



INFORME SOBRE INFLACIÓN
JUNIO DE 1999

BANCO DE LA REPÚBLICA

RESUMEN Y CONCLUSIONES

✘ La inflación anual al consumidor a junio de 1999 fue 9,0%, inferior en 1 punto porcentual al registro del mes anterior y en 11,7 puntos al de junio de 1998. Este nivel es el menor observado en cualquier mes desde febrero de 1971. La significativa caída de la inflación no ha sido resultado exclusivamente de la caída de precios de los alimentos. En junio, seis de los siete grupos que conforman la canasta familiar mostraron incrementos anuales inferiores a los exhibidos un año atrás. No obstante, cabe destacar que en este mes, el grupo de alimentos exhibió por tercer mes consecutivo un crecimiento de precios negativo (-0,4%), como resultado del desempeño de los precios de los perecederos (v. gr., hortalizas, tubérculos y frutas) que pasaron de exhibir una variación anual de 56,2% a -26,6% entre junio de 1998 y junio de 1999.

✘ En el año completo, el crecimiento de precios fue superior a la inflación promedio en los grupos de gastos varios (20,9%), transporte (16,8%), salud (16,0%), vivienda (11,4%) y educación (10,5%). Por debajo del promedio estuvieron los alimentos (0,3%) y el vestuario (5,3%). En la clasificación alterna los bienes flexibles (-26,6%) y cíclicos (3,3%) experimentaron variaciones inferiores a la inflación promedio, mientras que los grupos de transables (12,1%) e indexados (13,5%) superaron el crecimiento general de precios. No obstante, en lo corrido de 1999, se observa que todos los grupos explican de manera importante la caída de 7,6 puntos porcentuales de la inflación. Los bienes flexibles contribuyen con el 35% de la reducción, mientras que los bienes y servicios indexados participan con otro 24%. Por su parte, los transables y los cíclicos explican la caída en 22% y 19%, respectivamente.

✘ Los indicadores de inflación básica a junio confirman las menores presiones inflacionarias registradas a lo largo del primer semestre de 1999. La inflación básica medida como el promedio de los cuatro indicadores, descendió de 17,7% a 11,5%, entre junio de 1998 e igual mes de 1999.

✘ La reducción de la inflación durante el primer semestre de 1999 ha sido facilitada por la caída de la demanda, la abundante oferta de alimentos en el mercado, característica normal después de superado el fenómeno de “El Niño”, y la caída en los precios internacionales de los bienes básicos, que favorecieron un menor repunte en los precios de los bienes importados. No obstante, cabe señalar que algunos factores ejercieron un efecto contrario, tales como los continuos incrementos en el precio interno de la gasolina que acumularon un crecimiento de 27% en los primeros seis meses de 1999, la devaluación del peso con respecto al dólar de 12,3% en

los últimos seis meses, que encareció el componente importable de la canasta, el cobro del IVA a algunos productos de la canasta familiar (derivados lácteos, aceites, grasas, jabones, detergentes, jugos y otros) y el reajuste de las tarifas de algunos servicios públicos como el teléfono residencial, gas y acueducto, cuyos crecimientos entre enero y junio fueron de 18%, 12,4% y 10,5%, respectivamente.

✚ Para los próximos meses se anticipan algunas presiones inflacionarias que pueden inducir un repunte moderado en los precios. De una parte, para el segundo semestre se esperan cosechas menos abundantes de productos perecederos, asociadas a los bajos precios alcanzados recientemente. De otra parte, se espera que la devaluación presentada en los primeros seis meses del año genere algún efecto sobre los precios de los bienes importados (incluida la gasolina) que puede tener un impacto en el nivel general de precios. El efecto inflacionario de la devaluación es bajo cuando la caída de la demanda es muy fuerte. Pero en la medida en que la demanda se recupere, como se espera que ocurra a partir del segundo semestre y a lo largo del año 2000, es de esperar que la devaluación de este año se traslade parcialmente a la inflación.

✚ De acuerdo con diversos indicadores, durante los dos primeros meses del segundo trimestre no se observaron síntomas de reactivación económica. Aún así, entre mayo y junio, el comportamiento de algunos indicadores como pedidos y existencias del sector industrial, la demanda de energía eléctrica y la evolución de la cartera real podrían estar señalando un quiebre en las tendencias de decrecimiento a partir del tercer trimestre. En todo caso, dados los muy bajos niveles de utilización de capacidad instalada resulta muy improbable que una eventual recuperación económica genere presiones inflacionarias de alguna índole en los próximos meses.

✚ Durante el primer semestre, el comportamiento de los salarios ha estado de acuerdo con las menores tasas de inflación. Los reajustes del salario nominal del sector industrial para abril (15,7%) fueron menores en más de tres puntos porcentuales a los que se observaron a finales de 1998 (19%). Ello, sin embargo, no se tradujo en un deterioro del salario real gracias a la reducción de la inflación en este período. Los menores reajustes salariales deberán contribuir a reducir la inflación en los próximos meses toda vez que por esta vía se neutraliza una importante fuente de inercia inflacionaria como es la indización de los costos laborales.

✚ Según la encuesta de expectativas realizada por el Banco de la República, en estos últimos meses se ha dado una importante reducción de las expectativas de inflación, tanto de corto como de largo plazo, de los agentes económicos. Las expectativas para diciembre de 1999 se redujeron en 2,4 puntos porcentuales respecto a las observadas en el mes de marzo. En la actualidad, los agentes esperan en promedio una inflación de 13,5% para finales de 1999. Para diciembre del año 2000 los agentes esperan una inflación de 12,2%, mientras en las encuestas de marzo se esperaba una inflación para esa época de 14,7%. 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.

✘ Los pronósticos derivados de los modelos estructurales confirman que la inflación continuará en niveles bajos hasta fines de año. De otra parte, las proyecciones de inflación básica también sugieren que la inflación se situará por debajo de la meta del 15%. Estos resultados son coherentes con las conclusiones del ejercicio de proyección de la inflación de 1999 con base en el comportamiento histórico de los precios de los alimentos, si se sigue el patrón promedio de los años inmediatamente posteriores a la presencia del fenómeno de “El Niño”.

✘ Durante el último trimestre, la Junta Directiva continuó con su política de reducción gradual de las tasas de interés mientras las condiciones cambiarias lo permitieron. En este período se efectuaron dos reducciones en las tasas de intervención del Banco, con lo cual estas se situaron 2 puntos porcentuales por de las vigentes a fines de marzo.

✘ Ante la inestabilidad cambiaria experimentada durante el mes de junio y originada por los problemas que afronta el sistema financiero, el deterioro de las condiciones de financiamiento externo, los menores recursos del sector público, una recesión económica más fuerte de lo esperado y la incertidumbre en torno a los acuerdo de paz entre otros factores, el Gobierno y la Junta Directiva anunciaron el 27 de junio un nuevo programa macroeconómico. Dicho programa contempló un desplazamiento de la banda cambiaria, una meta de inflación del 10% para el año 2000, un crecimiento de la base monetaria del 12% en promedio, y un compromiso de austeridad fiscal que, entre otras cosas, implicará que los gastos del Gobierno Central, diferentes de intereses, aumenten por debajo del 8,1% anual en el próximo año. De igual manera, con el propósito de consolidar el programa macroeconómico y aumentar la disponibilidad de divisas del país, la Junta Directiva y el Gobierno Nacional decidieron adelantar negociaciones con el Fondo Monetario Internacional tendientes a garantizar recursos externos adicionales del orden de los 3 mil millones de dólares para la balanza de pagos. Con estas medidas se espera restablecer la estabilidad cambiaria. Tomando en cuenta las anteriores consideraciones, la Junta Directiva, en su sesión del 23 de julio, redujo sus tasas de interés de intervención en un punto porcentual.

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 INFLACIÓN
JUNIO 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

Carolina Tobón Yepes

CONTENIDO

I.	DESEMPEÑO DE LOS PRECIOS	11
	A. ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR	11
	B. ÍNDICE DE PRECIOS DEL PRODUCTOR	13
II.	DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN	17
	A. AGREGADOS MONETARIOS, TASA DE INTERÉS Y TIPO DE CAMBIO	17
	B. OFERTA Y DEMANDA	22
	C. SALARIOS	27
	D. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA	28
III.	MEDIDORES DE EXPECTATIVAS	29
	ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN	29
IV.	PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN	32
	A. MODELO ARIMA Y ESTRUCTURALES	32
	B. ESCENARIOS DE EVOLUCIÓN DE ALIMENTOS	32
	C. CONCLUSIONES Y PERSPECTIVAS	33

[IR A DOCUMENTOS E INFORMES](#)

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

DESEMPEÑO DE LOS PRECIOS

A. ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR

Comportamiento general

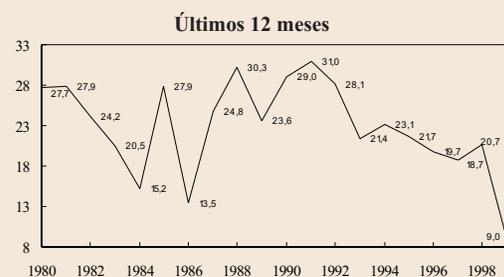
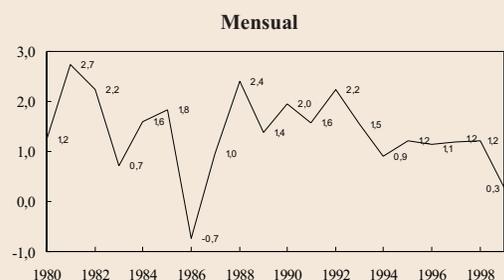
La inflación anual, medida como la variación últimos 12 meses del Índice de Precios al Consumidor (IPC), a junio de 1999 fue de 9,0%, siendo el menor registro para cualquier mes desde febrero de 1971. Entre junio de 1998 y junio de 1999 la inflación cayó en 11,7 puntos porcentuales.

Durante el primer semestre de 1999 los precios al consumidor alcanzaron una tasa de crecimiento de 6,5%, inferior en 7,6 puntos porcentuales a la registrada entre enero y junio de 1998. La inflación al consumidor en junio fue de 0,3%. (Cuadro 1 y Gráfico 1).

En los últimos 12 meses varios grupos exhibieron un crecimiento de precios mayor que la inflación. El grupo que más sobresalió fue el grupo de gastos varios (20,9%), jalonado por incrementos superiores al 20% en los precios de aguardiente, vino, cigarrillos y crema dental. Los otros grupos que mostraron un incremento anual de precios superior a la inflación observada fueron: transporte (16,8%), salud (16,0%), vivienda (11,4%) y educación (10,5%). Por el contrario, los precios de alimentos (0,3%) y vestuario (5,3%) registraron incrementos inferiores a la inflación (Cuadro 1).

Con el propósito de mejorar los indicadores de seguimiento de la inflación básica, el Banco de la República evaluó las diferentes medidas de inflación que se presentaron en informes anteriores, utilizando para

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



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

CUADRO 1
INDICADORES DE INFLACIÓN
(VARIACIONES PORCENTUALES A JUNIO)

	Mensual			Corrida			Anual		
	1997	1998	1999	1997	1998	1999	1997	1998	1999
I. IPC	1,2	1,2	0,3	11,3	14,1	6,5	18,7	20,7	9,0
Alimentos	1,4	2,0	(0,4)	9,0	21,7	5,6	16,4	30,0	0,3
Vivienda	1,4	1,1	0,4	10,7	9,1	4,2	20,7	15,9	11,4
Vestuario	0,8	0,8	0,1	5,5	4,5	2,1	9,9	8,5	5,3
Salud	1,3	1,2	1,0	16,6	15,4	11,0	21,2	20,2	16,0
Educación 1/	0,0	0,2	0,2	19,7	16,2	9,5	23,7	19,1	10,5
Transporte	1,0	0,2	1,2	15,2	14,2	11,0	18,7	20,3	16,8
Gastos varios	1,8	1,1	0,6	10,4	10,6	11,2	17,6	18,4	20,9
II. Inflación básica 2/	1,1	0,9	0,6	12,3	10,8	7,0	18,2	17,7	11,5
IPC sin alimentos 3/	1,1	0,9	0,6	12,3	10,8	7,0	19,7	16,7	13,0
Núcleo 4/							17,8	17,3	11,9
Media troncada 5/							17,8	18,6	10,9
Media asimétrica 6/							17,5	18,3	10,3
III. IPP	2,1	0,8	0,6	12,2	12,2	4,9	17,1	17,6	6,1
Según uso o destino económico									
Consumo final	3,3	0,1	0,9	14,1	9,6	4,1	18,4	12,1	6,6
Consumo intermedio	0,8	2,1	0,3	10,9	17,4	5,6	17,3	26,3	3,5
Bienes de capital	0,2	0,2	0,9	6,5	7,7	5,5	8,4	14,7	12,1
Materiales de construcción	1,5	(3,1)	0,9	9,6	3,4	7,3	13,9	10,8	16,7
Según procedencia									
Producidos y consumidos	2,3	0,9	0,5	13,2	13,1	4,9	19,2	17,7	5,4
Importados	0,1	0,2	1,4	4,7	5,6	4,5	2,8	16,9	11,4
Exportados 7/	2,1	(1,4)	5,2	27,1	(0,4)	7,7	22,1	7,0	12,7
Según origen industrial -CIIU-									
Agric., Silvic. y pesca	6,1	2,0	1,0	23,7	21,3	3,6	32,6	20,9	(6,0)
Minería	0,7	(5,6)	4,5	(4,3)	(9,6)	25,2	2,7	(0,3)	27,1
Industria manufacturera	0,6	0,5	0,4	8,6	9,5	4,9	12,3	16,8	10,6
IV. IPP sin café 8/	1,1	1,1	0,5	8,7	13,3	4,9	13,0	21,4	6,0
Exportados sin café	0,9	(0,4)	4,1	2,4	8,3	8,7	1,6	29,0	16,6
V. Otros indicadores de inflación básica									
IPC sin alimentos, servicios y transporte 9/	1,0	0,9	0,4	11,9	10,2	5,8	19,1	15,3	10,9
Mediana 10/							17,1	15,7	8,1

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/ Corresponde al promedio de los 4 indicadores de inflación básica calculados por el Banco de la República.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

ello criterios estadísticos y económicos estándar. En el presente informe se introducen 3 nuevas medidas de inflación básica: el núcleo inflacionario al 20%, la media truncada al 10% y la media asimétrica (véase recuadro para una explicación detallada de la naturaleza de estas medidas y el método de evaluación). Estos nuevos indicadores sustituyen los otros indicadores -media truncada al 10%, mediana, e inflación sin alimentos, servicios y transporte- que venían analizándose en los informes anteriores. En el Cuadro 1, numeral V, se presentan los antiguos indicadores con propósito informativo.

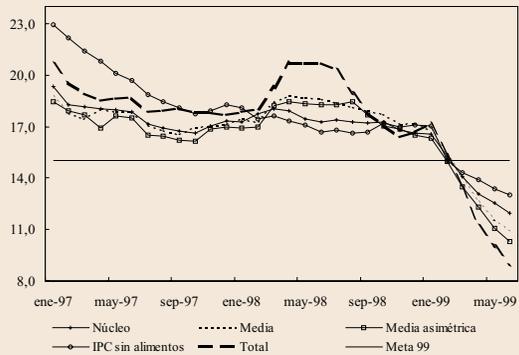
Las medidas de inflación básica (el IPC sin alimentos, el núcleo inflacionario, la media truncada y la media asimétrica), muestran una clara tendencia al descenso desde enero de 1999 (Gráfico 2). El promedio de los indicadores de inflación básica se redujo de 17,7% a 11,5% entre junio de 1998 e igual mes de 1999, reflejo de las menores presiones de demanda durante el último año (Cuadro 1). A junio, todos los indicadores presentan un crecimiento superior a la inflación observada, situación que refleja la caída de los precios de los alimentos, grupo que suele excluirse, en buena parte, en el cálculo de inflación básica.

Clasificación alterna: transables y no transables

En el Gráfico 3 se recoge la evolución de precios, de acuerdo con una clasificación alterna, la cual divide la canasta del IPC en bienes transables¹ y no transables (indexados², flexibles³ y cíclicos⁴). Se observa que los precios de todos los grupos vienen cayendo a lo largo de 1999, de tal suerte que todos los grupos explican en alguna medida el desplome de la inflación. En particular, sobresale el fuerte descenso de la inflación para los bienes flexibles e indexados. Los bienes flexibles se vieron favorecidos por la sobreoferta de alimentos durante el primer semestre de 1999, mientras los indexados se beneficiaron, en especial,

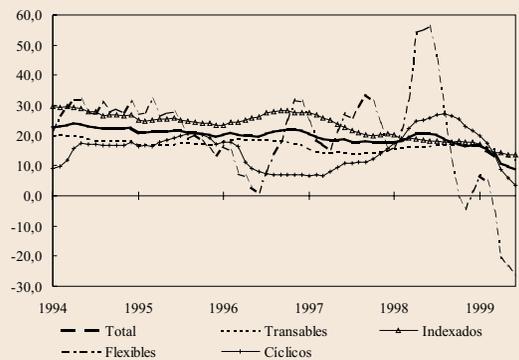
¹ Transables: textiles, calzado, tabaco, bebidas, cereales, lácteos, grasas, drogas, vehículos, electrodomésticos y otros.
² Indexados: arrendamientos, combustibles y servicios públicos, educación, transporte y otros.
³ Flexibles: tubérculos, plátanos, hortalizas, legumbres y frutas.
⁴ Cíclicos: carnes y sus derivados.

GRÁFICO 2
EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN TOTAL Y BÁSICA,
1997:1-1999:6
 (VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 3
EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN,
BIENES TRANSABLES Y NO TRANSABLES
1994:1-1999:6
 (VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

del menor ritmo de crecimiento en los precios de la educación, los arriendos y las comidas fuera del hogar.

B. ÍNDICE DE PRECIOS DEL PRODUCTOR

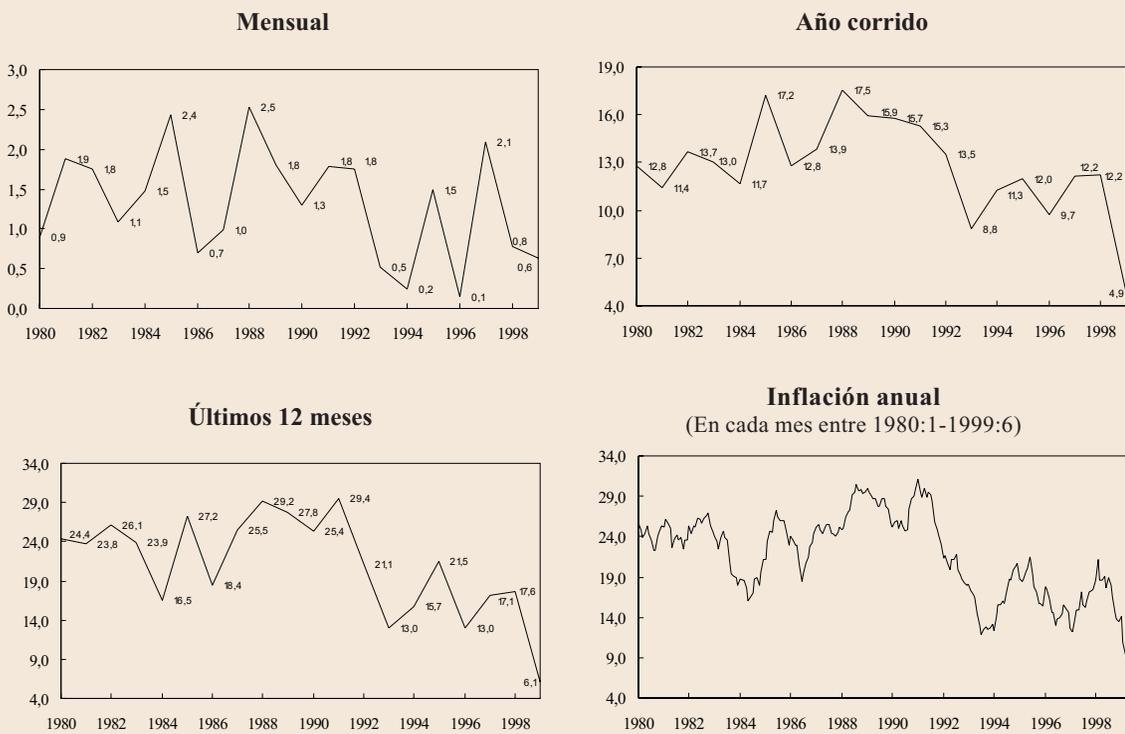
El crecimiento en los últimos 12 meses del Índice de Precios del Productor (IPP) (6,1%) fue récord histórico e inferior 11,5 puntos porcentuales al registrado en junio de 1998. Los precios del productor en lo corrido del año alcanzaron un aumento de 4,9%, inferior en 7,3 puntos porcentuales al primer semestre

del año pasado (12,2%). La variación mensual de 0,6% es inferior que la registrada en junio pasado (0,8%) (Gráfico 4 y Cuadro 1).

De acuerdo con la clasificación por procedencia de los bienes, la mayor variación en precios se observó en el grupo de bienes importados, cuyos precios crecieron a una tasa de 11,4% durante los

últimos 12 meses. Este comportamiento se explica, en buena parte, por la devaluación del peso (27,1%) en los últimos 12 meses. Según la clasificación CIIU, la minería, con una variación año completo de 27,1%, es el grupo que exhibe la mayor variación. Este comportamiento se explica, en gran parte, por el notable incremento en el precio del petróleo (63,4%).

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



Fuente: Banco de la República, SGEE.

NUEVOS INDICADORES DE INFLACIÓN BÁSICA

La inflación, medida a través del IPC, está compuesta por dos tipos de inflaciones, una de demanda y otra de oferta. La primera, se caracteriza por un crecimiento sostenido y permanente de precios originada por presiones de demanda, que por lo general provienen de excesos de liquidez autorizados por la autoridad monetaria. Por el contrario, la inflación de oferta suele ser pasajera y sin efectos sobre la tendencia de mediano y largo plazo de la inflación. Además, la inflación de oferta es de muy difícil control por parte de la autoridad monetaria, siendo el reflejo de eventos transitorios y repentinos como un choque en la oferta agrícola que se traduce en variaciones significativas en los precios de los alimentos, incrementos en las tarifas de servicios públicos, modificaciones en los impuestos indirectos, etc.

Al Banco de la República, como a cualquier otro banco central, le interesa identificar y controlar aquellos movimientos de precios generalizados y persistentes que determinan la trayectoria de mediano y largo plazo de la inflación, es decir, la inflación básica o de demanda. Para el cumplimiento de esta tarea el Banco de la República ha venido calculando desde tiempo atrás varios indicadores de inflación básica.

Un reciente estudio de la Subgerencia de Estudios Económicos aplicó una serie de criterios económicos y estadísticos a 20 indicadores de inflación básica, con el objetivo de determinar cuáles miden más acertadamente la inflación de demanda¹. Los criterios utilizados fueron:

- *Volatilidad*: Es de esperar que todo buen indicador de inflación básica exhiba una variabilidad menor que aquella mostrada por la inflación medida a través del IPC, ya que esta última está sujeta a choques de oferta de corto plazo que no afectan a la primera. La volatilidad se mide a través de la variabilidad (desviación estándar) del indicador respecto a su media o a su tendencia histórica.
- *Insesgamiento*: Si un indicador de inflación básica excluye correctamente choques transitorios de oferta, su serie debe mostrarse como insesgada respecto a la serie de inflación medida por el IPC, es decir, el nivel promedio del indicador debe ser igual al de la inflación observada. De esta forma, se garantiza que la medida de inflación básica no sobrestime o subestime sistemáticamente la inflación observada. Un mal indicador, por el contrario, tenderá a situarse por encima o por debajo de la inflación observada. Una forma de evaluar este criterio es determinar en qué medida el nivel promedio del indicador se aleja de la media de la inflación observada.
- *Desviación con respecto a la inflación suavizada*: Esta característica busca determinar qué tanto se ajusta el indicador a la inflación persistente. Esta comparación resulta válida en la medida en que la inflación básica se identifica con la inflación persistente o de largo plazo. Bajo este criterio, un indicador ideal de inflación básica es una suavización del IPC.
- *Capacidad de pronosticar la inflación*: Un indicador de inflación básica debe ser capaz de pronosticar la tendencia futura general de la inflación. Ello es así por cuanto los indicadores

de inflación básica tienden a reflejar información estructural de mediano y largo plazo, ignorando los ruidos estadísticos ocasionados por los choques de oferta de corto plazo. De esta forma, aquellos indicadores que pronostican una mejor inflación observada serán ideales.

- *Relación con agregados monetarios:* Por definición, los indicadores de inflación básica deben ser mejores estimadores de la inflación de origen monetario que la inflación medida por el IPC. Ello significa que debe existir una relación más estrecha entre agregados monetarios e inflación básica que entre los primeros y la inflación del IPC.

Las principales conclusiones y recomendaciones del estudio señalan que en general, los indicadores evaluados, al satisfacer la gran mayoría de criterios, son medidas adecuadas de inflación básica. Los indicadores que cumplieron mejor con la mayoría de criterios son:

- *El núcleo inflacionario al 20%:* Este indicador excluye de la canasta del IPC aquellos ítems que, habiendo exhibido la mayor volatilidad en precios entre 1990 y 1998, tenían una ponderación acumulada del 20% en la canasta.
- *La media truncada al 10%:* Indicador que excluye las mayores y menores variaciones de precios de la canasta, en cada caso, hasta acumular el 10% de ponderación de la canasta. A diferencia de la inflación núcleo que excluye siempre los mismos ítems, la media truncada actualiza mensualmente los ítems con mayor y menor tasa de inflación.
- *La media asimétrica:* Como en el caso de la media truncada, en el de la media asimétrica también se excluyen los rubros que mostraron mayor y menor variación de precios en un mes. Sin embargo, para este indicador el truncamiento es asimétrico. El mejor indicador de media asimétrica obtenido es aquel que excluye 15% de la cola derecha y 13% de la cola izquierda de la distribución de precios para un mes dado.

En consecuencia, el Banco de la República ha decidido hacerle seguimiento a la inflación básica, a partir de julio de 1999, con los indicadores antes señalados y el IPC sin alimentos. Aunque este último no cumple algunos criterios, el Banco optó por dejarlo al ser un indicador estándar, utilizado por los bancos centrales de muchos países. Adicionalmente, se decidió seguir calculando el IPC sin alimentos, servicios públicos y transporte, y la mediana (punto medio después de ordenar de menor a mayor las variaciones de precios de la canasta) para propósitos informativos.

¹ Unidad de Programación e Inflación (1999), *Evaluación de Indicadores de Inflación Básica en Colombia, 1989-1998*, Banco de la República.

II

DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN

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.

A. AGREGADOS MONETARIOS, TASAS DE INTERÉS 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.

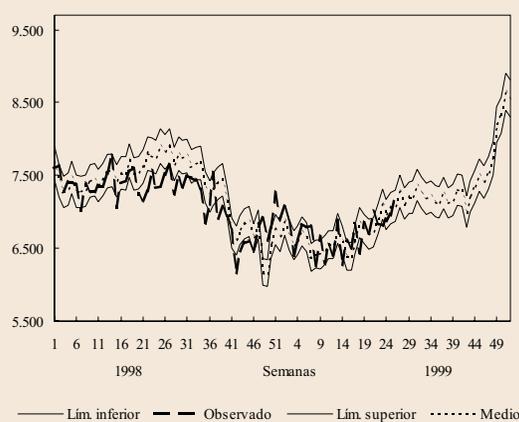
Base monetaria

La base monetaria al 2 de julio se situó en \$7.203 miles de millones (mm), con una tasa de crecimiento durante el año completo de -4,2%. Frente al corredor indicativo se estuvo 1,2% por debajo del límite superior (Gráfico 5). El crecimiento negativo para el año completo obedece principalmente a la reducción de los encajes adelantada durante la segunda mitad de 1998.

En junio la tasa de crecimiento anual del saldo promedio de la base monetaria fue de -6,0%, 4,4 puntos porcentuales mayor que el crecimiento presentado en el mes de marzo. Por usos de la base monetaria, su comportamiento se explica por el incremento de la tasa de crecimiento anual tanto de la reserva como del efectivo que pasan de -29,8% y 13,0% a -28,6 y 19,0, respectivamente (Gráfico 6).

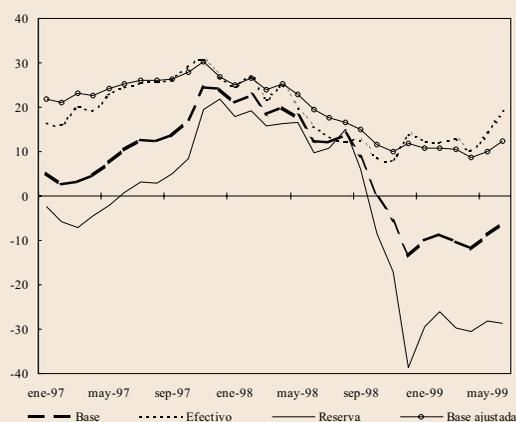
Una vez se descuenta la reducción de los encajes, la tasa de crecimiento anual de la base monetaria así

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, Subgerencia de Estudios Económicos.

ajustada, fue de 12,4% al cierre de junio, 1,8 puntos porcentuales mayor a la tasa que presentaba al cierre de marzo.

M3 más bonos

El agregado monetario más amplio de liquidez, M3 más bonos, se situó el 2 de julio en \$57.538 mm con una tasa de crecimiento anual de 5,0%. Frente al corredor indicativo se situó 6,0% por debajo del límite inferior (Gráfico 7).

La tasa de crecimiento anual del saldo promedio de M3 más bonos en junio descendió frente a la de marzo, al pasar de 8,1% a 5,3%. 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 11,9% en marzo a 8,5% en junio. Esto se explica, principalmente, por la caída que presentó el ritmo de crecimiento de los CDT de 29,1% a 14,2% y que no fue compensado por las mayores tasas de crecimiento de las cuentas corrientes y de las cuentas de ahorro que pasaron de -9,8% y -0,3% a -5,5% y 6,7%, respectivamente (Gráfico 9).

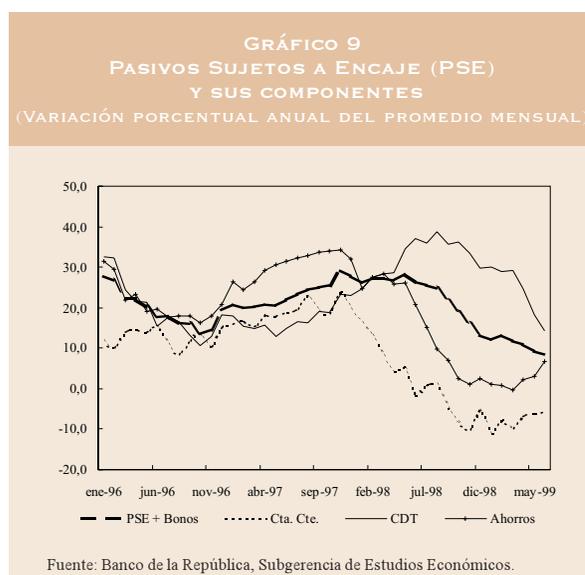
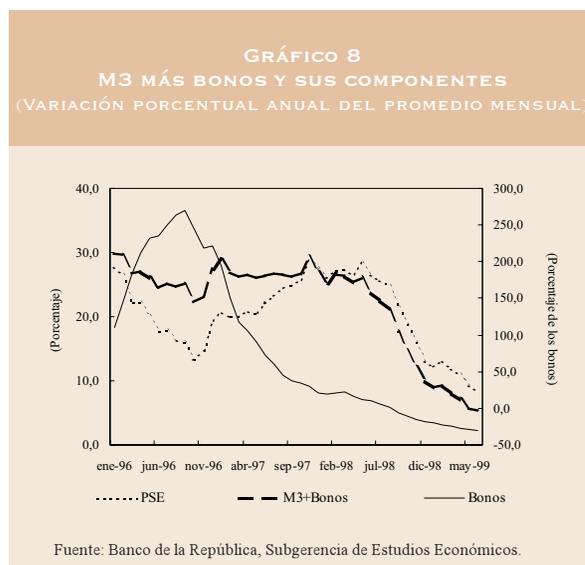
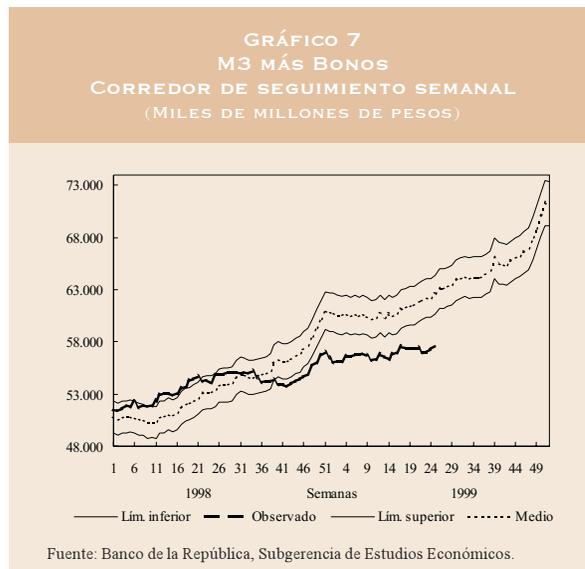
Crédito

El saldo de la cartera total del sistema financiero, en moneda nacional y moneda extranjera, ascendió el 2 de julio a \$49.784 mm con un crecimiento anual de 1,3%. En moneda nacional, la tasa de crecimiento anual fue 2,1% y en moneda extranjera -4,2%. La tasa de crecimiento anual de esta última equivalente en dólares fue de -26,4%.

El crecimiento anual del saldo promedio de la cartera en junio fue menor que el presentado durante el mes de marzo al pasar de 5,6% a 0,6% (Gráfico 10).

2. Tasas de interés

La tasa de captación promedio medida por el DTF se situó al cierre de junio de 1999 en 17,9%. Por su parte, la tasa media de colocación fue 27,3%. La diferencia entre ambas tasas fue de 9,4 puntos porcentuales, inferior en 1,1 puntos a la diferencia que



se registró en el trimestre anterior (Gráficos 11 y 12). De otro lado, la tasa de interés interbancaria estuvo durante el segundo trimestre, en promedio, en 18,7% y durante el mes de junio en 18,2% (Gráfico 13).

La tasa real (*ex-post*) de captación pasó de 10,4% al final de marzo de 1999 a 8,2% al cierre de junio. Por su parte, la tasa real de colocación pasó de 19,7% a 16,8% en igual período (Gráfico 14).

El Gráfico 15 muestra cómo ha evolucionado la curva de la tasa básica a diferentes plazos durante los últimos ocho meses. Desde noviembre de 1998 ha sido clara la tendencia decreciente para todos los plazos. Hasta febrero, las curvas presentaron la forma de U invertida. A partir de dicho mes, la tendencia de los plazos más largos ha sido al alza. Esta tendencia se evidencia en la curva correspondiente al mes de junio del presente año.

En el Gráfico 16 se puede ver el comportamiento de las curvas *spot* y *forward* para los últimos siete meses. La curva *spot* (línea gruesa) muestra la tendencia a la baja de las tasas de interés a 90 días desde noviembre de 1998.

Cada uno de los puntos de las curvas *forward* (líneas delgadas) muestra la expectativa de los agentes sobre la tasa a 90 días en la actualidad (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. Las curvas *forward* a partir del mes de abril del presente año han presentado además una forma de U invertida. Ello implica que el mercado espera una disminución en el retorno, en este caso, de los CDT a plazos largos. Puede notarse, sin embargo, que dicha tendencia fue menos fuerte durante el mes de junio.

3. Diferenciales de rentabilidad

En el Gráfico 17 se comparan la tasa de interés pasiva nacional y la rentabilidad externa. Para el cálculo de las expectativas de devaluación se utilizó como “*proxy*” la TCRM promedio en el límite superior,

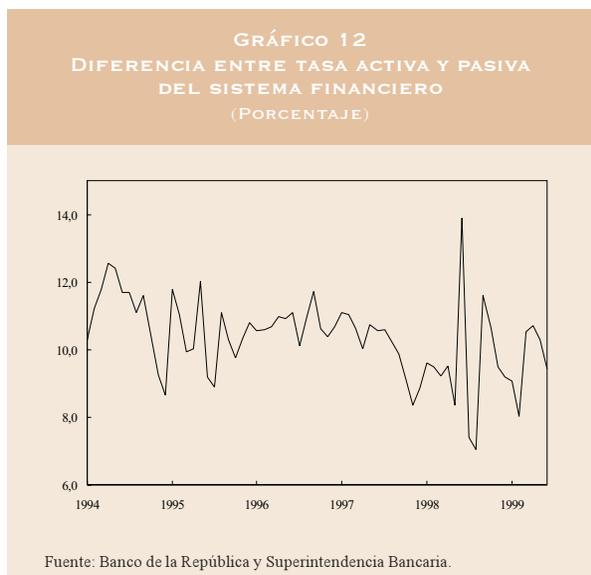
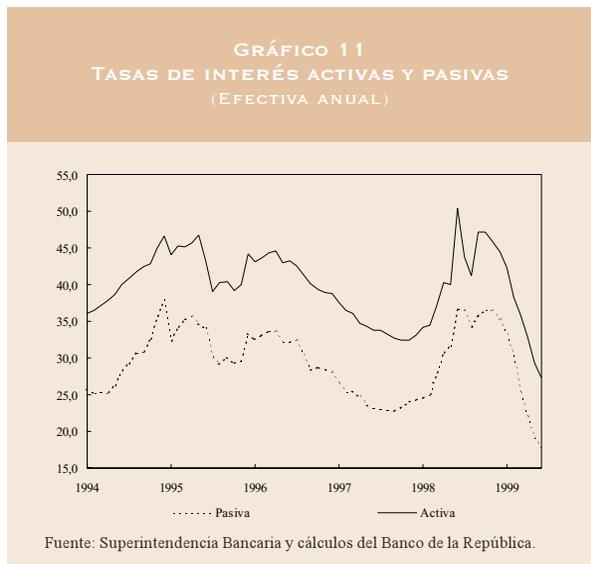
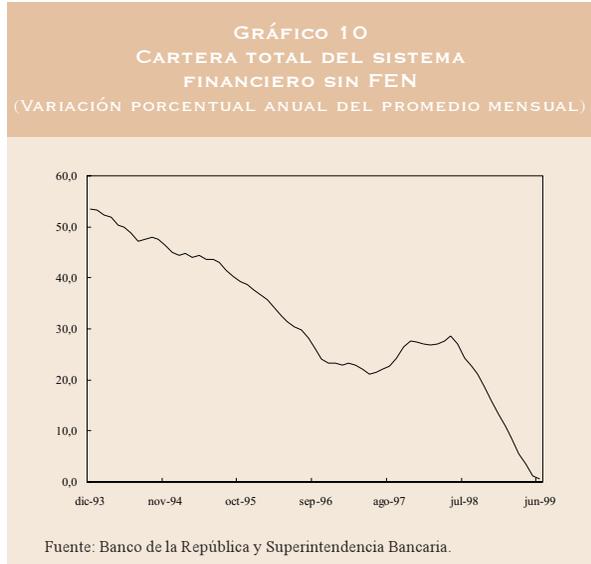
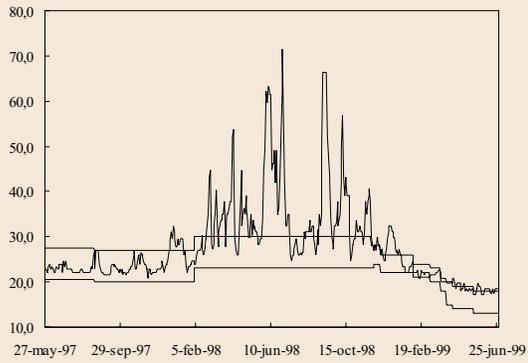
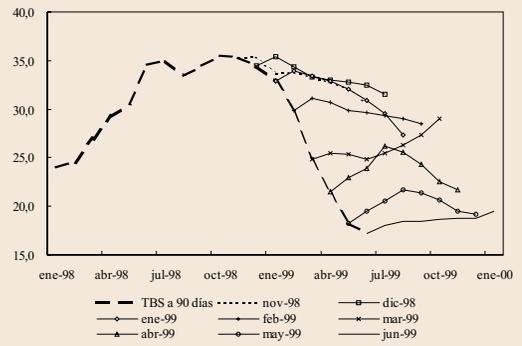


GRÁFICO 13
FRANJA DE INTERVENCIÓN Y TIB, 1997:5-1999:6
(PORCENTAJE)



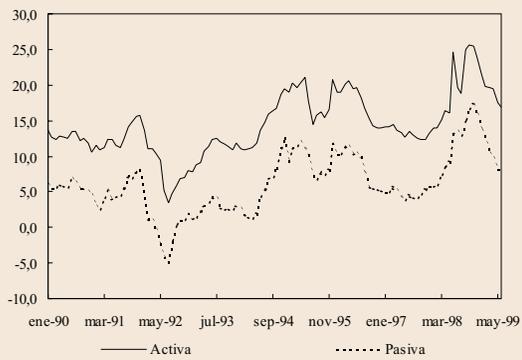
Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

GRÁFICO 16
PROYECCIÓN TBS A 90 DÍAS
(PORCENTAJE)



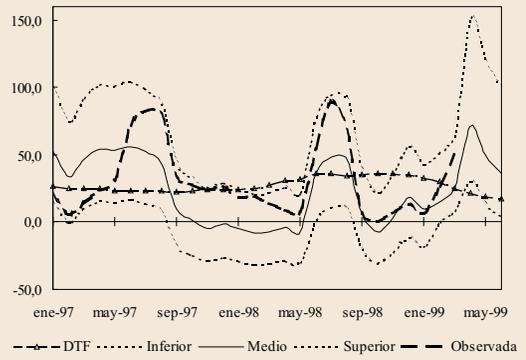
Fuente: Superintendencia Bancaria y Banco de la República.

GRÁFICO 14
TASAS REALES DE CAPTACIÓN Y COLOCACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO
(PORCENTAJE)



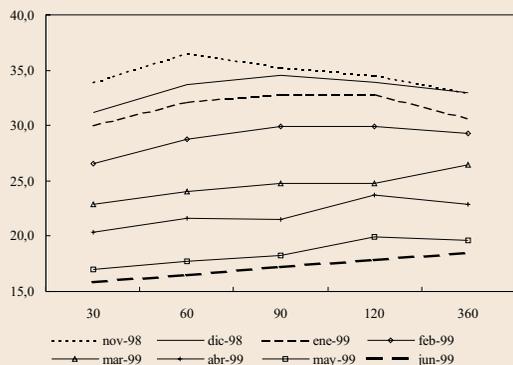
Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

GRÁFICO 17
RENTABILIDAD EXTERNA E INTERNA OBSERVADA VS ESPERADA
(PORCENTAJE)



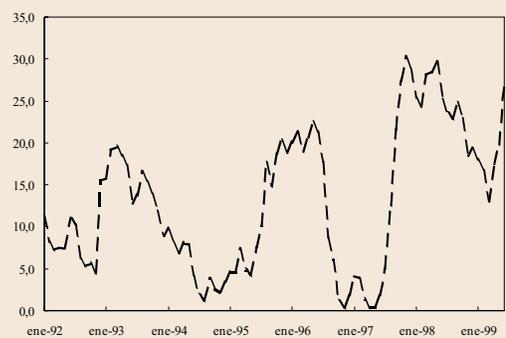
Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 15
TASA BÁSICA A DIFERENTES PLAZOS (TBS)
CALCULADA POR LA SUPERINTENDENCIA BANCARIA
(PORCENTAJE)



Fuente: Superintendencia Bancaria.

GRÁFICO 18
DEVALUACIÓN NOMINAL ANUAL
(PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

medio e inferior de la banda tres meses adelante. La tasa de interés externa utilizada fue la tasa Libor. La rentabilidad observada externa corresponde a la devaluación registrada durante los últimos tres meses más la tasa de interés Libor del mismo período.

Debido a la modificación de la banda cambiaria a finales del mes de junio los cálculos de las expectativas de devaluación que involucran dicho mes se realizaron teniendo en cuenta la banda anterior, y los cálculos de expectativas a partir de julio se realizan utilizando la banda cambiaria nueva.

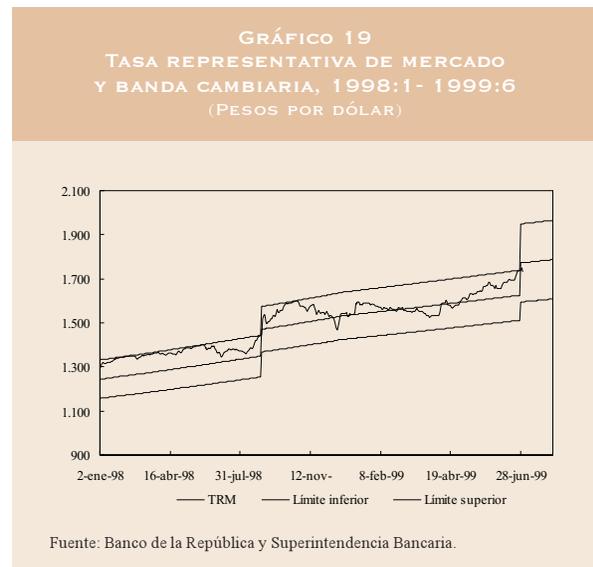
Con la devaluación esperada en el techo de la banda, la rentabilidad de las inversiones externas sería más del 100%. Si se compara esta rentabilidad con el DTF resulta un diferencial de 82,2 puntos porcentuales a favor de las inversiones financieras externas. Con expectativas de devaluación en el punto medio de la banda, la rentabilidad externa sería 36,6%, generando una diferencia de rentabilidad de 18,7 puntos porcentuales a favor de las inversiones financieras externas. Por último, si la devaluación se situara en el piso de la banda, la rentabilidad de las inversiones externas sería de 3,9%, lo cual implica un diferencial de 14,0 puntos porcentuales a favor de las inversiones financieras internas.

4. Tipo de cambio

La tasa de cambio nominal cerró el mes de junio en \$1.732,1 por dólar, con una devaluación año corrido de 12,3% y una devaluación anual de 27,1%. (Gráfico 18).

Durante gran parte del trimestre, el tipo de cambio estuvo ubicado en la mitad superior de la banda cambiaria definida en agosto de 1998. Para junio la TRM se ubicó, en promedio, a 45 pesos del techo de la banda cambiaria, a 68 pesos del punto medio y a 181 pesos del punto mínimo (Gráfico 19).

Con la modificación de la banda cambiaria, efectuada el 28 de junio por la Junta Directiva, el techo se desplazó 12,1% y el piso se desplazó 5,5% respecto al techo y pisos anteriores. La nueva banda se defi-



nió con una amplitud de 20% y con una pendiente para el corredor cambiario de 10% frente al 13% de la banda anterior.

Con respecto a esta nueva banda, el tipo de cambio al cierre de junio se ubicó por debajo del punto medio de la banda. En los tres últimos días del mes, el tipo de cambio en promedio estuvo a 209 pesos del techo, a 32 pesos del punto medio y a 145 pesos del piso.

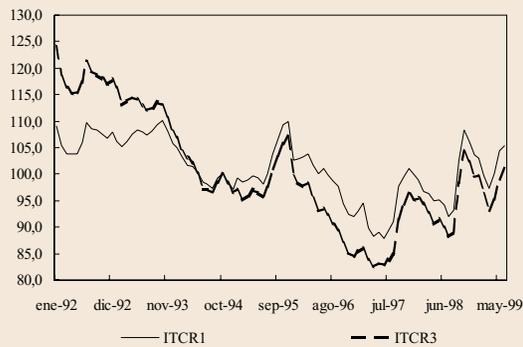
5. Tipo de cambio real

En promedio, la tasa de cambio real medida por el ITCR1 (1994 = 100), se ubicó durante junio en 105,4. De esta manera este indicador muestra una devaluación año corrido de 1,7%, una devaluación año completo de 11,9% y durante el último trimestre de 8,3% (Gráficos 20 y 21).

El ITCR1 utiliza el índice de precios del productor del país y de sus 20 socios comerciales. Si se emplea el ITCR3 (1994 = 100) que utiliza el índice de precios al consumidor se obtiene que la devaluación anual a junio es de 12% con una devaluación año corrido de 1,4% y durante el último trimestre de 8,5% (Gráfico 20 y 22).

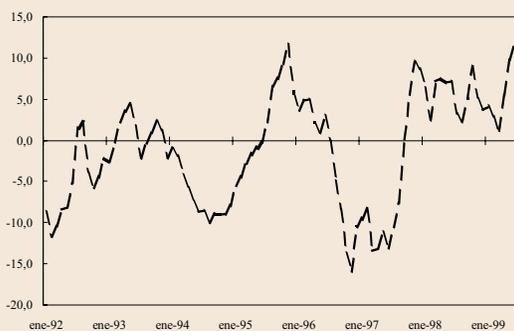
La devaluación real, medida por el ITCR1 e ITCR3, no fue mayor pese a la importante devaluación del peso y a la baja inflación interna, debido a que la devaluación nominal de las monedas de nuestros

GRÁFICO 20
ÍNDICE DE LA TASA DE CAMBIO REAL
1994=100
1992:1-1999:6



Fuente: Banco de la República, SGEE.

GRÁFICO 21
DEVALUACIÓN REAL ANUAL, ITCR1
1992:1 - 1999:6
(PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República, SGEE.

GRÁFICO 22
DEVALUACIÓN REAL ANUAL, ITCR3
1992:1-1999:6
(PORCENTAJE)



Fuente: Banco de la República, SGEE.

principales socios comerciales fue importante: 15,3% en el caso de países en desarrollo y 3,5% para países desarrollados.

B. OFERTA Y DEMANDA

Aunque no existen cifras oficiales sobre el crecimiento económico para el segundo trimestre, la información suministrada por diferentes indicadores líderes sugiere que este fue negativo y en magnitudes similares al observado durante el primer trimestre. A la fecha, las cifras del DANE muestran que el PIB creció durante el primer trimestre, -5,9% respecto a igual período de 1999.

En los últimos meses ha habido reducciones sustanciales en las tasas de interés y a la fecha muchas de ellas han retornado a niveles que, en el pasado, han permitido crecimientos aceptables del producto. No obstante, en la actualidad el estancamiento económico aún persiste y parece obedecer a otras causas.

Diferentes encuestas de opinión empresarial muestran cómo los costos financieros han ido perdiendo importancia como uno de los principales problemas que frenan la actividad económica. De acuerdo con la Encuesta de Opinión Industrial de la ANDI, en mayo de este año tan solo un 3% de los empresarios veía en los altos costos financieros el principal problema para el normal desempeño de la actividad industrial. Durante diciembre de 1998 este porcentaje era de 15%.

El estancamiento actual parece obedecer más a un incremento en la percepción que tienen los agentes sobre los niveles de riesgo asociados con su actividad económica que al mismo nivel de las tasas de interés. Factores como la debilidad del sistema financiero, el deterioro de las economías de la región e incluso la incertidumbre en torno a los acuerdos de paz seguramente han fomentado esta situación.

Varios de estos factores probablemente permanecerán durante el resto del año. En el frente externo, las

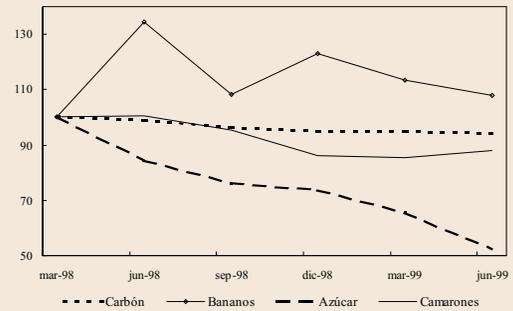
perspectivas de crecimiento de algunos de nuestros principales socios comerciales han sido revisadas a la baja. En la actualidad el Fondo Monetario Internacional (FMI) prevé un crecimiento de -5% y -3,7% para las economías de Ecuador y Venezuela. En el caso de este último país esta cifra puede estar sobrestimada si se tiene en cuenta que, durante el primer trimestre, dicha economía se contrajo 9%. Para América Latina en su conjunto, el FMI proyecta un crecimiento nulo durante 1999.

De igual manera, los precios de nuestros principales productos de exportación -salvo petróleo- siguen en niveles bajos y no se vislumbra una recuperación importante de ellos en el mediano plazo (Gráfico 23). En el caso del café, por ejemplo, los precios internacionales se descolgaron a finales de junio a niveles inferiores a 1.20 dólares la libra. Esto sucedió en vista de las noticias sobre el buen comportamiento de la cosecha brasileña, aun durante la época de heladas en dicho país, y a pesar de que la producción colombiana de cafés suaves, se estima, estará en más de 15% por debajo de lo observado el año pasado (Gráfico 24).

Como resultado de lo anterior, las exportaciones siguieron mostrando un muy pobre desempeño durante el segundo trimestre de este año. Según cifras del DANE, a mayo las exportaciones totales crecieron -8,7% para el año corrido, en tanto que las exportaciones menores lo hicieron en -9,1%. El buen desempeño de las exportaciones de petróleo (con un crecimiento de 20% para el año corrido a mayo) evitó un mayor deterioro del agregado total.

De todas maneras, además de las menores tasas de interés, hacia finales del segundo trimestre se daban algunas otras condiciones que favorecerían una reactivación del producto en los próximos meses. Entre ellas se destaca la recuperación de los precios del petróleo, la cual parece estar consolidándose gracias a que los países de la OPEP han respetado sus cuotas exportadoras y a que se vislumbra cierta recuperación de la demanda, proveniente principalmente del sudeste asiático y del Japón (Gráfico 25).

GRÁFICO 23
ÍNDICE DE PRECIOS DE ALGUNOS PRODUCTOS EXPORTADOS POR COLOMBIA



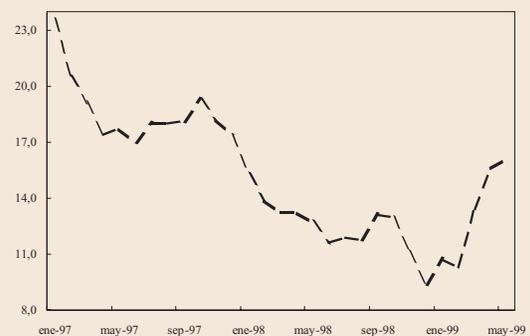
Nota: Las cifras del segundo trimestre de 1999 son preliminares.
Fuente: Banco Mundial.

GRÁFICO 24
PRECIO DEL CAFÉ



Fuente: Fedecafé.

GRÁFICO 25
PRECIO PROMEDIO INTERNACIONAL DEL PETRÓLEO COLOMBIANO
(DÓLARES POR BARRIL)



Fuente: Ecopetrol.

De igual manera, con la mayor devaluación de las últimas semanas se fortalecen los ingresos de un sector clave para la reactivación como es el de los exportadores. En el caso de los cafeteros, la mayor devaluación puede compensar la destorcida en los precios internacionales, permitiendo mantener el precio interno, tal y como se observó en los últimos meses (Gráfico 24).

1. Producto Interno Bruto (PIB)

En la actualidad el DNP proyecta un crecimiento del PIB para todo 1999 de 1,3%. Esta cifra comporta una revisión a la baja de las proyecciones de crecimiento para 1999, el cual se estimaba en 1,6% tres meses atrás.

Las últimas proyecciones del DNP contemplan tres cambios básicos frente a las proyecciones iniciales. En primer lugar, se espera una menor tasa de crecimiento para la demanda externa, lo cual resulta razonable dadas las dificultades del frente externo discutidas antes. En segundo lugar, se estima un decrecimiento de la inversión pública (-3,5%) inferior al que inicialmente se había previsto (-6,6%). Por último, la contracción de las importaciones para 1999 se estima que será menor (Cuadro 2).

2. La industria

Según la muestra mensual manufacturera, la producción industrial acumulada entre enero y abril fue inferior en 20,5% a la observada durante el mismo período de 1998. De esta forma, hasta abril, el sector continuaba con la tendencia contraccionista que se inició a partir del segundo trimestre del año anterior. Las cifras de la Encuesta de Opinión Industrial de la ANDI corroboran estas tendencias aunque muestran que para mayo el decrecimiento (-12,8% para el año corrido) fue algo menor que el de abril (Gráfico 26).

El comportamiento de variables como la venta de automóviles y el consumo de energía eléctrica anticipan un comportamiento de la producción industrial igualmente desalentador durante los meses de mayo y junio. En el caso de las ventas de automóviles,

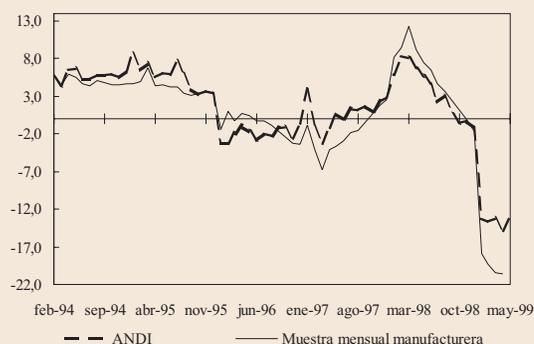
CUADRO 2
PROYECCIONES DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO,
SEGÚN GASTO PARA 1999
(CRECIMIENTO ANUAL)

	Proyecciones efectuadas a:	
	Comienzos de año	Junio
PIB	1,6	1,3
Importaciones	(5,4)	(2,3)
Total oferta	n.d.	n.d.
Consumo final	(1,6)	(1,2)
Hogares	(1,2)	(0,9)
Administración pública	(3,3)	(2,5)
Formación bruta interna de capital	(5,0)	2,3
Formación bruta de capital fijo	(8,6)	(4,5)
Privada	(10,6)	(5,3)
Pública	(6,6)	(3,5)
Var. de existencias	45,0	35,0
Subtotal: demanda final interna	(2,4)	(0,5)
Exportaciones	8,6	6,6
Total demanda	n.d.	n.d.

n.d. No disponible.

Fuente: Departamento Nacional de Planeación (DNP).

GRÁFICO 26
ÍNDICE DE PRODUCCIÓN REAL INDUSTRIAL
(VARIACIÓN PORCENTUAL AÑO CORRIDO)



Fuente: ANDI y DANE.

hasta mayo no se observaba ningún indicio de recuperación. Las ventas de automóviles entre enero y mayo de este año habían caído 61,4% frente a igual período de 1998, un porcentaje similar al observado a fines del primer trimestre.

Por su parte, el consumo de energía eléctrica -variable que sigue de cerca el comportamiento del PIB urbano- mantuvo ritmos de crecimiento para los agregados mensuales del orden del -6% durante los meses de abril y mayo. Durante junio, el consumo de energía tan solo se redujo 4,4%, lo que podría insinuar un quiebre en las tendencias de decrecimiento de esta variable y podría estar anticipando una recuperación

de la actividad económica a partir del tercer trimestre (Gráfico 27).

La Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo no muestra resultados claros sobre cuáles podrían ser las perspectivas de crecimiento durante el tercer trimestre de 1999.

Por un lado, durante mayo, y por segundo mes consecutivo, el indicador de existencias disminuyó para todos los tipos de empresas (Gráfico 28), en tanto que el indicador de pedidos exhibió un pequeño repunte para las grandes y pequeñas empresas. De esta forma, a finales del trimestre, ambos indicadores marchaban en la dirección adecuada para revertir la tendencia de decrecimiento del sector industrial en el mediano plazo.

A pesar de lo anterior, las expectativas de producción a tres meses sufrieron un deterioro durante el último mes, lo cual evitó que el indicador de confianza exhibiera un crecimiento mayor (Gráfico 29).

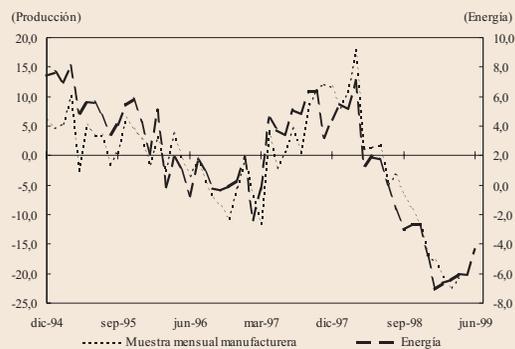
De otro lado, el clima de negocios, el cual incluye las expectativas de los empresarios sobre la situación económica a seis meses, continuó estancado en uno de los niveles más bajos desde que se dispone de información estadística (Gráfico 30). En particular, las expectativas de situación económica a seis meses sufrieron un retroceso durante mayo después de tres meses consecutivos de mejoría.

3. Consumo

El DNP proyecta un crecimiento de -1,2% para el consumo final, tanto privado como público, durante 1999. Hasta mayo, indicadores como las ventas por tarjetas de crédito mostraban que el consumo se deterioró de manera ininterrumpida durante todo el primer semestre (Gráfico 31).

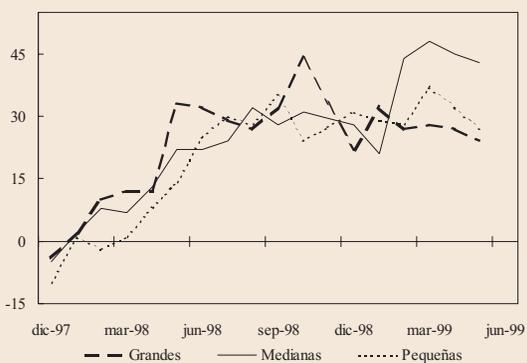
No obstante, indicadores como el efectivo sugieren que durante el tercer trimestre se observará una recuperación de las ventas al por menor y del consumo. A finales de junio, por ejemplo, el efectivo real en po-

GRÁFICO 27
DEMANDA MENSUAL DE ENERGÍA VS PRODUCCIÓN REAL MANUFACTURERA
(VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL)



Fuente: ISA y DANE.

GRÁFICO 28
EXISTENCIAS DE PRODUCTOS TERMINADOS, SEGÚN TIPO DE EMPRESA
(BALANCE = ALTO - BAJO)



Fuente: Encuesta de opinión empresarial (EOE), Fedesarrollo.

GRÁFICO 29
ÍNDICE DE CONFIANZA
(CIFRAS HASTA ABRIL DE 1999)



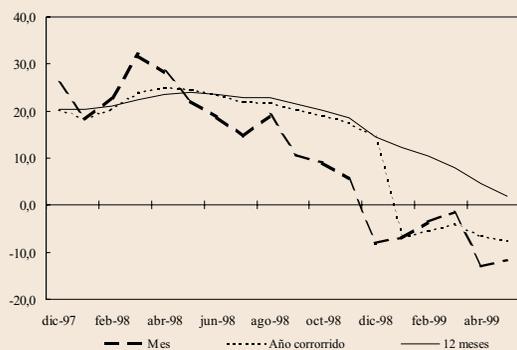
Fuente: SGEE con base en cifras de la EOE de Fedesarrollo.

GRÁFICO 30
CLIMA DE NEGOCIOS
 (CIFRAS A ABRIL DE 1999)



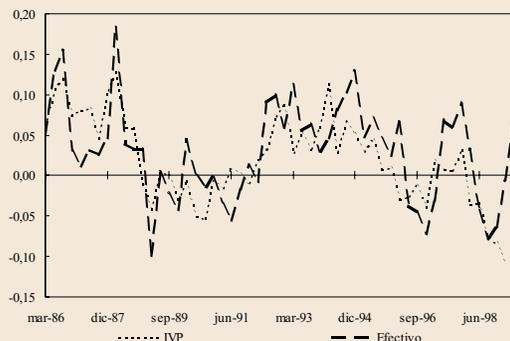
Fuente: SGEE con base en cifras de la EOE de Fedesarrollo.

GRÁFICO 31
VENTAS Y AVANCES EFECTUADOS CON TARJETAS DE CRÉDITO, TOTAL SISTEMA
 (VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL)



Fuente: VISA Colombia.

GRÁFICO 32
EFFECTIVO VS ÍNDICE DE VENTAS AL POR MENOR
 PROMEDIOS TRIMESTRALES
 (VARIACIÓN PORCENTUAL REAL ANUAL)



Fuente: DANE y Banco de la República.

der del público creció a una tasa anual del 18% cuando en los meses anteriores lo hacía a menos del 5% (Gráfico 32).

Debe tenerse en cuenta, sin embargo, que esta aceleración del efectivo real no obedece únicamente a una aceleración de la demanda por efectivo nominal, sino que a ella también ha contribuido la reducción de la inflación. Además, el incremento de la demanda por efectivo en lo corrido de 1999 puede reflejar el efecto del impuesto del 2 por mil sobre las preferencias por liquidez.

4. Inversión

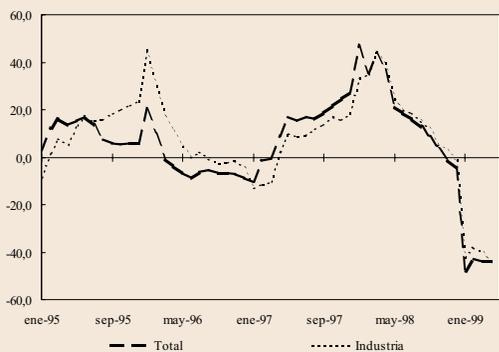
De acuerdo con las últimas proyecciones del DNP, la inversión deberá crecer durante 1999 2,3%. El crecimiento positivo se sustenta exclusivamente en el crecimiento esperado de la variación de existencias y contrasta ampliamente con las proyecciones efectuadas en escenarios anteriores, en los cuales se esperaba un decrecimiento para este rubro.

Una idea de lo que ha sucedido con la inversión durante el primer semestre de 1999 puede obtenerse mirando las cifras sobre importaciones de bienes de capital. De acuerdo con ellas, el gasto en inversión sufrió un importante retroceso durante este período. Para el año corrido a abril, las importaciones de bienes de capital según manifiestos decrecieron 44%, cifra muy similar a la que se observa desde enero de 1999 (Gráfico 33).

Las anteriores cifras concuerdan con la contracción que exhibe la producción de industrias de bienes de capital como la de maquinaria y equipo de la muestra mensual manufacturera. Año corrido a abril, la producción de maquinaria no eléctrica decreció 34% respecto a igual período de 1998. En el caso de equipo y material de transporte, el decrecimiento año corrido a abril fue de 59%.

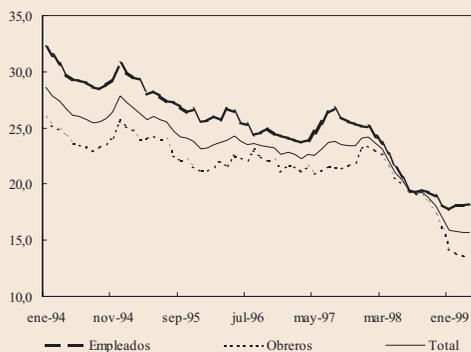
Así, tanto las cifras de producción como las de importaciones sugieren una contracción de la inversión al menos del orden del 30% para los dos primeros

GRÁFICO 33
IMPORTACIONES DE BIENES DE CAPITAL
 (VARIACIÓN PORCENTUAL AÑO CORRIDO)



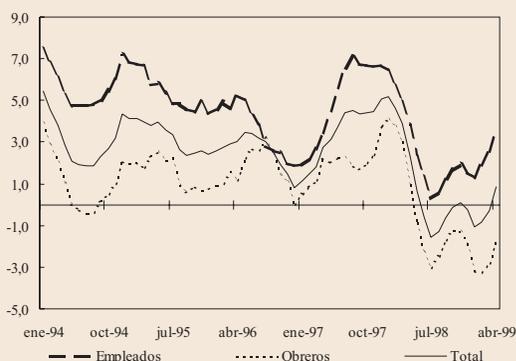
Fuente: Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN)-Manifiestos.

GRÁFICO 34
SALARIO NOMINAL
 PROMEDIOS MÓVILES DE ORDEN 4
 (VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL)



Fuente: DANE, muestra mensual manufacturera.

GRÁFICO 35
SALARIO REAL
 PROMEDIOS MÓVILES DE ORDEN 4
 (VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL)



Fuente: DANE, muestra mensual manufacturera.

trimestres de este año. Teniendo en cuenta lo anterior, las proyecciones del DNP sobre crecimiento de la inversión privada durante todo 1999, del orden de -5,3%, pueden ser optimistas.

C. SALARIOS

1. Salarios industriales

Durante el primer semestre de 1999 la evolución de los salarios ha estado marcada por los altos niveles de desempleo. El gran exceso de oferta de trabajo y la pronunciada disminución de la inflación han permitido que los salarios nominales se ajusten a tasas inferiores a las observadas años atrás. En el caso del sector industrial, el salario nominal tanto de empleados como de obreros creció, año corrido a abril, a una tasa anual de 15,7% cuando a finales de 1998 lo hacía a una tasa del 19% y a comienzos de dicho año lo hacía a un ritmo del 23% (Gráfico 34).

El menor ritmo de crecimiento del salario nominal durante los primeros cuatro meses del año no se ha traducido en una reducción en los niveles del salario real. Ello gracias a la importante reducción de la inflación observada en este período. Es así como, año corrido a abril, el salario industrial de obreros y empleados creció en términos reales cerca de 1% (Gráfico 35).

2. Pactos de incremento salarial

En el Cuadro 3 se presenta el porcentaje de trabajadores beneficiados por negociaciones de incremento salarial realizadas a un año y a dos años, entre enero y junio de 1999, según cifras del Ministerio de Trabajo.

En el primer caso, se observa cómo la mayoría de los pactos (60%) se ha realizado entre el 16% y el 17%. En el trimestre anterior, la mayoría de los pactos a un año (41,3%) se había realizado entre el 15% y el 16%.

En el segundo caso, se muestra el porcentaje de beneficiados por pactos de incremento salarial realiza-

dos en 1999 para el 2001. Como era de esperar, en lo que va corrido del año, la mayoría se ha hecho alrededor del IPC (71%). Sin embargo, cabe resaltar que un 15,8% de los pactos se hicieron con incrementos menores al 16% y que sólo un 9,9% de los pactos se hicieron entre el 16% y el 21%.

D. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA

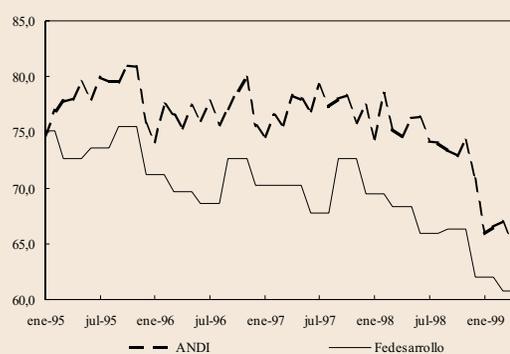
Las últimas cifras sobre utilización de la capacidad instalada del sector industrial ofrecidas por la Encuesta de Opinión Industrial de la ANDI mostraban que, a mayo, esta mantenía la tendencia decreciente que se observa desde comienzos de 1998. Después del nivel alcanzado en abril (65,2%), el obtenido en mayo (66,4%), es el más bajo jamás registrado para este indicador, muy inferior al nivel promedio observado para toda la serie disponible y el cual se sitúa en 76%. Las últimas cifras de Fedesarrollo muestran un situación similar (Gráfico 36).

CUADRO 3
PORCENTAJE DE BENEFICIADOS POR NIVEL DE INCREMENTO SALARIAL PACTADO
(ENERO A JUNIO DE 1999)

Negociaciones a 1 año			
<16	[16-17]	[17-18]	
15,0	60,0	25,0	
Negociaciones a 2 años			
<16	[16-21]	[IPC, IPC+3]	SML 1/
15,8	9,9	71,0	4,0

1/ Salario mínimo legal.
Fuente: Ministerio de Trabajo.

GRÁFICO 36
UTILIZACIÓN DE CAPACIDAD INSTALADA
(PORCENTAJE)



Fuente: ANDI y Fedesarrollo.

III

MEDIDORES DE EXPECTATIVAS

ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN

La Encuesta de Expectativas de Inflación de junio de 1999 señala que los agentes esperan una inflación del 13,5% al finalizar 1999. El resultado de esta variable para el mes de junio es inferior en 2,4 puntos porcentuales al registrado en el mes de marzo (Gráfico 37).

De la misma forma, la encuesta muestra que las expectativas *de inflación de largo plazo* presentan una tendencia decreciente en el segundo trimestre de este año (Gráfico 38). Los agentes esperan, en junio de 1999, una inflación del 12,2% para diciembre del 2000, mientras que en marzo esperaban el 14,7%.

En cuanto a la *tasa de devaluación* al finalizar 1999, los agentes esperan que esta será en promedio del 18,3% (Gráfico 39).

El crecimiento esperado del PIB para 1999 es 0,2%, cifra inferior en 0,8 puntos porcentuales a la manifestada por los agentes en el mes de marzo (Gráfico 40).

Otros resultados de la encuesta señalan que, en promedio, las empresas aumentaron el *salario nominal* de sus trabajadores para 1999 en 15,5%, 1,6 puntos porcentuales por debajo del aumento que manifestaron haber hecho durante 1998. En cuanto a los *precios de los productos*, se observa que las empresas los han incrementado en promedio para 1999 en 10,6%, cifra inferior al aumento registrado a diciembre de 1998 (14,9%) (Gráficos 41 y 42).

GRÁFICO 37
INFLACIÓN ESPERADA AL FINAL DEL AÑO
(PORCENTAJE)

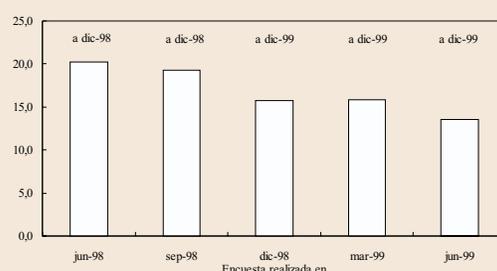


GRÁFICO 38
INFLACIÓN ESPERADA AL FINAL
DEL SIGUIENTE AÑO
(PORCENTAJE)

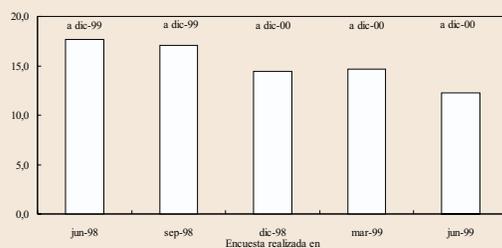
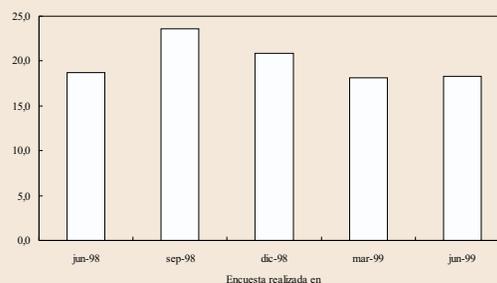


GRÁFICO 39
TASA DE DEVALUACIÓN ESPERADA
AL FINAL DEL AÑO
(PORCENTAJE)



La sección de la encuesta sobre *actividad económica* (Gráficos 43 y 44) muestra que un 53% de los encuestados ejecutaron menos proyectos de los que tenían planeados en los últimos 12 meses y el 32% realizó los proyectos planeados. Para los próximos doce meses un 61% de los encuestados mantendrá su capacidad instalada constante. Un 13% planea realizar inversiones para expandirla y un 19% planea reducirla.

Por último, las preguntas sobre *empleo* (Gráficos 45 y 46) dieron como resultado que, para el próximo trimestre, el 49% de los encuestados mantendrá constante el número de empleados y el 45% lo reducirá. Para el próximo año, el 44% de los encuestados piensa mantener constante su planta de personal, mientras que el 42% está pensando reducir el número de empleados de su empresa.

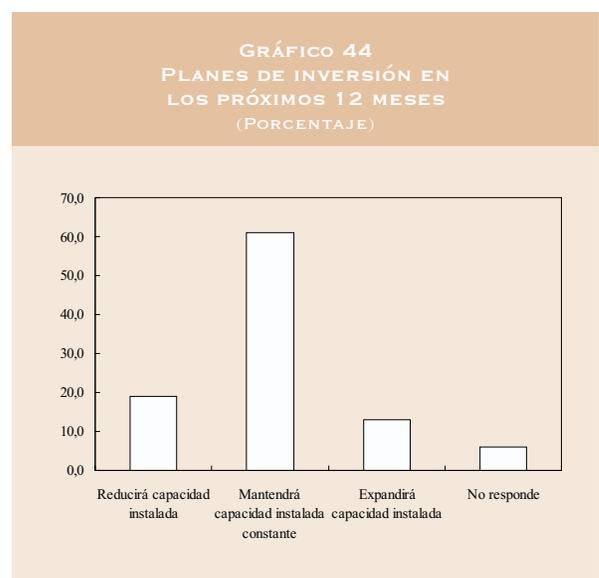
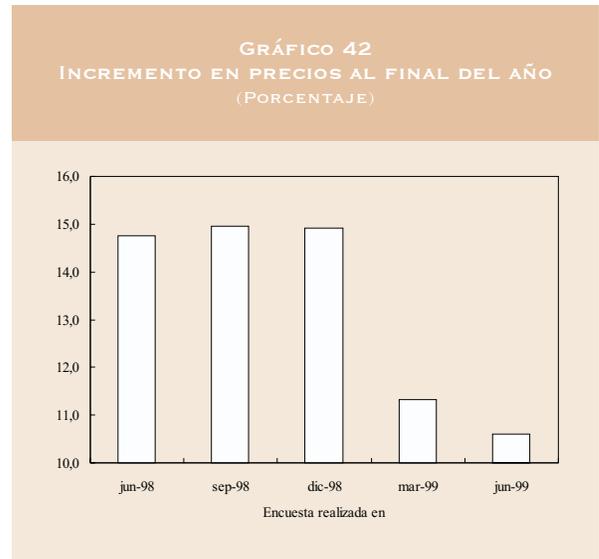
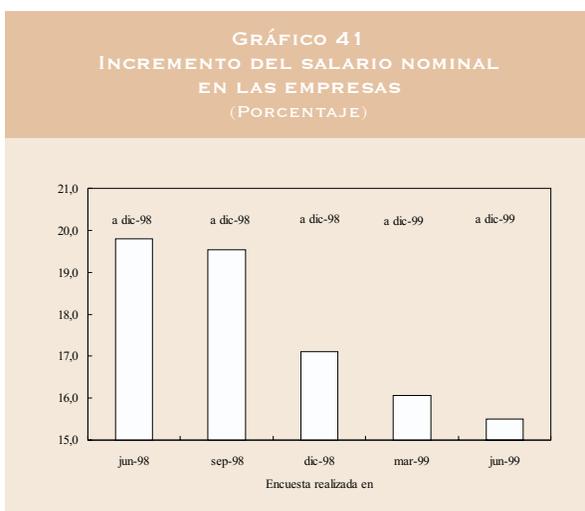
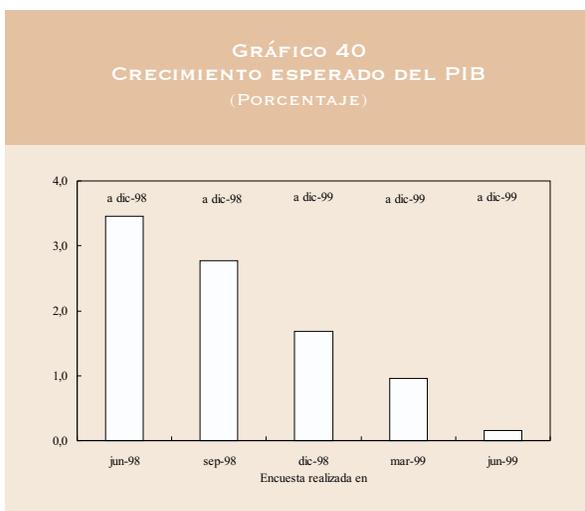


GRÁFICO 45
EN EL PRÓXIMO TRIMESTRE, EL NÚMERO
DE EMPLEADOS
(PORCENTAJE)

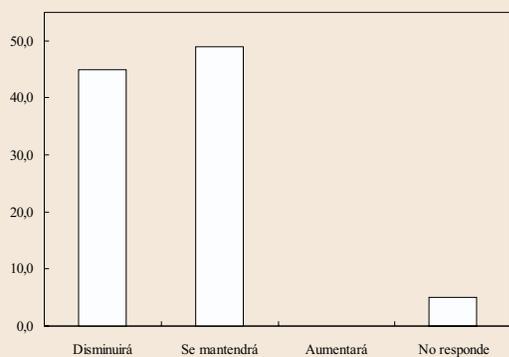
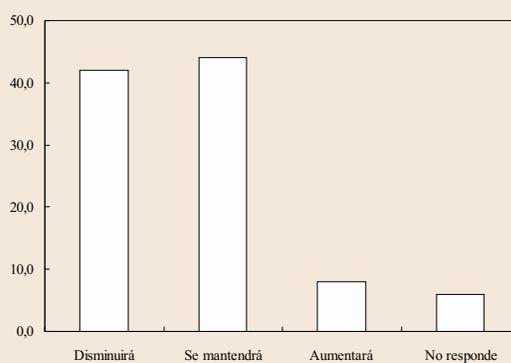


GRÁFICO 46
EN EL PRÓXIMO AÑO, EL NÚMERO DE EMPLEADOS
(PORCENTAJE)



IV

PRÓNOSTICOS DE INFLACIÓN

A. MODELO ARIMA Y ESTRUCTURALES

Para los pronósticos a diciembre de 1999 el Banco de la República supone que durante la segunda mitad del año se observará una recuperación económica. Igualmente, se utilizan tasas de crecimiento para los agregados monetarios obtenidas a partir de modelos estadísticos. En el caso particular de la base monetaria, se supone que su trayectoria, durante el resto de 1999, seguirá el punto medio del corredor definido por la Junta Directiva. En cuanto al tipo de cambio, se mantiene dentro de la nueva banda cambiaria definida en junio del presente año. Por último, se supone que el tipo de cambio real durante el resto del año seguirá una evolución que garantiza la reducción del déficit en cuenta corriente.

Bajo este escenario y con la información disponible a junio de 1999, las proyecciones actuales resultan ser inferiores en varios puntos a las efectuadas con información disponible a marzo. Esto se explica por la incorporación en los modelos de tasas de inflación observadas, inferiores a las registradas en Colombia desde principios de los años setenta. Cabe anotar que en una situación en la que la inflación ha descendido vertiginosamente a niveles de un dígito, se hace particularmente difícil obtener pronósticos confiables, por lo cual las proyecciones que se presentan a continuación incorporan un mayor nivel de incertidumbre que en períodos normales.

El modelo ARIMA proyecta una inflación de 11% a diciembre. Esta proyección resulta inferior en 3 puntos porcentuales a la efectuada un trimestre atrás. Como hemos mencionado en informes anteriores, en

este tipo de modelos los datos más recientes tienen una influencia alta en los pronósticos de los meses siguientes, por lo cual la reducción acelerada de la inflación registrada desde marzo se refleja en un descenso sustancial en la inflación proyectada a diciembre. Adicionalmente, los modelos ARIMA también tienen la característica de ser mucho más confiables en horizontes cortos de tiempo (6 meses o menos) por lo cual las proyecciones efectuadas en junio son más sólidas que las efectuadas en los trimestres anteriores.

En cuanto a los modelos estructurales, la combinación de pronósticos indica que la inflación al finalizar 1999 alcanzaría 8,3%. No obstante, esta proyección puede estar subestimando la inflación pues los modelos estructurales no capturan plenamente el impacto de la mayor devaluación sobre los precios ni los efectos de choques de oferta o cambios imprevistos en los precios controlados.

Por último, se estimó un nuevo modelo de oferta y demanda agregadas, en el que el nivel de precios promedio trimestral se expresa como función de los salarios, el tipo de cambio real y el crecimiento del dinero en el largo plazo. Este modelo pronostica una inflación promedio para el último trimestre de 1999 de 10,2%.

B. ESCENARIOS DE EVOLUCIÓN DE ALIMENTOS

Para este informe, el Banco ha decidido realizar un ejercicio adicional en el que se predice la inflación a diciembre de 1999 bajo el supuesto de que los precios de los alimentos siguen una determinada trayecto-

ria en años posteriores a la presencia del fenómeno de “El Niño”.

El ejercicio utiliza como insumo la proyección ARIMA de la inflación sin alimentos con información hasta junio de 1999. Para diciembre de 1999 esta proyección es de 11,1%. Para obtener una estimación de la inflación de alimentos a diciembre de 1999 se estudió el comportamiento histórico de la relación entre los precios de alimentos y los de ítems distintos de los alimentos desde 1960 para los siete meses comprendidos entre junio y diciembre. Este ejercicio muestra que, en promedio, los precios relativos de alimentos caen -2,6 en el año inmediatamente posterior a aquellos en los que ocurre el fenómeno de “El Niño”.

Para efectuar las proyecciones de inflación se definieron cuatro escenarios. En el Cuadro 4 se presentan las proyecciones de la inflación de alimentos y del IPC suponiendo que el comportamiento de los precios relativos de los alimentos entre junio y diciembre de 1999 sigue la trayectoria observada en: (1) el promedio de años *post*-Niño, (2) 1993, (3) 1963, el año de mayor crecimiento desde 1960, (4) 1998, el año de menor crecimiento desde 1960. Como se aprecia en el Cuadro, si los precios relativos de los alimentos siguen una trayectoria similar al promedio de los años *post*-Niño, la inflación sería de 9,8%. En los casos extremos, la inflación medida por el IPC al final del año estaría entre 7,9% y 12,2% (escenarios 4 y 3, respectivamente). De otra parte, si los precios

relativos de los alimentos siguen una trayectoria similar a la de 1993, la inflación medida por el IPC alcanzaría el 9,2%.

CUADRO 4
PROYECCIONES DE INFLACIÓN
DE ALIMENTOS Y DEL IPC
(PORCENTAJES)

Escenario	No alimentos	Alimentos	Total
(1) Promedio	11,1	6,8	9,8
(2) 1993	11,1	4,7	9,2
(3) Máximo	11,1	14,8	12,2
(4) Mínimo	11,1	0,3	7,9

Fuente: Banco de la República.

C. CONCLUSIONES Y PERSPECTIVAS

La totalidad de las proyecciones presentadas en las secciones anteriores predicen que la inflación en 1999 se situará por debajo de la meta oficial del 15% y difícilmente superaría el 12%.

Algunas proyecciones realizadas para el año 2000 muestran que la inflación podría estar aún por debajo del 10%. No obstante, cabe advertir que, en todo caso, las proyecciones a plazos más largos están sujetas a una mayor incertidumbre.

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