0%.

B. EL PANORAMA FINANCIERO

A finales de septiembre, las autoridades monetarias de los Estados Unidos (FED) optaron por dejar sin modificación las tasas de interés de fondos federales, aunque permitieron entrever un posible movimiento al alza para las próximas semanas. El 24 de agosto el FED había incrementado las tasas de fondos federales en 25 puntos básicos (pb). Este era el segundo incremento de dicha tasa en lo corrido del año después del efectuado en junio y que fue de 25 pb. El FED ha justificado las recientes alzas en el hecho que la economía americana sigue presentando un crecimiento robusto y en que esto, unido a los síntomas

de reactivación y aceleración económica de la mayoría de las otras economías, podría hacer surgir presiones inflacionarias indeseables⁹.

A la fecha se anticipan algunas presiones inflacionarias importantes en los Estados Unidos, que pueden conducir a un giro en la política monetaria y a un incremento mayor de las tasas de interés en lo que resta del año. De todas maneras, en la actualidad se espera que la inflación de precios al consumidor para 1999 esté cercana al 2,2%, cifra que resulta levemente superior a la observada en 1998 (1,6%) pero que no pone en peligro la meta de estabilidad general de precios del FED. Para el año 2000 se pronostica una inflación algo superior, cercana al 2,5%.

Hay varios factores que han mantenido bajo control los precios en los Estados Unidos, lo cual se ha dado también en varias otras economías. Entre ellos se destacan un importante cambio tecnológico durante los últimos años, el cual ha elevado los niveles de productividad del trabajo, mayores niveles de competitividad derivados de una mayor apertura comercial en varias economías, la flexibilización del mercado laboral y, por último, una muy débil demanda en los países afectados por crisis cambiarias y financieras que ha reducido el precio de varios productos básicos y de manufacturas en el mercado mundial. En la medida en que varios de estos factores se mantengan por algún tiempo, el escenario de la inflación, no sólo para los Estados Unidos sino para el resto de países desarrollados y la mayoría de las economías emergentes, es favorable en el mediano plazo.

Hasta la fecha, este escenario de estabilidad de precios se ha visto parcialmente alterado por el importante incremento en los precios de los combustibles observado en los últimos seis meses.

Por la razón anterior, es posible que el FED opte por incrementos adicionales en las tasas de interés, por lo menos durante lo que resta del año. Aún así, el notable desempeño de variables como la producti-

vidad parecería todavía dar espacio para un crecimiento económico robusto, sin que se presente una excesiva presión sobre el mercado de trabajo que haga peligrar la estabilidad de los salarios nominales y de los costos de producción.

Cabe señalar que el FED redujo la tasa en 75 pb durante 1998, como respuesta a la desaceleración económica mundial. Así, los incrementos efectuados en lo corrido del presente año pueden entenderse como la intención de retornar las tasas a su nivel original en la medida en que la economía mundial se recupera. De mantenerse las tendencias de reactivación de la economía mundial, es factible entonces esperar un repunte de máximo 25 pb adicionales en los próximos meses.

Durante el próximo año es posible que el FED se vea en la necesidad de incrementar las tasas si las ganancias en productividad empiezan a ceder y si el creciente déficit comercial del país induce una depreciación importante del dólar respecto al yen y al euro. A esto habría que añadir la recuperación de los precios de los productos básicos gracias a la reactivación de los mercados emergentes, y cuyos bajos niveles hasta ahora han ayudado a mantener bajo control la inflación de los Estados Unidos.

En el caso de Europa, dada la baja inflación y el bajo crecimiento observado en lo corrido del año, no se espera ninguna contracción monetaria que se traduzca en algún repunte de consideración en las tasas de interés, por lo menos en lo que resta del año.

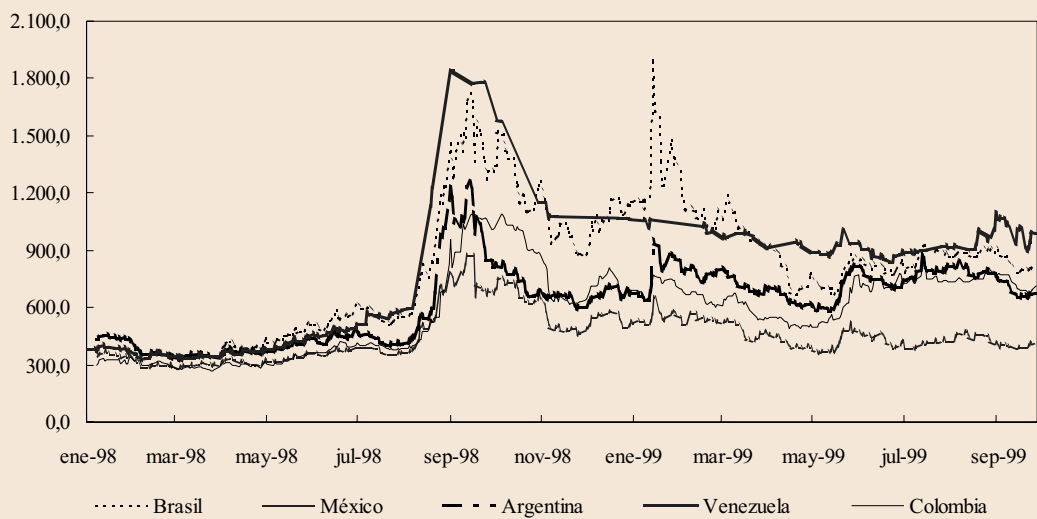
La evolución de las tasas de interés en los Estados Unidos y Europa no representa un riesgo importante para el encarecimiento de las condiciones de crédito de las economías latinoamericanas como sí lo representan las condiciones internas de cada país y las regionales. Este hecho se ve reflejado en el *spread* de la deuda soberana de diversos países de la región, el cual se mantiene en los altos niveles alcanzados a comienzos del año. Noticias como el incumplimiento parcial de los pagos de los cupones Brady por parte del Ecuador dada a conocer durante agosto, acen-
tuarían este problema.

⁹ Véase "The Pocket Chartroom", August 1999, Goldman Sachs.

En el caso de los *spreads* de Colombia, en agosto se mantenían por encima de 750 pb para los bonos de 10 y 30 años. Estos niveles han sido similares a los que se han observado durante buena parte del año y corresponden a los de países que, como Argentina, Venezuela y Brasil, tradicionalmente no han gozado

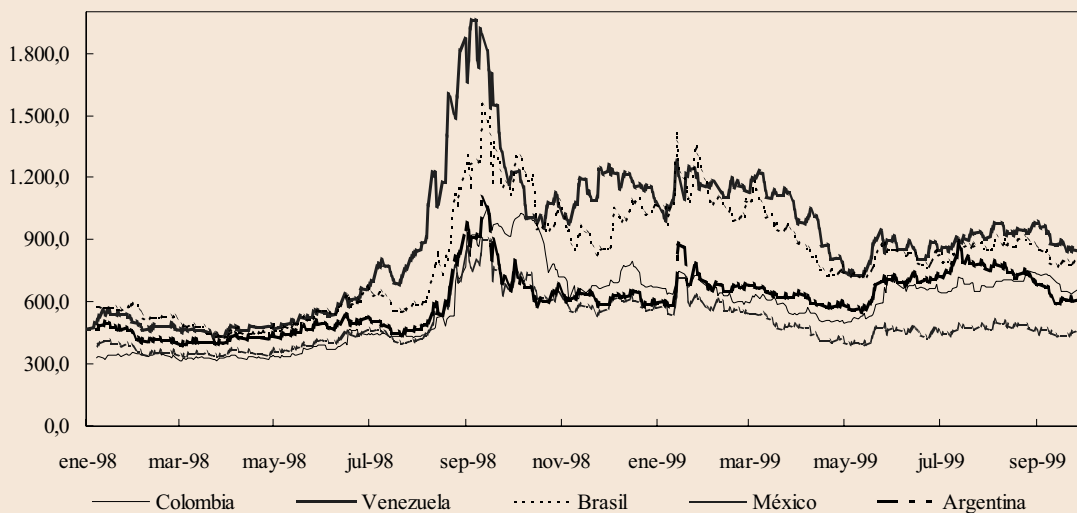
de grado de inversión. En este sentido es claro que el mercado ya había descontado la degradación de la calificación colombiana por debajo del grado de inversión con bastante anterioridad a la fecha en que ésta se hizo efectiva por parte de la agencia calificadora Moody's (Gráficos 49 y 50).

GRÁFICO 49
SPREADS DE LA DEUDA LATINOAMERICANA A 10 AÑOS
(PUNTOS BÁSICOS SOBRE EL BONO DEL TESORO AMERICANO A 10 AÑOS)



Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO 50
SPREADS DE LA DEUDA LATINOAMERICANA A 30 AÑOS
(PUNTOS BÁSICOS SOBRE EL BONO DEL TESORO AMERICANO A 30 AÑOS)



Fuente: Bloomberg.

C. LOS PRECIOS DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS

El hecho más destacado en materia de precios internacionales de productos básicos corresponde al nivel alcanzado por el precio del petróleo. A finales del primer trimestre, el precio de este bien mantuvo una tendencia alcista, situándose el barril de crudo en 4 dólares por encima del nivel observado en junio. Esto significó, para el petróleo colombiano, un precio internacional de venta promedio de US\$20.9 por barril durante septiembre, nivel que no se observaba desde finales de 1997 (Gráfico 51).

En la actualidad no es claro cuánto más puedan subir los precios del petróleo. Por un lado, existen presiones alcistas provenientes de la demanda mundial de crudo, la cual registra síntomas de reactivación como resultado de las mayores tasas de crecimiento del sudeste asiático. Por el otro, de acuerdo con los expertos, persiste una importante capacidad de producción no utilizada que puede incentivar a varios países de la OPEP al incumplimiento de sus cuotas de exportación, lo cual haría descender los precios. Lo que

sí está claro es que difícilmente los precios pueden subir mucho más allá de los niveles ya alcanzados y que su estabilidad dependerá en buena medida de la disciplina de los miembros del cartel de exportadores.

Con referencia al café colombiano, durante septiembre, el precio externo se situó en uno de sus niveles más bajos de los últimos tiempos. A finales del mes la libra se cotizaba por debajo de un dólar en el mercado de Nueva York (Gráfico 52). Las razones de esta caída se encuentran en la percepción que tienen los agentes de que en la actualidad existe una amplia disponibilidad de café en el mercado. Esta percepción se sustenta en la gran cosecha brasileña una vez superada la temporada de heladas, además de una buena cosecha cafetera en Centroamérica, una creciente oferta proveniente de Vietnam y una cosecha récord en México.

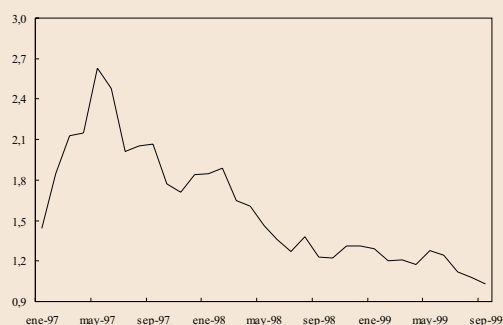
La Organización Mundial del Café estima que durante el año cafetero 1998-1999 la oferta mundial de café ha sido superior en más de cuatro millones de sacos al consumo mundial. En vista de que es probable que estos importantes excesos de oferta se mantengan, es previsible que el precio internacional del grano se conserve cercano a los niveles actuales por algún tiempo.

GRÁFICO 51
PRECIO PROMEDIO INTERNACIONAL
DEL PETRÓLEO COLOMBIANO
(DÓLARES POR BARRIL)



Fuente: Ecopetrol.

GRÁFICO 52
PRECIO EXTERNO DEL CAFÉ
(DÓLARES POR LIBRA)



Fuente: Federacafé.

V

PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN

A. MODELO ARIMA Y ESTRUCTURALES

Para los pronósticos a diciembre de 1999, el Banco de la República supone que el crecimiento del PIB será negativo durante todo el año. De igual manera, se supone que durante el año 2000 la economía entrará en una fase de recuperación, presentando un crecimiento positivo moderado. En cuanto a las tasas de crecimiento para los agregados monetarios, se supone que la base monetaria seguirá el punto medio del corredor definido por la Junta Directiva tanto en lo que resta de 1999 como durante el año 2000. En cuanto al tipo de cambio, para finales de este año se prevé un nivel similar al observado a finales del tercer trimestre, y para el año 2000 una devaluación acorde con el actual nivel del tipo de cambio real.

El modelo ARIMA proyecta una inflación de 10,1% a diciembre de 1999, nivel que resulta inferior en 0,9 puntos porcentuales con respecto a la efectuada un trimestre atrás.

En cuanto a los modelos estructurales, la combinación de pronósticos indica que la inflación al finalizar 1999 alcanzaría 9,8%, nivel superior al obtenido con cifras a junio (8,3%). Este incremento en el nivel proyectado obedece a la revisión hacia arriba de los supuestos de devaluación nominal y de los agregados monetarios durante este año.

Para este informe, el Banco de la República efectuó una proyección a 12 meses. De acuerdo con la combinación de pronósticos, la inflación a septiembre del año 2000 se situará en 9,8%. Cabe señalar que a junio de ese año la proyección de la inflación, con la misma metodología, es de 10,4%.

B. ESCENARIOS DE EVOLUCIÓN DE ALIMENTOS

En esta sección se evalúan las consecuencias para la inflación de trayectorias alternativas de los precios de los alimentos entre septiembre y diciembre de este año. Las proyecciones utilizan como insumo la proyección ARIMA de la inflación sin alimentos. Con información hasta septiembre de 1999, esta proyección es de 10,1%, la cual resulta inferior en un punto porcentual a la proyección realizada con información a junio.

Para obtener una proyección de la inflación de alimentos y del IPC, se estudió el comportamiento histórico de la relación entre los precios de alimentos y los de no alimentos desde 1960 para los cuatro meses comprendidos entre septiembre y diciembre y se definieron cuatro escenarios alternativos.

El Cuadro 9 enseña las proyecciones de la inflación de alimentos y del IPC bajo los siguientes supuestos del comportamiento de los precios relativos de los alimentos entre septiembre y diciembre de 1999: (1) promedio de años post-Niño, (2) año 1993, (3) año de mayor crecimiento desde 1960, (4) año de menor crecimiento desde 1960. La inflación medida por el IPC al final del año estaría entre 7,3% y 10,7% (escenarios 4 y 3, respectivamente). Si los precios relativos de los alimentos siguen una trayectoria similar a la de 1993, la inflación medida por el IPC alcanzaría el 9%. Finalmente, si los precios relativos de los alimentos siguen una trayectoria similar al promedio de los años post-Niño, la inflación sería de 9,1%.

C. CONCLUSIONES Y PERSPECTIVAS

Los diferentes modelos sugieren que la proyección de inflación a diciembre estará alrededor del 10%, nivel que resulta levemente superior al observado a finales del tercer trimestre. Este pequeño repunte de la inflación es el resultado, fundamentalmente, del ciclo del precio de los alimentos. Para el año 2000, es posible que se registre un aumento del ciclo en los precios de los alimentos durante el primer semestre, sin embargo, se espera que esta influencia alcista en los precios tienda a desaparecer durante el segundo semestre, con lo cual la inflación debe retornar a niveles similares a los observados en la actualidad.

CUADRO 9
PROYECCIONES DE INFLACIÓN
DE ALIMENTOS Y DEL IPC
(PORCENTAJES)

Escenarios	No alimentos	Alimentos	Total
(1) Promedio	10,1	6,8	9,1
(2) 1993	10,1	6,2	9,0
(3) Máximo	10,1	12,0	10,7
(4) Mínimo	10,1	(5,0)	7,3

Fuente: Banco de la República.

Este informe fue preparado
por la Subgerencia de Estudios Económicos
del Banco de la República
Editado y diagramado por la Sección de Publicaciones
Económicas del Departamento de Comunicación Institucional
e impreso por Cartoprint Ltda
en octubre de 1999.