



INFORME SOBRE INFLACIÓN
MARZO DE 1999

BANCO DE LA REPÚBLICA

RESUMEN Y CONCLUSIONES

✘ La inflación a marzo de 1999, medida por el IPC, alcanzó 13,5%, inferior en 5,7 puntos porcentuales a la registrada en marzo de 1998. Este nivel es el menor registrado por cualquier mes desde junio de 1986. Esta significativa caída de la inflación se explica por el menor reajuste en los precios de los alimentos, los cuales pasaron de crecer 23,1% (a marzo de 1998) a 11,7% (a marzo de 1999). Algo similar sucedió en los grupos de educación y transporte.

✘ Durante el primer trimestre de 1999, el crecimiento de precios fue inferior a la inflación observada en los casos de vestuario (7,1%), educación (11,2%) y alimentos (11,7%), y superior al promedio en otros (21,7%), salud (18,6%), transporte (14,2%) y vivienda (14,0%). En una clasificación alterna sobresalen los bienes de precios flexibles (-5,1%), único subgrupo en registrar un crecimiento de precios por debajo del promedio.

✘ Los indicadores de inflación básica confirman que en el primer trimestre de este año disminuyeron notablemente las presiones inflacionarias, pues todos los indicadores evaluados por el Banco muestran una pronunciada caída desde enero (Gráfico 2). La inflación básica medida como el promedio de los cuatro indicadores, descendió de 17,0% a 13,1%, entre marzo de 1998 y marzo de 1999.

✘ Como lo sugieren diversos indicadores de producción y empleo, durante el primer trimestre de 1999 la economía volvió a exhibir tasas de crecimiento negativas, con lo cual ha entrado, técnicamente, en una fase de recesión. Se espera que varias de las causas que han explicado el deterioro de la actividad económica como la débil demanda externa y la caída en los términos de intercambio, se mantengan durante gran parte del año. En contraste, las tasas de interés nominales y reales han registrado una reducción importante en los últimos meses y se espera se mantengan en niveles coherentes con una mayor tasa de crecimiento.

✘ Por su parte, los salarios continuaron disminuyendo su ritmo de crecimiento. Entre enero y marzo del presente año, la mayoría de los pactos sobre incrementos salariales se negoció entre el 15,5% y el 18%. Este resultado contrasta con el de las negociaciones hechas entre enero y diciembre de 1998 cuando la mayoría de los pactos se hicieron alrededor del 18,5%. Es claro que las negociaciones salariales se están haciendo con aumentos más cercanos a la meta de inflación, lo que hará más fácil la reducción de la inflación.

✘ Las expectativas de inflación de los agentes económicos para diciembre de 1999 no han cambiado desde diciembre del año anterior. Se sitúan, según la encuesta de marzo, en 15,9% para 1999 (contra 15,8% en la encuesta de diciembre) y en 14,7% para el año 2000.

✘ Los pronósticos derivados de los modelos estructurales indican que la inflación continuará con su proceso de descenso hasta mediados de año. El método de combinación de pronósticos predice una inflación de 13,7% en diciembre de 1999. Los pronósticos son consistentes con la reducción de las presiones inflacionarias debidas a la desaceleración de la actividad económica y al bajo crecimiento de la demanda agregada que se presenta desde el segundo trimestre de 1998. Sin embargo, a partir del tercer trimestre de 1999 se espera un leve incremento de los precios, lo cual se encuentra acorde con la variación atípica registrada en los precios de los alimentos del año anterior debido al fenómeno de “El Niño” y al incremento del precio de los combustibles.

✘ Dado que los pronósticos para fines de año indican que la inflación puede ser menor que la meta, la Junta Directiva ratificó su política de continuar reduciendo paulatinamente las tasas de interés. Sin embargo, la Junta también consideró que esta reducción debe continuar haciéndose de manera gradual y siempre y cuando no ponga en riesgo la estabilidad cambiaria. Entre enero y abril 15 la tasa de REPO de expansión se redujo en 7 puntos en tanto la de contracción se redujo en 8 puntos.

La Junta Directiva,

Presidente

Juan Camilo Restrepo Salazar

Ministro de Hacienda y Crédito Público

Directores

Luis Bernardo Flórez Enciso

Antonio Hernández Gamarra

Roberto Junguito Bonnet

Salomón Kalmanovitz Krauter

Leonardo Villar Gómez

Gerente General

Miguel Urrutia Montoya

INFORME SOBRE INFLACION
MARZO DE 1999

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

SUBGERENCIA DE ESTUDIOS ECONOMICOS

Hernando Vargas Herrera

Subgerente

UNIDAD DE PROGRAMACION E INFLACION

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

Carolina Tobón Yepes

CONTENIDO

I.	DESEMPEÑO DE LOS PRECIOS	7
	A. INDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR	7
	B. INDICE DE PRECIOS DEL PRODUCTOR	9
II.	DETERMINANTES DE LA INFLACION	11
	A. AGREGADOS MONETARIOS, TASA DE INTERES Y TIPO DE CAMBIO	11
	B. OFERTA Y DEMANDA	16
	C. SALARIOS	19
	D. UTILIZACION DE LA CAPACIDAD INSTALADA	21
III.	MEDIDORES DE EXPECTATIVAS	22
	ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE INFLACION	22
IV.	PRONOSTICOS DE INFLACION	25

[IR A DOCUMENTOS E INFORMES](#)

[IR AL BANCO DE LA REPÚBLICA, PÁGINA PRINCIPAL](#)

DESEMPEÑO DE LOS PRECIOS

A. INDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR

Comportamiento general

La inflación medida como la variación *anual* del Índice de Precios al Consumidor (IPC) en el mes de marzo de 1999, se situó en 13,5%, inferior en 5,7 puntos porcentuales al registro de marzo de 1998. Esta variación anual es la menor para cualquier mes desde junio de 1986, cuando se ubicó en 13,5% (Cuadro 1 y Gráfico 1).

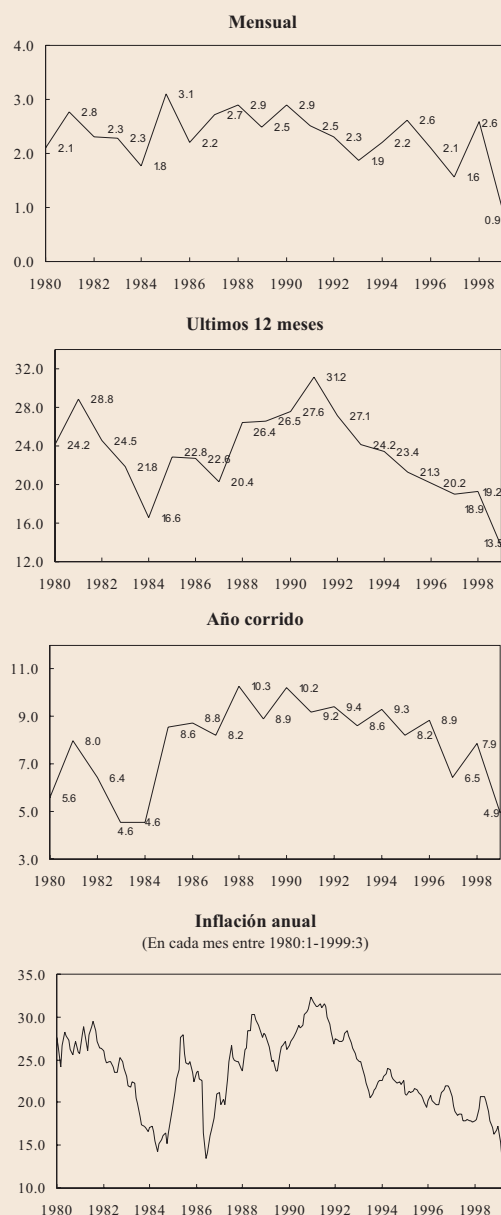
En el primer *trimestre* de 1999 el IPC alcanzó una tasa de crecimiento de 4,9%, inferior en 3 puntos porcentuales al período anterior. En el *mes* la variación de precios al consumidor cayó en 1,7 puntos porcentuales, al pasar de 2,6% (marzo del 98) a 0,9% (marzo del 99), siendo la menor variación de un marzo en los últimos 29 años.

Las medidas de *inflación básica* recogidas en el Cuadro 1 y el Gráfico 2 (el IPC sin alimentos, el IPC sin alimentos primarios y servicios estatales, la media troncada y la mediana ponderada¹) denotan un marcado descenso en su variación anual desde enero de este año, a tal punto que todos han caído en más de tres puntos porcentuales con respecto a los registros de marzo de 1998.

En los últimos doce meses, los grupos que exhiben un crecimiento en sus precios superior a la inflación total son *otros* (21,7%), *salud* (18,6%), *transporte* (14,2%) y *vivienda* (14,0%). Por su parte, los que

¹ Véase las notas 1 a 4 del Cuadro 1 para una descripción más detallada de estas medidas de inflación básica.

GRAFICO 1
INDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR
(TASAS DE CRECIMIENTO A MARZO)



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

CUADRO 1
INDICADORES DE INFLACION
(VARIACIONES PORCENTUALES A MARZO)

	Mensual			Corrida			Anual		
	1997	1998	1999	1997	1998	1999	1997	1998	1999
I. IPC	1,6	2,6	0,9	6,5	7,9	4,9	18,9	19,2	13,5
Alimentos	1,2	4,3	0,3	4,2	10,2	6,4	13,5	23,1	11,7
Vivienda	2,1	2,1	0,9	4,9	4,5	2,2	22,0	17,2	14,0
Vestuario	0,9	0,6	0,3	2,7	2,1	1,4	10,5	8,8	7,1
Salud	4,2	3,6	3,4	9,0	8,1	6,3	21,1	20,5	18,6
Educación 1/	(0,9)	0,7	0,7	18,7	14,9	8,9	32,0	18,8	11,2
Cultura y esparcimiento			1,2			3,8			
Transporte	1,8	1,9	1,0	11,4	11,7	6,1	20,8	21,6	14,2
Otros	2,2	1,9	2,8	4,8	6,1	7,4	15,1	19,6	21,7
II. INFLACION BASICA									
IPC sin alimentos 2/	1,7	1,9	1,2	7,5	6,9	4,3	21,4	17,6	14,3
IPC sin alimentos primarios y servicios 3/	1,6	1,6	1,3	7,2	6,3	3,9	20,5	16,2	12,9
Mediana 4/							17,3	16,5	11,5
Media troncada 5/							16,2	17,6	13,6
III. IPP	3,3	1,1	(0,2)	6,7	7,7	3,8	14,0	18,6	9,4
Según uso o destino económico									
Consumo final	4,7	0,3	(0,5)	6,8	7,3	2,0	14,1	17,2	6,6
Consumo intermedio	2,0	2,0	(0,4)	6,7	8,6	5,9	14,4	21,4	12,3
Bienes de capital	1,3	1,0	1,3	5,2	5,7	3,2	9,6	13,8	11,9
Materiales de construcción	1,2	1,4	1,7	6,3	5,7	5,8	15,0	15,2	12,6
Según procedencia									
Producidos y consumidos	3,6	1,1	(0,2)	7,0	8,1	4,2	15,2	19,0	9,5
Importados	0,7	1,1	(0,4)	4,1	4,0	1,0	5,2	15,8	9,3
Exportados 6/	7,6	(0,1)	(1,6)	20,2	3,3	(5,1)	19,1	17,4	(4,3)
Según origen industrial -CIIU-									
Agric., silvic. y pesca	8,3	0,0	(2,9)	10,9	10,8	3,2	20,8	23,2	2,5
Minería	(3,5)	0,1	1,5	(1,9)	1,1	3,3	5,3	8,7	(6,2)
Industria Manufacturera	1,7	1,5	0,7	5,4	6,7	4,0	11,9	17,2	12,6
IV. IPP sin café 7/	1,7	1,4	(0,2)	5,1	7,6	4,0	11,7	19,3	10,6
Exportados sin café	(2,9)	0,0	(1,0)	1,4	2,8	(4,9)	5,0	23,6	7,5

1/ A partir de enero de 1999 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/ Se excluye del IPC total todos los ítems del grupo alimentos.

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

4/ Corresponde a la mediana ponderada de toda la canasta, calculada con metodología IPC 60. Al respecto véase Melo, Luis Fernando, et. al. Un análisis de las medidas de inflación básica para Colombia, mimeo 1997, Banco de la República.

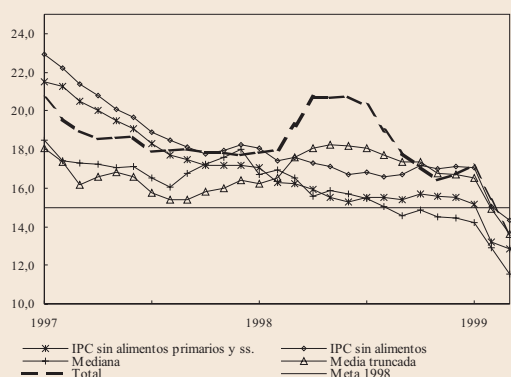
5/ Corresponde a la media ponderada troncada al 10% en cada cola, calculada con la metodología IPC 60. Véase, Melo (1997).

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

7/ Se excluye: café, café tostado y molido, y café soluble.

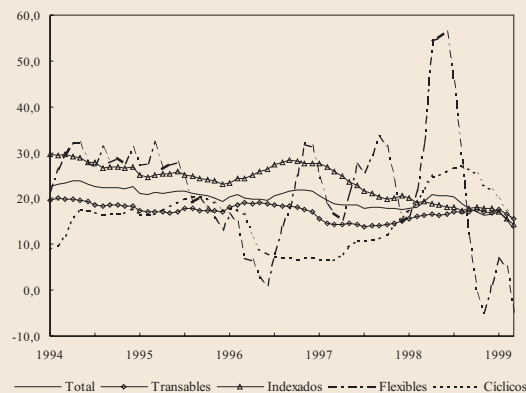
Fuente: Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos, Estadística, Tabulados IPP, IPC y DANE.

GRAFICO 2
EVOLUCION DE LOS INDICADORES DE INFLACION
BASICA, 1997:1-1999:3
(VARIACION ANUAL)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

GRAFICO 3
EVOLUCION DEL IPC, TRANSABLES
NO TRANSABLES 1994:1-1999:3
(VARIACION ANUAL)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

exhiben un menor crecimiento son los grupos de *vestuario* (7,1%), *educación* (11,2%) y *alimentos* (11,7%) (Véase Cuadro 1).

Clasificación alterna: grupos aceleradores y desaceleradores de la inflación

El Gráfico 3 y el Cuadro 2 presentan la evolución anual de los precios, según una clasificación alterna, la cual divide la canasta del IPC en bienes internacionalmente transables y no transables (que se dividen, a su vez, en indexados, flexibles y cíclicos). Para todos estos grupos se observa una desaceleración en el crecimiento de los precios a partir de enero.

La reducción de la inflación en los últimos 12 meses es atribuible, en especial, a la menor presión que ejercieron los precios de los bienes no transables, en especial de los subgrupos de indexados y flexibles. Estos comportamientos son el reflejo de los menores ajustes en los precios de los arrendamientos y la instrucción y enseñanza en el caso de los indexados; y de la abundante oferta de tubérculos y frutas durante los primeros meses de 1999 en el caso de los flexibles.

CUADRO 2
INDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR, 1998-1999
(VARIACIONES PORCENTUALES A MARZO)

Descripción	Variación Año completo		Contribución 1/		Contribución a la aceleración (Puntos) 1999-1998
	1998	1999	1998	1999	
Total	19,2	13,3	19,2	13,3	-5,9
Transables	16,4	15,6	6,3	5,9	-0,5
No transables	21,0	12,0	12,9	7,5	-5,4
Indexados	19,3	14,3	9,0	6,7	-2,3
Flexibles	32,2	-5,1	2,1	-0,4	-2,4
Cíclicos	22,2	13,4	1,8	1,1	-0,7

1/ La contribución a la desaceleración en lo corrido de 1997, resulta de la diferencia de las contribuciones a la inflación año corrido entre 1997 y 1996. Como se observa la contribución a la desaceleración se puede representar en puntos porcentuales o en porcentaje.

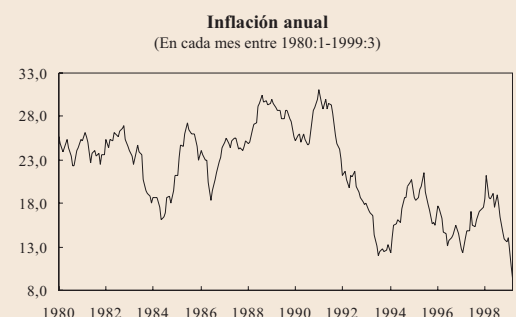
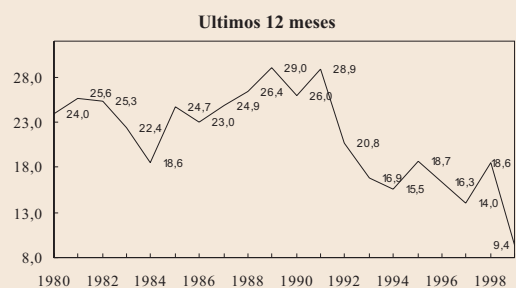
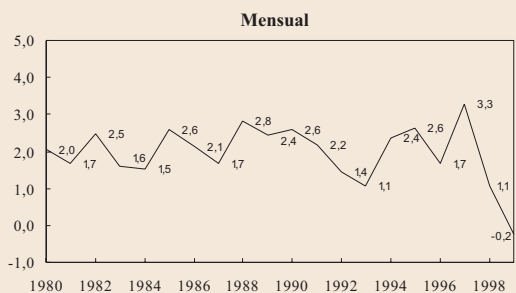
Fuente: DANE, Banco de la República, cálculos Subgerencia de Estudios Económicos (SGEE).

B. INDICE DE PRECIOS DEL PRODUCTOR

Comportamiento general

El Índice de Precios del Productor (IPP) en los últimos 12 meses presentó un crecimiento de 9,4 %, inferior en 9,2 puntos porcentuales al registro de marzo de 1998, siendo la tasa de crecimiento anual

GRAFICO 4
INDICE DE PRECIOS DEL PRODUCTOR
(TASAS DE CRECIMIENTO A MARZO)



Fuente: Banco de la República, SGEE.

más baja para cualquier mes desde junio de 1971 (Cuadro 1 y Gráfico 4). En el *año corrido* el IPP alcanzó una variación de 3,8%, 3,9 puntos porcentuales inferior al registro para el mismo período del año pasado (Gráfico 4). El crecimiento de los precios al productor en el mes de *marzo* fue negativo (-0,2%). Desde la existencia del IPM e IPP (1970) ningún marzo había exhibido un crecimiento negativo.

En la *clasificación por procedencia* de los bienes, el grupo de *producidos y consumidos* creció a una tasa de (9,5%) durante los últimos 12 meses (Cuadro 1).

Un crecimiento similar se registró en el grupo de *importados* (9,3%).

En la *clasificación CIU* sobresale el aumento en los precios de la industria (12,6%). Los precios de la agricultura y silvicultura crecieron a una tasa moderada de 2,5%, mientras la minería experimentó un crecimiento negativo de 6,2%. Los mayores incrementos de precios en la industria se dieron en aceites y grasas vegetales y animales (26,5%), tabaco elaborado (24,6%), cemento, cal y yeso (24,3%) y bebidas no alcohólicas (22,6%).

II

DETERMINANTES DE LA INFLACION

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, las cuales influyen sobre el comportamiento de la inflación.

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

1. Agregados monetarios

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

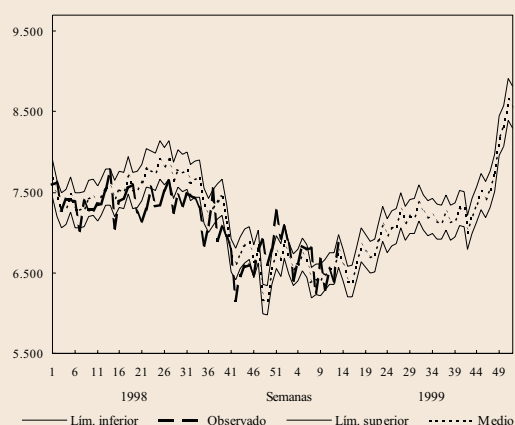
Base monetaria

La base monetaria al 31 de marzo se situó en \$6.888 miles de millones (mm), nivel que representa un crecimiento durante el año completo de -8,4%. Frente al corredor indicativo se ubicó 1,3% por debajo del límite superior (Gráfico 5).

En marzo, la tasa de crecimiento anual del saldo promedio de la base monetaria fue de -10,4%, 3,1 puntos porcentuales mayor que el crecimiento presentado en el mes de diciembre de 1998. Por usos de la base monetaria, su comportamiento se explica por el incremento de la tasa de crecimiento anual de la reserva de -38,6 a -29,8%. Lo cual fue compensado parcialmente por la reducción del ritmo de crecimiento del efectivo de 13,6% a 13,0% (Gráfico 6).

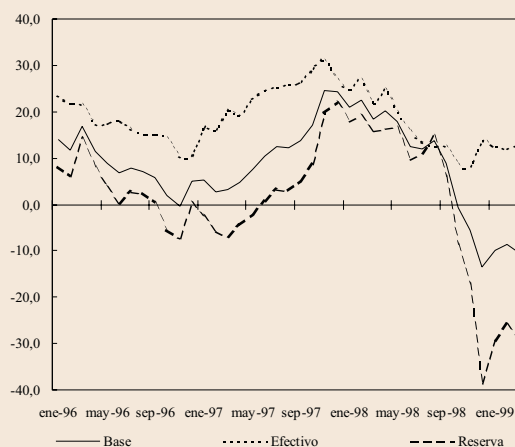
El crecimiento de la base monetaria promedio *ajustada* al cierre de marzo fue de 10,6%, 3,4 puntos por-

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



Fuente: Banco de la República, SGEE.

GRAFICO 6
BASE MONETARIA Y SUS USOS
(TASAS DE CRECIMIENTO ANUAL DEL PROMEDIO MENSUAL)



Fuente: Banco de la República, SGEE.

centuales menor que el crecimiento que presentaba al cierre de 1998 (12%). Esta variación anual resulta de corregir la demanda por reservas, aplicando a los Pasivos Sujetos a Encaje (PSE) observados al cierre de 1997, la estructura actual de encajes (5,7%).

M3 más bonos

El agregado monetario más amplio de liquidez, M3 más bonos, se ubicó el 31 de marzo en \$56.484 mm con una tasa de crecimiento anual de 6,4%. Frente al corredor indicativo se situó 3,4% por debajo del límite inferior (Gráfico 7).

La tasa de crecimiento anual del saldo promedio de M3 más bonos en marzo descendió frente a la de diciembre de 1998, al pasar de 9,9% a 8,1%. Esta reducción se explica por la disminución en el ritmo de crecimiento tanto de los PSE como de los bonos (Gráfico 8).

La tasa de crecimiento anual del saldo promedio de los PSE se redujo de 13,2% en diciembre a 11,9% en marzo. Esto se explica por las caídas que presentaron los ritmos de crecimiento de las cuentas corrientes, ya explicado, y las cuentas de ahorro y los CDT que pasaron de 2,4% y 29,8% a -0,3% y 29,1%, respectivamente (Gráfico 9).

Crédito

El saldo de la cartera total del sistema financiero, en moneda nacional y moneda extranjera, ascendió el 31 de marzo a \$49.513 mm con un crecimiento anual de 4,3%. En moneda nacional, la tasa de crecimiento anual fue 5,0% y en moneda extranjera -0,6%. La tasa de crecimiento anual de esta última expresada en dólares fue de -11,9%.

2. Tasas de interés

La tasa de captación promedio medida por la DTF se ubicó al cierre de marzo de 1999, en 25,3%. Por su parte la tasa media de colocación cerró en 35,7%. La diferencia entre ambas tasas fue del 10,4 puntos porcentuales, inferior en 0,9 puntos a la que se registró al final del trimestre anterior (Gráficos 10 y 11). De otro lado, la tasa de interés interbancaria estuvo durante el mes, en promedio, en 21,6% (Gráfico 12).

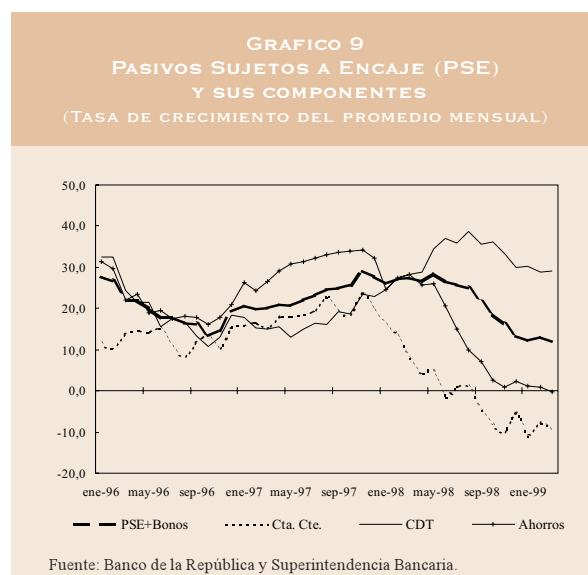
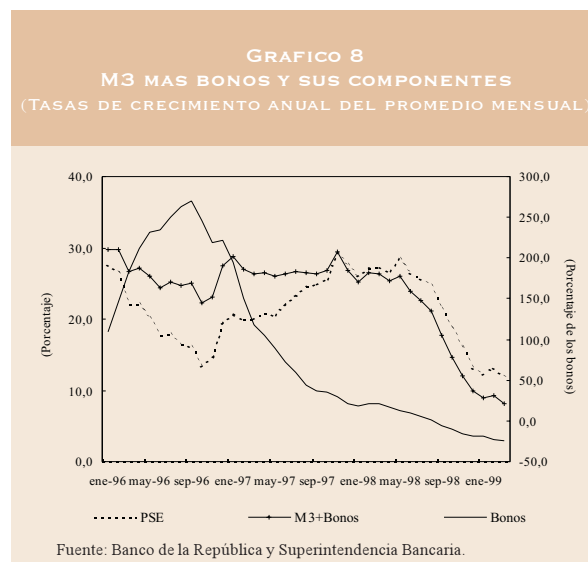
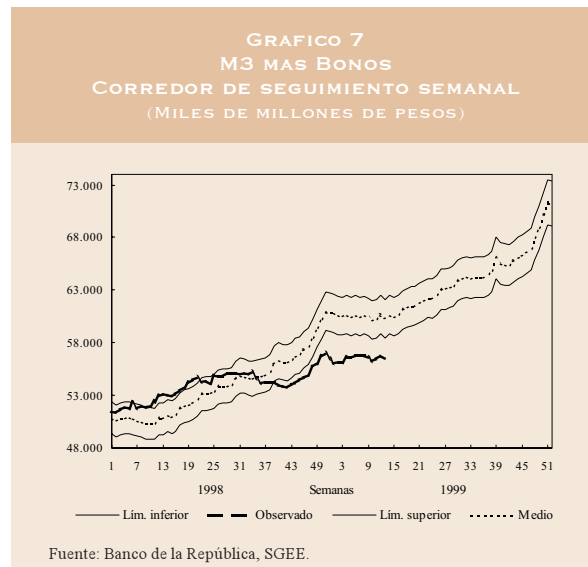
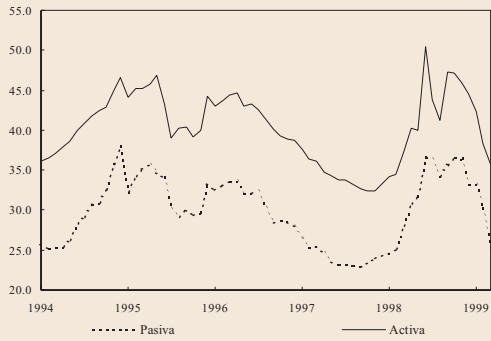
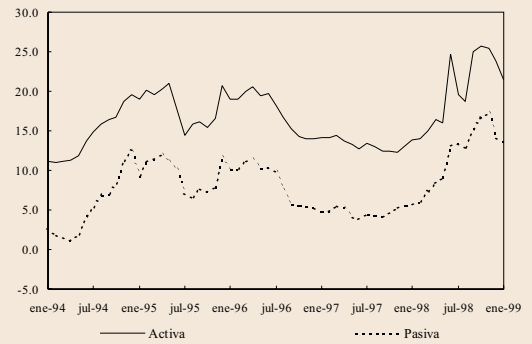


GRAFICO 10
TASAS DE INTERES ACTIVAS Y PASIVAS
(EFFECTIVA ANUAL)



Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

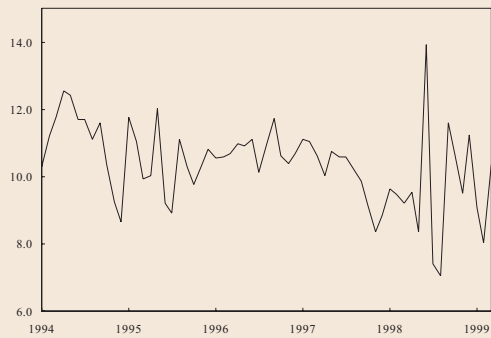
GRAFICO 13
TASAS REALES DE CAPTACION Y COLOCACION DEL
SISTEMA FINANCIERO 1/
(PORCENTAJE)



1/ Deflactor IPC.

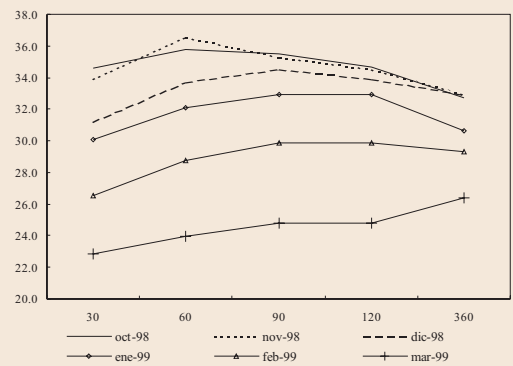
Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria .

GRAFICO 11
DIFERENCIA ENTRE TASA ACTIVA Y PASIVA
DEL SISTEMA FINANCIERO
(PORCENTAJE)



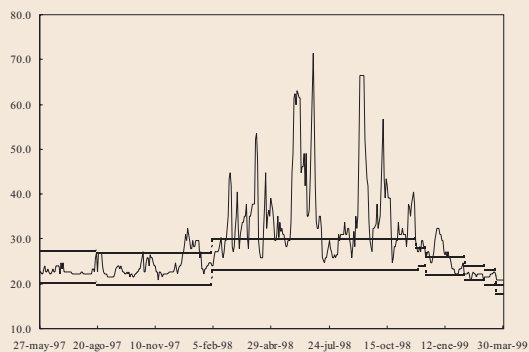
Fuente: Superintendencia Bancaria y cálculos del Banco de la República .

GRAFICO 14
TASA BASICA A DIFERENTES PLAZOS (TBS)
CALCULADA POR LA SUPERINTENDENCIA BANCARIA
(PORCENTAJE)



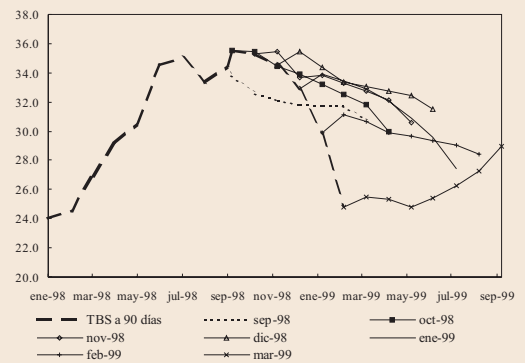
Fuente: Superintendencia Bancaria.

GRAFICO 12
FRANJA DE INTERVENCIÓN Y TIB, 1997:5-1999:3
(PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria .

GRAFICO 15
PROYECCION TBS A 90 DIAS
(PORCENTAJE)



Fuente: Superintendencia Bancaria.

La tasa real (*ex-post*) de captación pasó de 14,2% al final de diciembre de 1998 a 10,4% al cierre de marzo. Por su parte, la tasa real de colocación pasó de 23,8% a 19,5% en igual período (Gráfico 13).

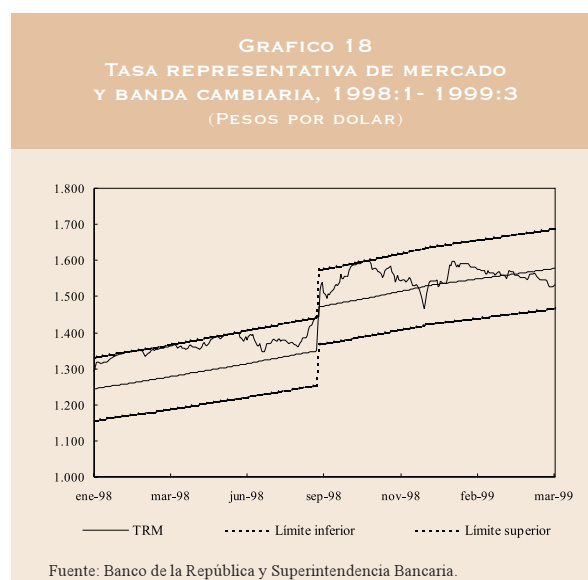
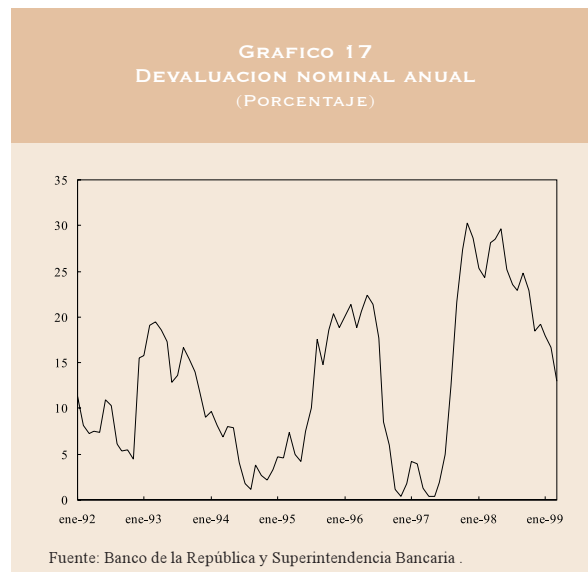
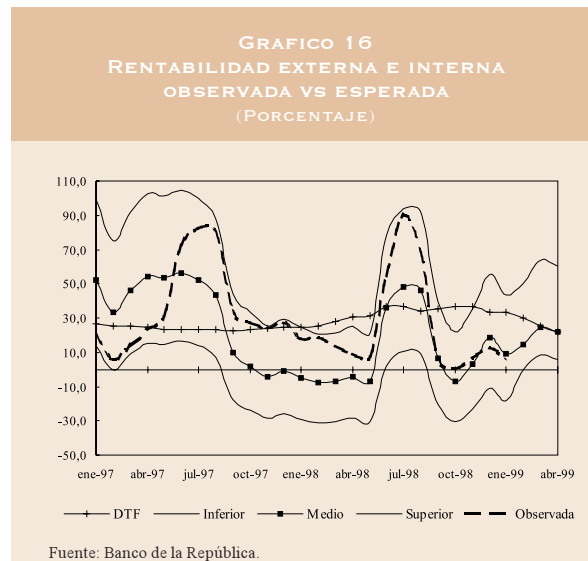
El Gráfico 14 muestra cómo ha evolucionado la curva de la Tasa Básica de la Superintendencia Bancaria (TBS) a diferentes plazos durante los últimos seis meses. En marzo fue clara la tendencia decreciente para todos los plazos, si se compara con las curvas de los cinco meses anteriores. Sin embargo, la curva no presenta la forma de U invertida que se observó hasta diciembre y, por el contrario, los plazos largos tendieron al alza.

En el Gráfico 15 se puede ver el comportamiento de las curvas *spot* y *forward* para los últimos siete meses. La curva *spot* (línea gruesa) muestra nuevamente la tendencia a la baja de las tasas de interés a 90 días. Después de presentar una tendencia al alza desde enero hasta octubre del año anterior, desde noviembre de 1998, ha disminuido constantemente su nivel.

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. Desde junio de 1998, estas curvas se aplanaron y presentaron además una tendencia a la baja en los plazos más largos. La curva *forward* de marzo del presente año presenta, sin embargo, una tendencia ascendente en los plazos más largos; ello significa que el mercado espera un aumento en el retorno, en este caso, de los CDT a dichos plazos.

3. Diferenciales de rentabilidad

En el Gráfico 16 se comparan la tasa de interés pasiva doméstica y la rentabilidad externa. Para el cálculo de las expectativas de devaluación se contemplaron tres escenarios: la Tasa de Cambio Representativa del Mercado (TCRM) promedio en el límite superior, en el punto medio y en el límite inferior de la banda cambiaria tres meses adelante. Como “*proxy*” de la tasa de interés externa, se utilizó la tasa libor.



Con expectativas de devaluación en el techo de la banda la rentabilidad externa se ubicaría en 63,7%, generando una diferencia de rentabilidad de 38,4 puntos porcentuales a favor de las inversiones financieras externas. Si la devaluación se situara en el punto medio de la banda, la rentabilidad externa se ubicaría en 24,9%, generando una diferencia de rentabilidad de 0,4 puntos porcentuales a favor de las inversiones financieras domésticas. Por último, si la devaluación se situara en el piso de la banda, la rentabilidad de las inversiones externas sería de 8,2%, lo cual implica un diferencial de 17,2 puntos porcentuales a favor de las inversiones domésticas.

4. Tipo de cambio

La tasa de cambio nominal cerró el mes de marzo en \$1.533,5 por dólar, es decir 44 pesos por debajo del punto medio de la banda, lo cual implica una revaluación año corrido de 0,55% y una devaluación anual de 12,9% (Gráfico 17).

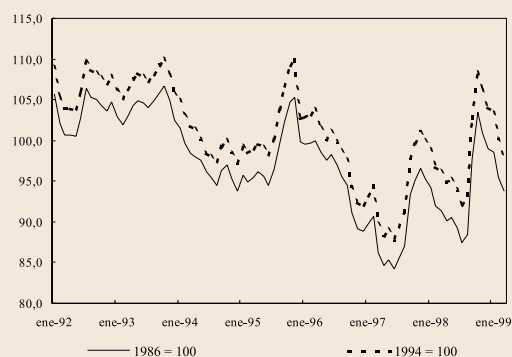
A lo largo del mes de marzo, el comportamiento de la TRM fue estable alrededor del punto medio de la banda (Gráfico 18). Durante este mes, la TRM estuvo en promedio a \$20,8 por debajo del punto medio de la banda cambiaria y a 130 pesos del techo de la misma.

5. Tipo de cambio real

El promedio de la tasa de cambio real, medida por el ITCR1 (1986=100) durante marzo se ubicó en 93,78. De esta manera este indicador muestra un revaluación durante el primer trimestre de 5,19% y una devaluación año completo de 2,6% (Gráficos 19 y 20). Por su parte, el ITCR1 equivalente con base 1994=100 cerró el mes en 97,9, con una revaluación para el primer trimestre de 5,85% y una devaluación año completo de 1,71%.

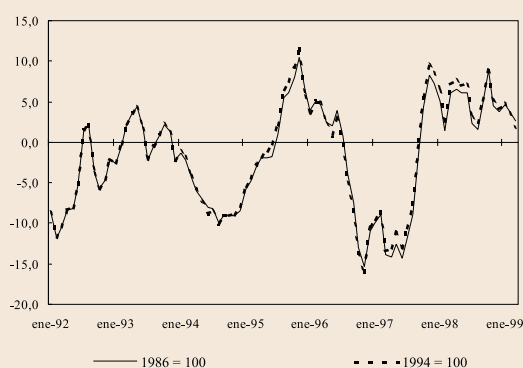
El ITCR1 (1994=100) utiliza el índice de precios al productor del país y de sus 20 socios comerciales. Si se emplea el ITCR3 (1986=100) que utiliza el índice de precios al consumidor, se obtiene que la devaluación anual a marzo es de 2,9%, con una revaluación año corrido de 5,15%. Por su parte, el índice equivalente, con la nueva base, presenta una revaluación anual de 0,1% y año corrido de 6,9% (Gráfico 21).

GRAFICO 19
INDICE DE LA TASA DE CAMBIO REAL, ITCR1
1992:1 - 1999:2



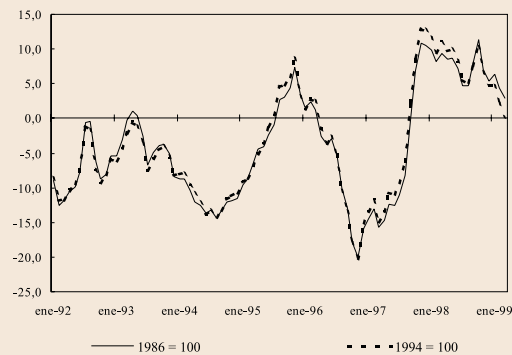
Fuente: Banco de la República.

GRAFICO 20
DEVALUACION REAL ANUAL, ITCR1
1992:1 - 1999:2
(PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República.

GRAFICO 21
DEVALUACION REAL ANUAL, ITCR3
1992:1 - 1999:2
(PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República.

B. OFERTA Y DEMANDA

Al igual que aconteció con el cuarto trimestre del año anterior, los tres primeros meses de 1999 se han caracterizado por una marcada desaceleración de la actividad económica en todos sus frentes. Diversos indicadores de actividad económica señalan que la economía durante este período puede haberse contraído a una tasa similar a la que se observó a finales de 1998. Un dato revelador al respecto corresponde al de las importaciones de enero, las cuales ascendieron a \$780 millones (m) de dólares, equivalente a sólo el 71% de las importaciones mensuales promedio realizadas desde 1993.

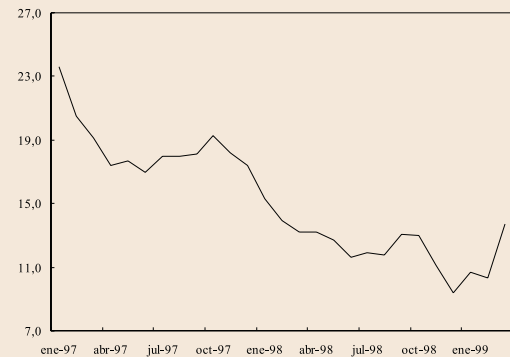
A partir de enero, algunas de las causas que motivaron la distorsión económica empezaron a desaparecer. En primer lugar, las tasas de interés, después de alcanzar niveles muy altos durante el segundo semestre del año anterior, se han reducido de manera considerable en estos últimos tres meses, lo cual deberá estimular el gasto tanto en consumo como en inversión.

En segundo lugar, los precios del petróleo se han comenzado a recuperar gracias a la política de los países de la OPEP de reducir sus cuotas de exportación (Gráfico 22). Aunque existe mucho escepticismo acerca de la sostenibilidad a largo plazo de esta estrategia, ella garantizará precios superiores a los observados a finales de 1998 en el mediano plazo.

A pesar de lo anterior, durante este primer trimestre se mantienen varias circunstancias adversas al crecimiento. Es así como durante 1999 se espera que continúen los bajos niveles de inversión y consumo públicos al igual que de inversión privada.

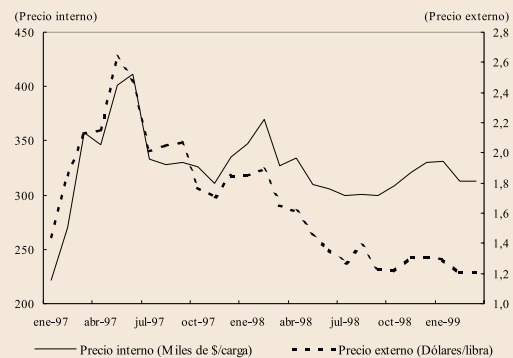
Por otra parte, los términos de intercambio aún no se recuperan, lo que afecta de manera importante el ingreso del sector privado. Los precios del café, por ejemplo, continuaron deteriorándose durante este último trimestre (Gráfico 23). En la actualidad su nivel en el mercado internacional es inferior a \$1,20 dólares la libra y no parece factible que se recupere

GRAFICO 22
PRECIO INTERNACIONAL DEL PETROLEO COMBIANO
(DOLARES POR BARRIL)



Fuente: Ecopetrol.

GRAFICO 23
PRECIO DEL CAFE



Fuente: Fedecafé.

CUADRO 3
PRODUCTO INTERNO BRUTO, SEGUN GASTO
(CRECIMIENTO ANUAL)

	1999 Proyectado
PIB	1,6
Importaciones	(5,4)
Total oferta	n.d.
Consumo final	(1,6)
Hogares	(1,2)
Admón. pública	(3,3)
Form. bruta interna de capital	(5,0)
Form. bruta de capital fijo	(8,6)
Privada	(10,6)
Pública	(6,6)
Subtotal: demanda final interna	(2,4)
Exportaciones	8,6
Total demanda	n.d.

n.d. No disponible.

Fuente: Departamento Nacional de Planeación (DNP).

durante los próximos meses dadas las expectativas de una gran cosecha en el Brasil.

Por último, para 1999 se espera un decrecimiento de varios de nuestros principales mercados de exportación. En el caso de Venezuela y Ecuador se prevé un crecimiento de -1,0% y -1,3% respectivamente (según *WEFA Group*), el cual resulta inferior al previsto a finales del año pasado (1,5% para Venezuela y 2,8% para Ecuador). Es más, en la actualidad algunas otras agencias se encuentran revisando las proyecciones de crecimiento para el Ecuador en niveles cercanos al -4%. Para toda América Latina se espera un crecimiento de -1,5%, explicado en gran parte por la fuerte contracción económica que deberá registrarse en Brasil.

Como resultado de esta débil demanda externa y del deterioro de los términos de intercambio, las exportaciones han venido decreciendo desde mediados de 1998. Esta situación se acentuó a comienzos de 1999. Durante enero y febrero las exportaciones totales decrecieron 12,3%, mientras que las no tradicionales lo hicieron en 11,5%.

Cabe anotar que la reducción de los precios de los bienes importados de origen manufacturero del orden del 7,1% durante 1998 no logró compensar la caída de los precios de los bienes de exportación del orden del 17,1%, lo cual explica el deterioro en los términos de intercambio en 10,8%.

Por las razones anteriores, es factible esperar para los próximos meses un repunte en varios indicadores de actividad económica, especialmente de aquellos relacionados con el consumo. Aún así, la reactivación económica plena probablemente se iniciará a partir del tercer trimestre y su intensidad dependerá del grado en que desaparezcan los factores adversos al crecimiento ya identificados.

1. Producto Interno Bruto (PIB)

De acuerdo con el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), el crecimiento del PIB durante el cuarto trimestre de 1998 fue -3,2%

y no -6,2% como inicialmente había sido estimado por el Departamento Nacional de Planeación (DNP). De esta forma, el crecimiento para todo 1998 fue de 0,6%. El DNP inicialmente estimaba un crecimiento de 0,2% para 1998.

Durante el primer trimestre de 1999 la economía registró su segundo trimestre consecutivo de decrecimiento, lo que técnicamente la coloca en una fase de recesión. De acuerdo con las proyecciones oficiales más recientes, esta fase de recesión debe prolongarse durante el segundo trimestre y tan solo se revertirá a partir del tercero.

En la actualidad el DNP proyecta un crecimiento real del PIB de 1,6% para todo 1999 (Cuadro 3). Esta cifra supone decrecimientos de 2,4% y 0,9% para el PIB del primero y segundo trimestres del año y crecimientos de 1,6% y 4,0% para el PIB del tercero y cuarto trimestres.

Sin embargo, conociendo el comportamiento de diversos indicadores de la producción y el comercio, en lo corrido del año, las cifras del DNP pueden ser un poco optimistas. Diversas entidades (FMI, Fedesarrollo, ANIF y gremios) estiman que la economía puede crecer a una tasa inferior a la prevista por el DNP, y que estaría entre 0% y 1%.

2. La industria

De acuerdo con la Encuesta de Opinión Industrial de la ANDI, la producción industrial durante el mes de enero se contrajo en 13%. De esta forma se acentúa la caída de la producción industrial que se venía observando desde mediados de 1998 (Gráfico 24). El comportamiento de la demanda de energía eléctrica en enero y febrero sugiere que esta situación se mantuvo durante todo el trimestre (Gráfico 25).

Las perspectivas de crecimiento para el sector industrial durante los próximos meses tampoco son favorables, a juzgar por los resultados de la Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo a febrero. El clima de negocios, que había registrado una leve recuperación durante el último trimestre de 1998

gracias a las mejores expectativas de los empresarios sobre la situación económica actual y a seis meses, registró una reducción en febrero (Gráfico 26).

Por su parte, el Índice de confianza continuó exhibiendo niveles muy bajos durante los dos primeros meses de 1999. Ello en razón de que las existencias de productos terminados siguieron siendo muy altas en opinión de los empresarios y de que el nivel de pedidos continuó siendo muy bajo para un número creciente de firmas (Gráfico 27).

3. Consumo

De acuerdo con el DNP, el gasto en consumo se contrajo durante 1998. Para 1999, dicha entidad pronostica una nueva caída de este agregado del orden de 1,6%, motivada por una reducción tanto del consumo privado (-1,2%) como del consumo público (-3,3%). El comportamiento del efectivo durante el primer trimestre señala cómo el consumo muy probablemente continuó cayendo en este período. Ello, pese al leve repunte de la serie, el cual obedece casi exclusivamente al comportamiento de la demanda por efectivo durante Semana Santa (Gráfico 28).

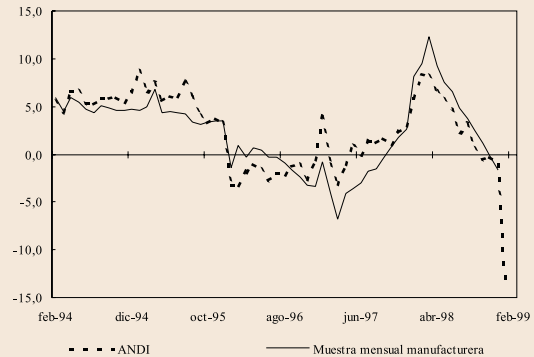
4. Inversión

Durante 1998 el gasto en inversión registró una fuerte caída. Ello se observó tanto para la inversión privada como para la inversión pública. Esta situación obedeció, entre otras razones, a las altas tasas de interés y al programa de ajuste fiscal.

Para 1999, el DNP prevé un comportamiento similar. La inversión total debe crecer -5%, siendo, para este año, la inversión privada la principal responsable de la contracción del agregado con un crecimiento proyectado de -11%. Por su parte, se espera que la inversión pública se contraiga 6,6%.

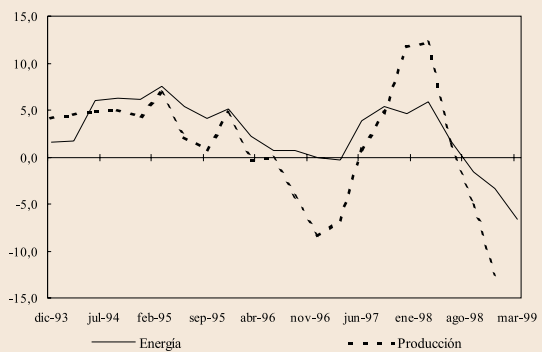
El pobre desempeño de la inversión para 1999 corresponde con la pronunciada desaceleración que registraron las importaciones de bienes de capital durante el segundo semestre de 1998, la cual se ha acentuado durante enero de 1999. Como se observa en el Gráfico 29, las importaciones de bienes de

GRAFICO 24
INDICE DE PRODUCCION REAL DE LA INDUSTRIA
(CRECIMIENTO AÑO CORRIDO)



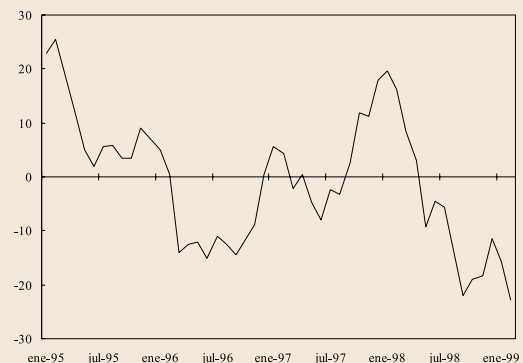
Fuente: ANDI y DANE.

GRAFICO 25
DEMANDA DE ENERGIA VS PRODUCCION INDUSTRIAL
CRECIMIENTO ANUAL-CIFRAS TRIMESTRALES 1/



1/ El primer trimestre de 1999 es preliminar.
Fuente: ISA y DANE.

GRAFICO 26
CLIMA DE NEGOCIOS
(CIFRAS HASTA FEBRERO DE 1999)



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

capital registraron una fuerte caída para enero de este año, habiendo sido de US\$300 m, lo que corresponde tan solo a un 65% del valor promedio mensual observado para 1998. Con esta cifra, el crecimiento anual de las importaciones de bienes de capital a enero fue de -48%.

C. SALARIOS

1. Salarios industriales

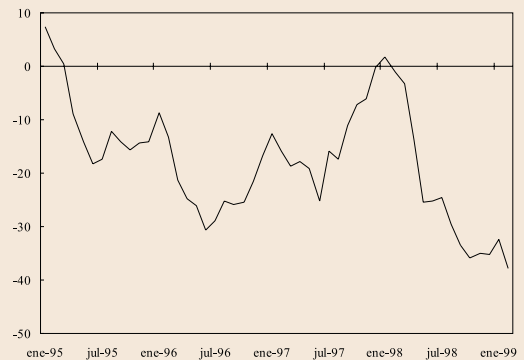
Para diciembre de 1998, último mes del cual se dispone información de la Muestra Anual Manufacturera del DANE, los salarios nominales del sector industrial crecieron, año corrido, 19,4%. De esta forma, durante el cuarto trimestre de 1998 los reajustes salariales continuaron con la tendencia decreciente que se inició a finales de 1997 (Gráfico 30).

En términos de salarios reales, los anteriores ajustes han significado crecimientos mínimos del orden de 0,3%. Esta situación se observa desde mediados del año anterior, fecha desde cuando los salarios reales de la industria se mantienen prácticamente inalterados (Gráfico 31).

2. Pactos de incremento salarial

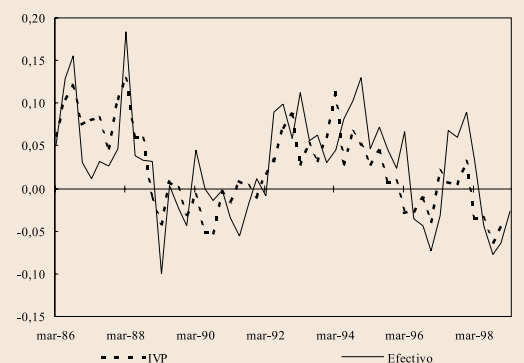
Las cifras del Ministerio de Trabajo sobre incrementos salariales pactados para las convenciones colectivas (Cuadro 4) muestran cómo, a marzo de 1999, la mayoría de los pactos se han hecho entre el 15,5% y el 18,5%. Es importante notar que el 72,6% de los trabajadores del sector público y el 69% del sector privado pactaron sus incrementos salariales en este rango. Durante 1998, el 50,3% de los pactos de incremento salarial se hicieron en ese rango, 37,2% se hicieron entre el 18,5% y el 21,5% y un 11,2% de los pactos se realizaron a más del 21,5% (Cuadro 5). En lo que va corrido de 1999, ningún incremento salarial se ha pactado por encima del 21%. Cabe señalar que un reajuste en el salario nominal entre el 15,5% y el 18,5% implica un incremento en el salario real entre 2% y 5% dada una inflación de 13,5%.

GRAFICO 27
INDICE DE CONFIANZA
(CIFRAS HASTA FEBRERO DE 1999)



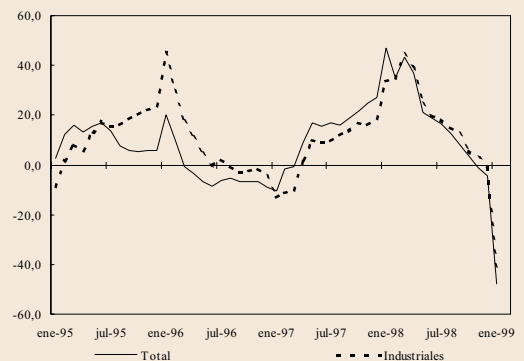
Fuente: SGEE con base en cifras de la EOE de Fedesarrollo.

GRAFICO 28
EFECTIVO VS INDICE DE VENTAS AL POR MENOR
CRECIMIENTO REAL ANUAL - PROMEDIOS TRIMESTRALES



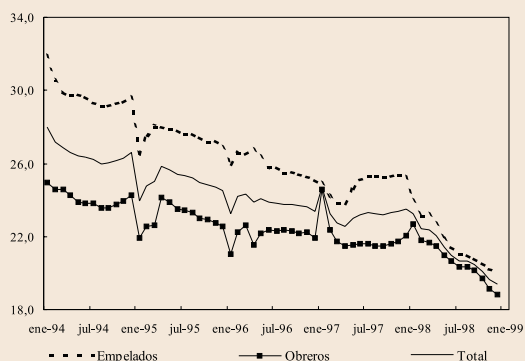
Fuente: DANE y Banco de la República.

GRAFICO 29
IMPORTACIONES DE BIENES DE CAPITAL
(CRECIMIENTO AÑO CORRIDO)



Fuente: Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN)-Manifiestos.

GRAFICO 30
SALARIO NOMINAL-INDUSTRIA MANUFACTURERA
(VARIACIONES PORCENTUALES AÑO CORRIDO)



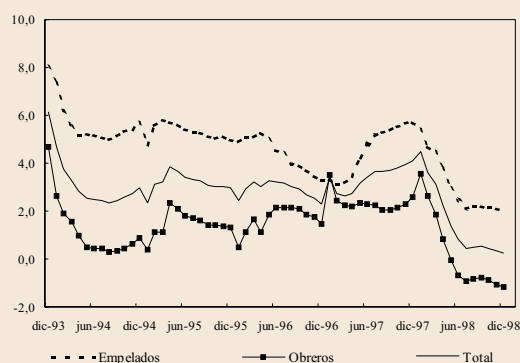
Fuente: DANE, muestra mensual manufacturera.

CUADRO 5
PORCENTAJE DE BENEFICIARIOS POR NIVEL DE INCREMENTOS PACTADOS
(ENERO A DICIEMBRE DE 1998)

	<15,5	[15,5-18,5]	[18,5-21,5]	[21,5-24,5]	>24,5
Público (19%)	0,1	82,3	16,2	0,8	0,5
Privado (81%)	1,6	42,8	42,1	13,3	0,2
Total 1/	1,3	50,3	37,2	11,0	0,2

1/ Del total de las negociaciones, 19% de los trabajadores beneficiados pertenecen al sector público y 81% al sector privado.
Fuente: Ministerio del Trabajo.

GRAFICO 31
SALARIO REAL - INDUSTRIA MANUFACTURERA
(VARIACIONES PORCENTUALES AÑO CORRIDO)



Fuente: DANE, muestra mensual manufacturera.

CUADRO 6
PORCENTAJE DE BENEFICIARIOS POR NIVEL DE INCREMENTOS PACTADOS
(ENERO A MARZO DE 1999)

Negociaciones a 1 año				
<15,5	[15-16]	[17-18]	[19-21]	
5,0	41,3	31,7	22,0	
Negociaciones a 2 años				
<15	[15-17]	[15-28]	[IPC,IPC+3]	SML
4,8	35,7	2,1	52,4	5,0

Fuente: Ministerio de Trabajo

CUADRO 4
PORCENTAJE DE BENEFICIARIOS POR NIVEL DE INCREMENTOS PACTADOS
(ENERO A MARZO DE 1999)

	<15,5	[15,5-18,5]	[18,5-21,5]	>21
Público (7%)	15,2	72,6	12,2	0,0
Privado (93%)	8,0	69,0	23,0	0,0
Total 1/	8,5	69,3	22,3	0,0

1/ Del total de las negociaciones, 7% de los trabajadores beneficiados pertenecen al sector público y 93% al sector privado.
Fuente: Ministerio del Trabajo.

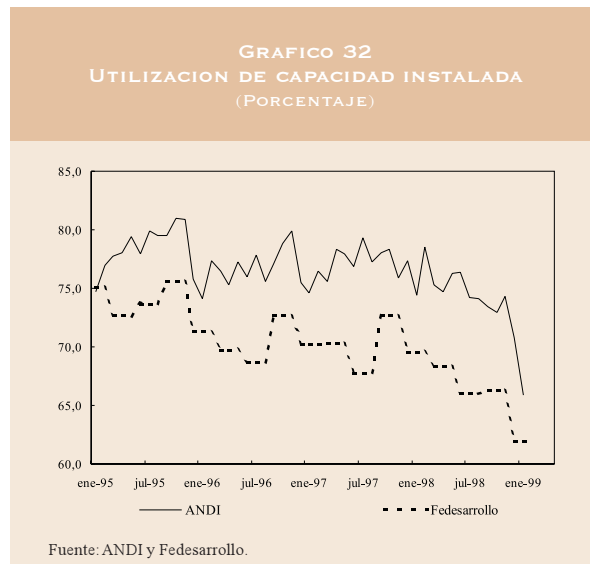
En el Cuadro 6 se presenta el porcentaje de trabajadores beneficiados por negociaciones de incremento salarial realizadas a un año y a dos años, entre enero y marzo de 1999. En el primer caso, se observa cómo la mayoría de los pactos (41,3%) se ha realizado entre el 15% y el 16%. Este resultado contrasta con el resultado para el período enero-diciembre de 1998, cuando la mayoría de los pactos a un año se realizó entre el 17% y el 18%.

Para el segundo caso, como era de esperar, en lo que va corrido del año la mayoría (52,4%) se ha hecho alrededor del IPC. Sin embargo, cabe resaltar que un 35,7% de los pactos se firmó entre el 15% y el 17%.

D. UTILIZACION DE LA CAPACIDAD INSTALADA

Las últimas cifras sobre utilización de la capacidad instalada del sector industrial ofrecidas por Fedesarrollo indican cómo esta alcanzó a ser tan solo de un 62% durante el primer trimestre de 1999. Este nivel resulta ser el más bajo observado desde cuando se dispone información, siendo inclusive inferior a los niveles observados en 1983 (Gráfico 32). El indicador de la ANDI a enero corrobora esta tendencia habiendo sido para dicho mes de 65%.

Cabe señalar que el nivel promedio observado para el indicador de Fedesarrollo desde 1980 es de 72%, lo cual indicaría que en la actualidad este se encontraría 10 puntos porcentuales por debajo de su com-



portamiento promedio en las últimas dos décadas. Para años de crecimiento sostenido este indicador se ha situado en niveles del 75%.

III

MEDIDORES DE EXPECTATIVAS

ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE INFLACION

La Encuesta de Expectativas de Inflación de marzo de 1999 señala que los agentes esperan una inflación del 15,9% al finalizar 1999 (Gráfico 33). Se observa que desde diciembre de 1998, las expectativas sobre esta variable no han cambiado.

De la misma forma, la encuesta muestra que las expectativas *de inflación de largo plazo* no han cambiado sustancialmente desde diciembre del año anterior (Gráfico 34). Los agentes esperan, en marzo de 1999, una inflación del 14,7% para diciembre del 2000.

Respecto a la *tasa de devaluación* al finalizar 1999, los agentes esperan que sea en promedio 18,1% (Gráfico 35).

El crecimiento esperado del PIB para 1999 es 1,0%. En el Gráfico 36 se observa que los agentes esperan un crecimiento del PIB menor que el de 1998.

Otros resultados de la encuesta señalan que, en promedio, las empresas aumentaron el *salario nominal* de sus trabajadores para 1999 en 16,1%, un punto porcentual por debajo del aumento de 1998. En cuanto a los *precios de los productos*, se tiene que las empresas prevén un incremento, en promedio para 1999, de 11,3%, cifra inferior al aumento que los agentes manifestaron haber realizado durante 1998 (14,9%) según la encuesta anterior (Gráficos 37 y 38).

GRAFICO 33
INFLACION ESPERADA AL FINAL DEL AÑO
(PORCENTAJE)

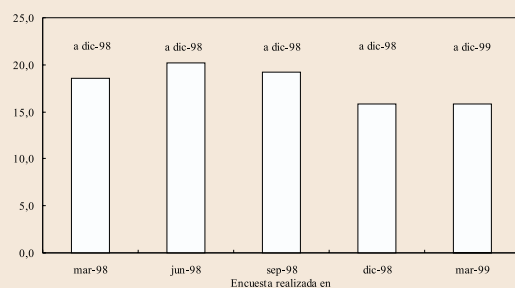


GRAFICO 34
INFLACION ESPERADA AL FINAL DEL SIGUIENTE AÑO
(PORCENTAJE)

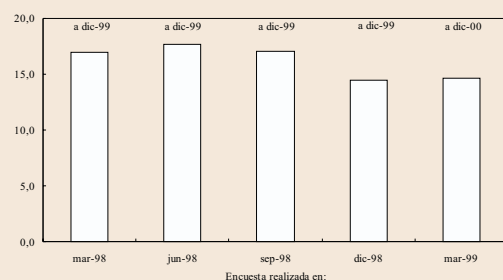
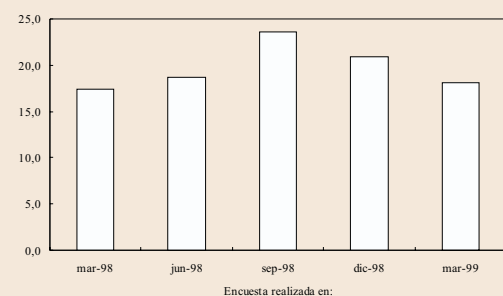


GRAFICO 35
TASA DE DEVALUACION ESPERADA AL FINAL DEL AÑO
(PORCENTAJE)



La sección de la encuesta sobre *actividad económica* (Gráficos 39 y 40) muestra que un 52% de los encuestados ejecutaron menos proyectos de los que tenía planeados en los últimos 12 meses y el 38% realizó los proyectos planeados. Para los próximos 12 meses un 55% de los encuestados mantendrá su capacidad instalada constante. Un 25% planea realizar inversiones para expandirla y un 12% proyecta reducirla.

Por último, las preguntas sobre *empleo* (Gráficos 41 y 42) dieron como resultado que, para el próximo trimestre, el 50% de los encuestados mantendrá constante el número de empleados y el 36% lo reducirá. Para el próximo año, el 54% de los encuestados piensa mantener constante su planta de personal, mientras que el 30% está pensando reducir el número de empleados de su empresa.

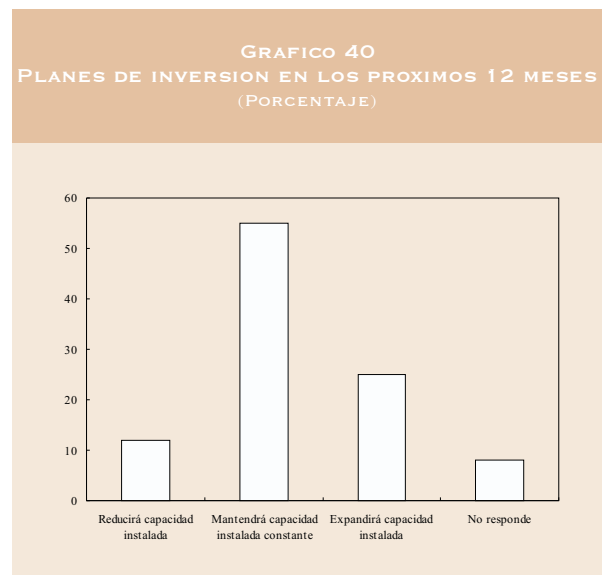
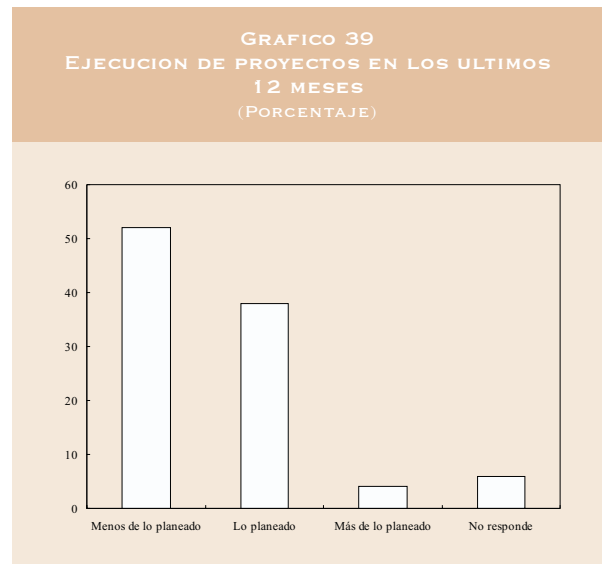
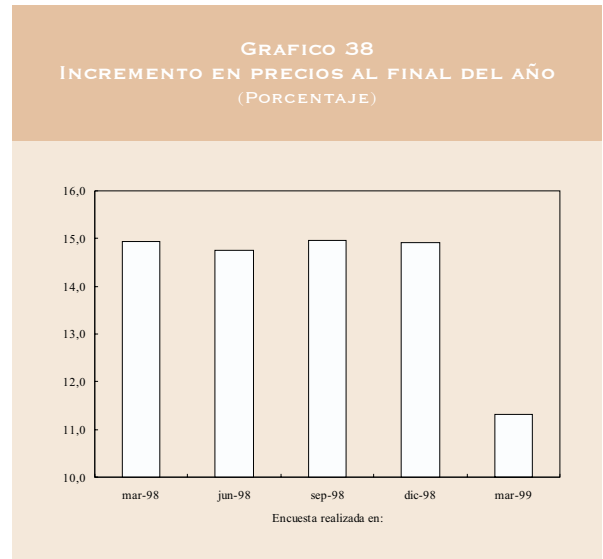
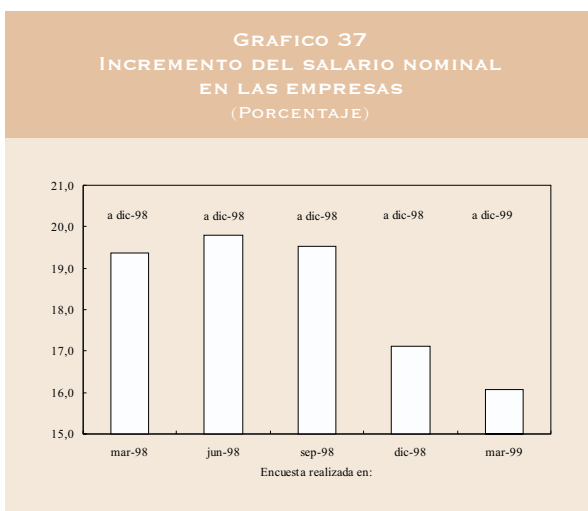
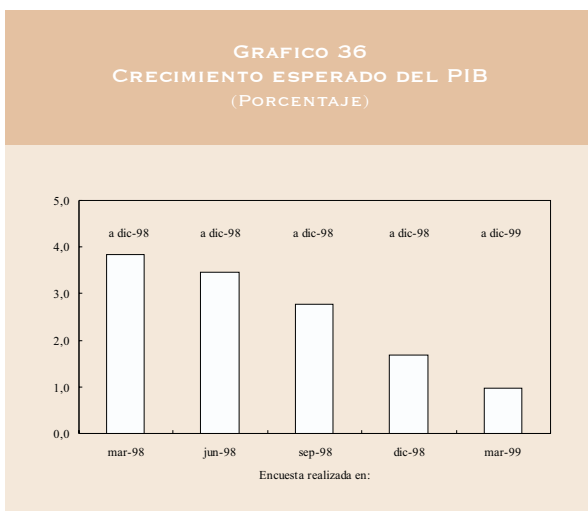


GRAFICO 41
EN EL PROXIMO TRIMESTRE, EL NUMERO
DE EMPLEADOS
(PORCENTAJE)

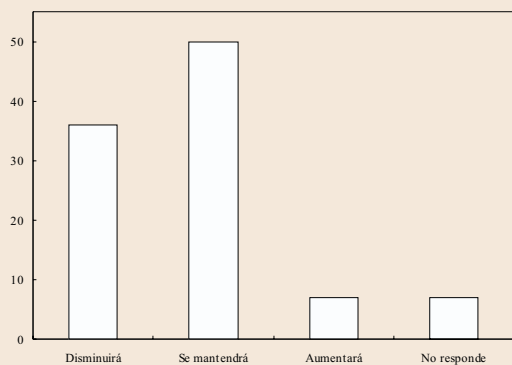
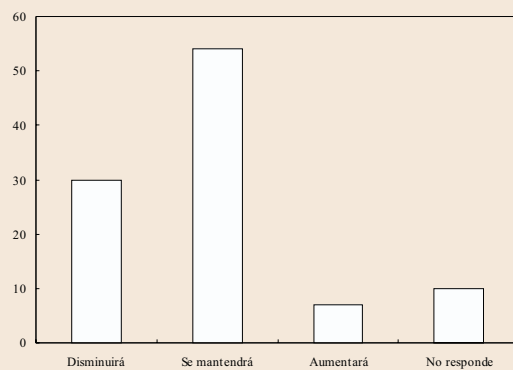


GRAFICO 42
EN EL PROXIMO AÑO, EL NUMERO DE EMPLEADOS
(PORCENTAJE)



IV

PRONOSTICOS DE INFLACION

Las tres principales metodologías de pronóstico de inflación que se utilizaron, fueron: i) Los modelos ARIMA², los cuales generan proyecciones basadas exclusivamente en las tendencias y ciclos que surgen del comportamiento histórico de la inflación e ignoran el impacto de otros determinantes del proceso inflacionario como pueden ser las variables de política. ii) Los modelos estructurales -Curva de Phillips, Monetario y Escandinavo- los cuales explican la inflación a partir de las condiciones de demanda esperadas o a partir de los factores de costos. iii) La metodología de combinación de pronósticos, la cual consiste en combinar, mediante procedimientos estadísticos especiales, los resultados arrojados por los modelos estructurales.

En las proyecciones de inflación a diciembre de 1999, el Banco de la República asumió, entre otros supuestos, una tasa de interés nominal promedio para el año similar a la que se observó al finalizar el primer trimestre. En cuanto al crecimiento, se asumió que la economía entraría en fase de recuperación durante el segundo semestre. Se trabajaron dos escenarios de crecimiento para 1999, el primero con una tasa de 0,5% y el segundo con 1,6%.

Para el presente informe se efectuaron algunas modificaciones a la estructura de varios de los modelos, con el propósito de actualizarlos respecto al cambio en la metodología de cálculo del IPC realizada por el DANE a partir de enero de este año. Dichas modificaciones también incorporan mejor el cambio en la dinámica del proceso inflacionario que se ha venido registrando durante los primeros tres meses de este año.

En términos generales, los modelos pronostican una inflación para diciembre de 1999 inferior o igual a la

meta del Banco de la República del 15% y, además, inferior a las proyecciones realizadas en diciembre de 1998. En el caso del modelo ARIMA, se pronostica una inflación de 14,2%, inferior a la pronosticada en el informe anterior. En este tipo de modelos, los datos más recientes tienen una influencia muy alta en el pronóstico de inflación de los meses siguientes, por lo que la acelerada reducción de la inflación observada entre enero y marzo explica la menor inflación proyectada a diciembre.

Los modelos estructurales, por su parte, predicen una inflación a diciembre entre 11,7% y 15,3%. Respecto a las proyecciones presentadas en el informe anterior, aquellas que presentan variaciones más significativas son las del modelo de curva de Phillips y las del modelo monetario. En ambos casos la actualización de los modelos implicó cambios importantes en materia de la estructura de los rezagos de las variables independientes, al igual que modificaciones en la definición de algunas de las variables. Por último, el modelo de combinación de pronósticos muestra una inflación para diciembre de 13,7%, inferior en un punto porcentual a la predicha en el informe anterior (Cuadro 7).

CUADRO 7
RESULTADOS DE PRONOSTICOS DE INFLACION
(INFLACION A DICIEMBRE DE 1999)

Tipo de modelo	Proyectada en Mar. de 1999
ARIMA	14,2
Modelos estructurales	
Curva de Phillips	12,2
Monetario	11,7
Escandinavo	15,3
Combinación de pronósticos	13,7

Fuente: Banco de la República, SGEE.

² Modelo autorregresivo integrado de media móvil.

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