

NOTA EDITORIAL

INFORME DE LA JUNTA DIRECTIVA AL CONGRESO DE LA REPÚBLICA

I. INTRODUCCIÓN

La inflación ha exhibido una tendencia descendente desde mediados de 1998, con una caída más pronunciada a partir de febrero de 1999. Al finalizar el primer semestre, la inflación anual, medida por el Índice de Precios al Consumidor (IPC), cerró en 9%. Este nivel es el menor para cualquier mes desde febrero de 1971, siendo muy inferior a la meta establecida por la Junta Directiva del Banco de la República para 1999 (15%) y al nivel de la inflación registrado en diciembre de 1998 (16,7%). La inflación del Índice de Precios del Productor (IPP) ha exhibido un comportamiento similar alcanzando un nivel de 6,1% en junio. En este frente, las perspectivas para el final del año son también bastante halagüeñas. A pesar de una posible reversión de la tendencia a la baja de la inflación de alimentos, se espera que la inflación medida por el IPC se sitúe por debajo de la meta establecida del 15%.

La evolución favorable de los precios y la tranquilidad registrada en el frente cambiario durante la mayor parte de 1999 han otorgado margen para reducir las tasas de interés, suministrando liquidez suficiente, sin comprometer el logro de las metas monetarias establecidas para el año. Adicionalmente, el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos se ha corregido de manera sustancial, pasando de US\$2,055 millones (m) en el primer trimestre de 1998 a US\$694 m en el primer trimestre de este año.

No obstante estos logros, subsisten desequilibrios en los frentes fiscal y financiero que continúan afectando el nivel de la actividad económica, el empleo y la salud del sistema financiero, en un ambiente internacional adverso caracterizado por el deterioro de los términos de intercambio y por las dificultades de acceso al financiamiento externo.

La recesión actual se origina primordialmente en un fuerte ajuste del gasto agregado, el cual se presenta en lo fundamental por dos razones: i) un crecimiento insostenible del gasto en el pasado, sistemáticamente superior al de los ingresos; ii) la crisis internacional, la cual se refleja en la profunda recesión económica en los países vecinos, la caída de los términos de intercambio (precios de las exportaciones respecto a precio de las importaciones) y el encarecimiento y la menor disponibilidad de los recursos de crédito externo. El impacto de la crisis internacional en una economía con los desequilibrios que exhibía Colombia y la defensa de la estabilidad cambiaria condujeron a un alza en las tasas de interés reales en 1998, lo cual contribuyó también al deterioro de la actividad económica y del sistema financiero.

Desde un punto de vista macroeconómico, el alto nivel de endeudamiento en un entorno de restricción de financiamiento externo implica que se deben generar flujos excedentarios para servir la deuda. Esto requiere ajustes del gasto agregado que tienen repercusiones negativas sobre la producción y la salud del sistema financiero. En este sentido, es evidente que la economía necesita más recursos del exterior con el fin de evitar contracciones adicionales del gasto agregado. Sin embargo, la obtención de esos recursos sólo es factible en la medida que las soluciones en curso para afrontar los problemas fiscal y financiero sean consideradas viables y suficientes por los agentes del mercado internacional de capitales.

Así, la prioridad de la política económica general es recuperar el crecimiento, disminuir el desempleo de forma permanente y consolidar la reciente reducción de la inflación, para lo cual la solución al problema del sistema financiero y las medidas que garanticen la sostenibilidad de la deuda pública y del déficit fiscal en el mediano plazo son indispensables. Para estos propósitos, el Banco de la República ha cumplido su función como prestamista de última instancia y se han adoptado las medidas que se detallan en este informe, sin comprometer el propósito de continuar reduciendo la inflación ni generar incertidumbres al respecto en los agentes económicos. Según estudios nacionales e interna-

cionales, niveles bajos de inflación aumentan el potencial de crecimiento económico y son favorables en términos de equidad.

En este contexto, la Junta Directiva del Banco de la República definió el pasado 27 de junio el Programa Macroeconómico del año 2000. Como es usual desde hace varios años, dicho programa supone la definición de la meta de inflación, la proyección de las variables monetarias, el crecimiento de la economía estimado por el Gobierno y los parámetros de la política cambiaria y fiscal. El análisis de la política cambiaria incluye la proyección del resultado de la cuenta corriente de la balanza de pagos así como de su financiamiento. En lo referente a la política fiscal se analizan las metas de ingresos y gastos del gobierno para concluir con un análisis de la consistencia del balance del sector público con el resto de las variables macroeconómicas.

El programa adoptado se orienta a garantizar el ordenamiento macroeconómico que debe reflejarse en la estabilidad cambiaria y la recuperación de los equilibrios fiscales, al tiempo que se produzcan reducciones adicionales en las tasas de interés reales de la economía y sea posible avanzar en la recuperación del crecimiento económico y el empleo, dentro de un clima de menores tasas de inflación a largo plazo.

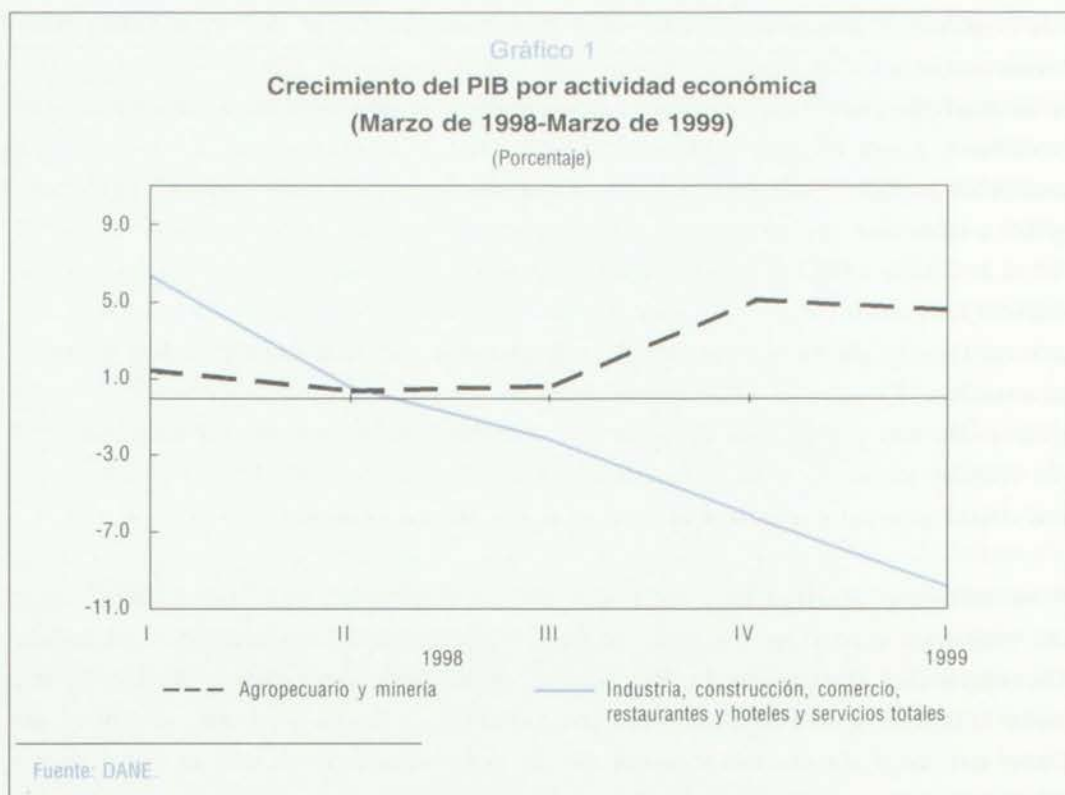
En conversaciones posteriores a la promulgación del Programa Macroeconómico, el Fondo Monetario Internacional (FMI) y los organismos multilaterales de crédito manifestaron su intención de apoyar estas políticas. Con base en ello, el Gobierno y el Banco de la República hicieron pública su intención de formalizar un acuerdo con el FMI dirigido a obtener un préstamo de balanza de pagos por un monto cercano a los US\$3,000 m. Este financiamiento será complementado por el Banco Interamericano de Desarrollo, el Banco Mundial y el Fondo Latinoamericano de Reservas, mediante préstamos adicionales a los ya programados. El apoyo financiero de los organismos multilaterales, en el marco de un programa económico creíble, debe redundar también en un mayor acceso de la economía nacional a recursos de la banca internacional privada, probablemente a menores costos.

Este informe analiza la evolución de las variables macroeconómicas y las razones que dan cuenta de las decisiones adoptadas por la Junta Directiva del Banco de la República. Para este propósito se divide en siete secciones, además de esta introducción. En la segunda sección, se hace un análisis de las causas de la recesión actual, en la tercera se

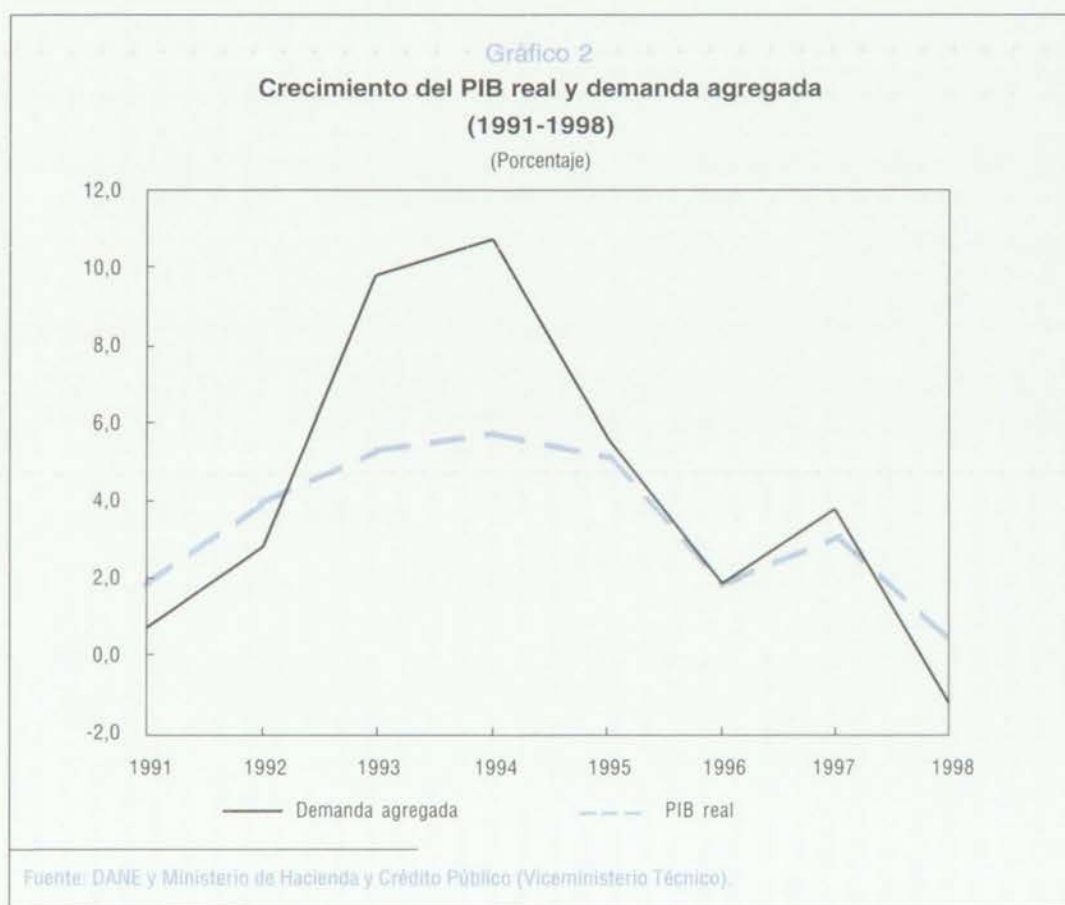
presentan la política monetaria y la situación del sistema financiero. En la cuarta sección se presenta la política cambiaria y los resultados de la balanza de pagos hasta el primer trimestre de este año, en la quinta y en la sexta se presentan los resultados de la inflación y la actividad productiva y el empleo. En la sección siete se presentan la evolución esperada de la economía para lo que queda del año y las proyecciones del año 2000. Finalmente, en la última sección se analizan la evolución de las reservas internacionales, el balance y el estado de pérdidas y ganancias del Banco de la República.

II. LAS CAUSAS DE LA RECESIÓN

El Gráfico 1 muestra el crecimiento en el último año del PIB de los sectores productivos que responden a factores de oferta (agricultura y minería) y el de los sectores que dependen más estrechamente del comportamiento de la demanda agregada (el resto). Estos últimos explican el desplome de la economía en el último año y sugieren que la causa principal de la caída del producto es la contracción del gasto agregado.



Como se señaló en la introducción, la contracción de la demanda agregada se explica en lo fundamental por su crecimiento insostenible en el pasado, sistemáticamente superior al de la producción nacional (Gráfico 2) y por la crisis internacional, la cual se refleja en la profunda recesión económica en los países vecinos, la caída de los términos de intercambio (precios de las exportaciones respecto a precio de las importaciones) y el encarecimiento y la menor disponibilidad de los recursos de crédito externo. El impacto de la crisis internacional en una economía con los desequilibrios que exhibía Colombia se reflejó en un alza en las tasas de interés en 1998, lo cual también explica en parte el deterioro de la actividad económica.



Como se aprecia en el Gráfico 3, entre 1992 y 1997 el gasto público total como proporción del PIB aumentó más de 10 puntos porcentuales. El crecimiento del gasto privado también fue considerable en esos años, en especial en 1993, y con él la caída del ahorro privado (Gráfico 4).

Gráfico 3
Gasto del sector público no financiero 1/
Como porcentaje del PIB
 (1990-1998)



1/ Neto de transferencias.

(pr) Preliminar.

Fuente: DNP y CONFIS.

Gráfico 4
Ahorro privado
Como porcentaje del PIB
 (1990-1998)

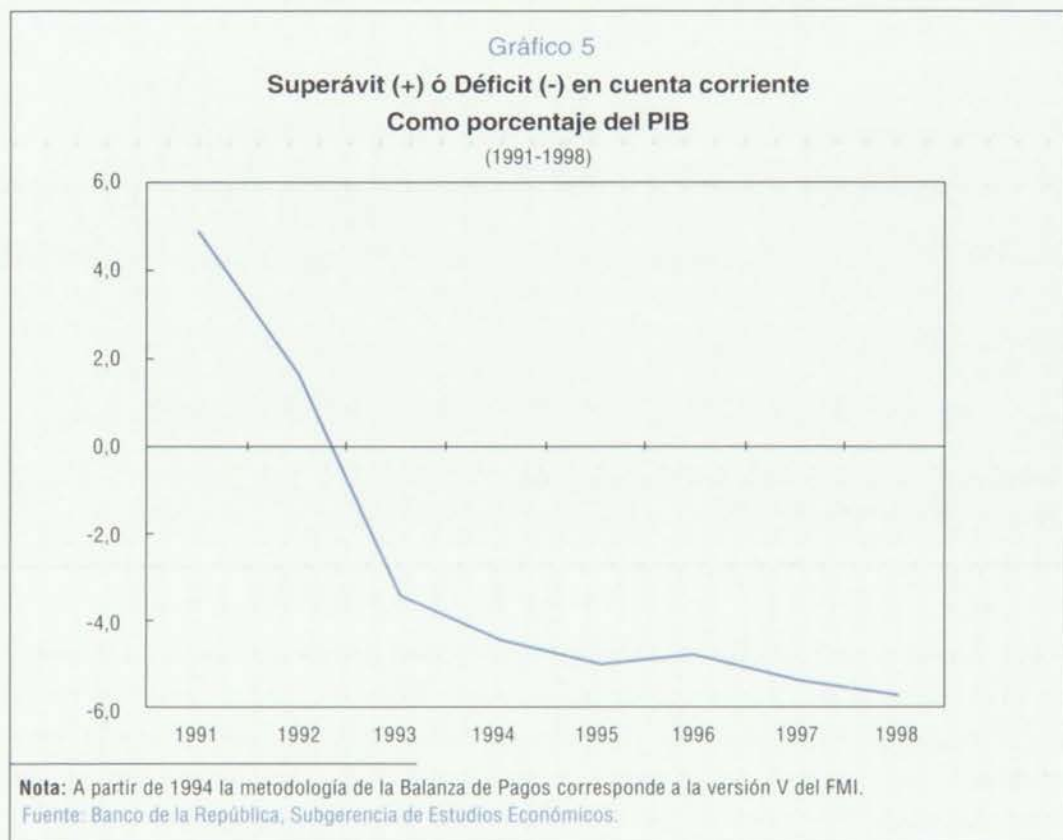


(pr) Preliminar.

(proy.) Proyección.

Fuente: DNP.

La contrapartida del crecimiento del gasto por encima del ingreso se expresa en cuatro hechos. Primero, un deterioro en la cuenta corriente de la balanza de pagos que pasó de ser superavitaria en más de cuatro puntos del PIB en 1991 a deficitaria en cerca de cinco puntos cuatro años después (Gráfico 5). Este déficit hace a la economía vulnerable ante los cambios en las condiciones en los mercados internacionales de capitales y conduce a que las tasas de interés internas se sitúen por encima de las externas.



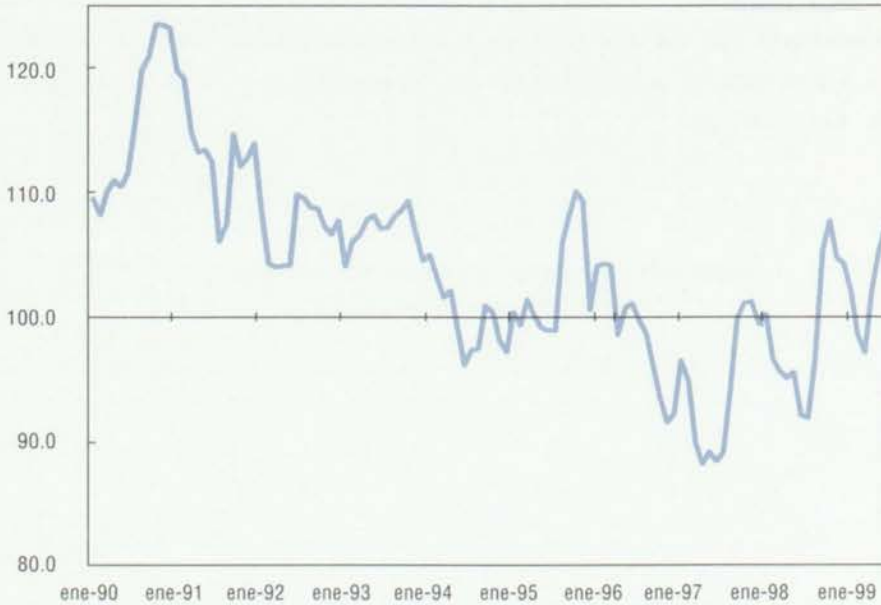
Segundo, la apreciación de la tasa de cambio real (Gráfico 6), que resulta del exceso de crecimiento del gasto, financiado en buena parte por flujos internacionales de capital, afecta negativamente la competitividad nacional y no puede ser revertida en el mediano y largo plazo con modificaciones de la política de la tasa de cambio nominal.

Tercero, el déficit fiscal después de 1995, luego de que los efectos de las distintas reformas tributarias que aumentaron de manera significativa las transferencias del sector privado al público no fueron suficientes para financiar por ese medio la tendencia creciente del gasto público.

Gráfico 6

Índice de la tasa de cambio real (ITCR1)

(Enero de 1990-Junio de 1999)



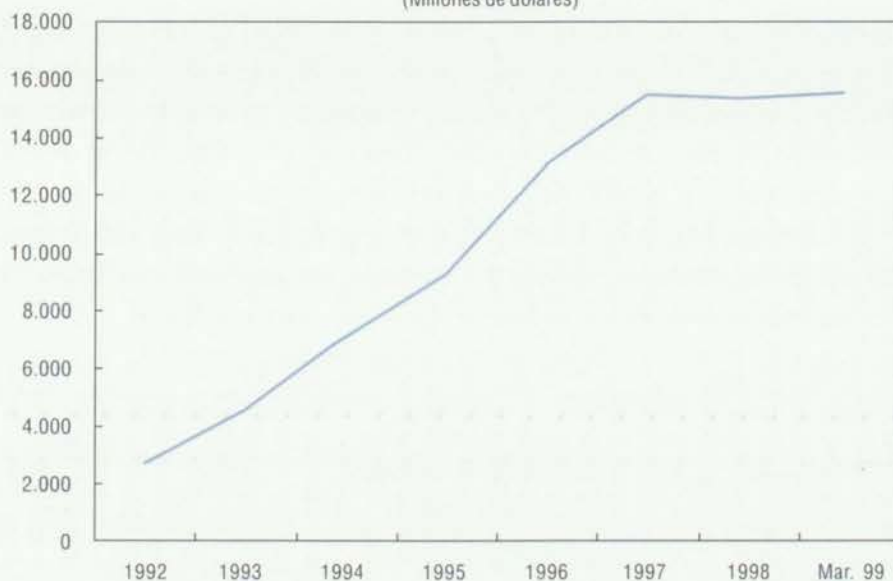
Deflactor: IPP. Información de tasas de cambio fin de período.
Base promedio geométrico 1994 = 100
Fuente: Banco de la República, SGEE.

El creciente déficit fiscal y el aumento del gasto público tienden a desplazar la economía privada a través de mayores tasas de interés y de su efecto sobre la apreciación del tipo de cambio real y, cuando toma una tendencia que puede ser juzgada como explosiva, crea expectativas de inflación, sube las tasas de interés y dificulta el acceso al ahorro externo.

Y, por último, el incremento notable en los saldos de deuda del sector privado, tanto externa (Gráfico 7) como interna (Gráfico 8), que lleva a que algunas empresas o personas no puedan pagar, lo cual crea problemas de solvencia y aumenta el riesgo de liquidez del sistema financiero.

El exceso de gasto financiado con deuda permitió a partir de 1993 un fuerte crecimiento de los precios de los activos y llevó a una sobre-expansión del sector de la construcción. Por ejemplo, entre principios de 1992 y fines de 1994, el precio real de la vivienda en Bogotá creció 60,5% y el índice real de precios de las acciones en la Bolsa de Bogotá creció 32,1%. Estos crecimientos en los precios de los activos y en la construcción no

Gráfico 7
Saldo deuda externa privada
(1992-Marzo de 1999)
 (Millones de dólares)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 8
Saldo del crédito bruto del sistema financiero
al sector privado no financiero
(1992-Marzo de 1999)
 (Miles de millones de pesos de diciembre de 1998)

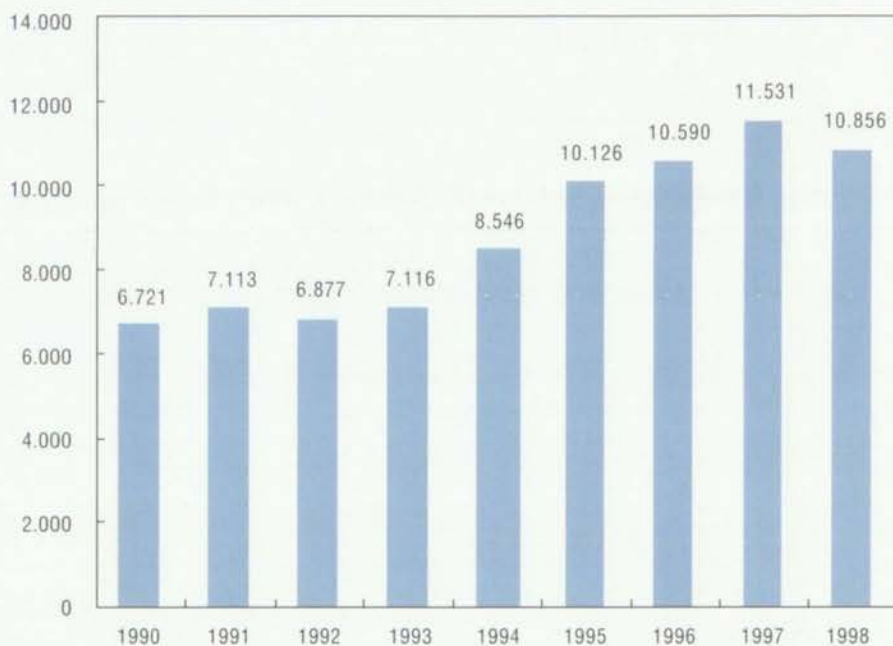


Fuente: Banco de la República, con base en información de la Superintendencia Bancaria.

son sostenibles y llevan posteriormente a un deterioro de la cartera del sistema financiero cuando el valor real de las garantías de los préstamos retorna a un nivel cercano a su valor de tendencia de largo plazo.

En las anteriores circunstancias se presentó la crisis internacional. Con ella cayeron los precios de los principales productos de exportación y el valor de las exportaciones (Gráfico 9). Además, luego de la moratoria de la deuda rusa se encareció el crédito externo (Gráfico 10) y disminuyeron las entradas de capital. El deterioro de los términos de intercambio tiene un efecto ingreso negativo y el estrechamiento del mercado internacional de capitales aumenta las tasas de interés internas. Todo esto tiene un efecto negativo sobre la producción nacional.

Gráfico 9
Exportaciones totales
(1990-1998)
(Millones de dólares FOB)



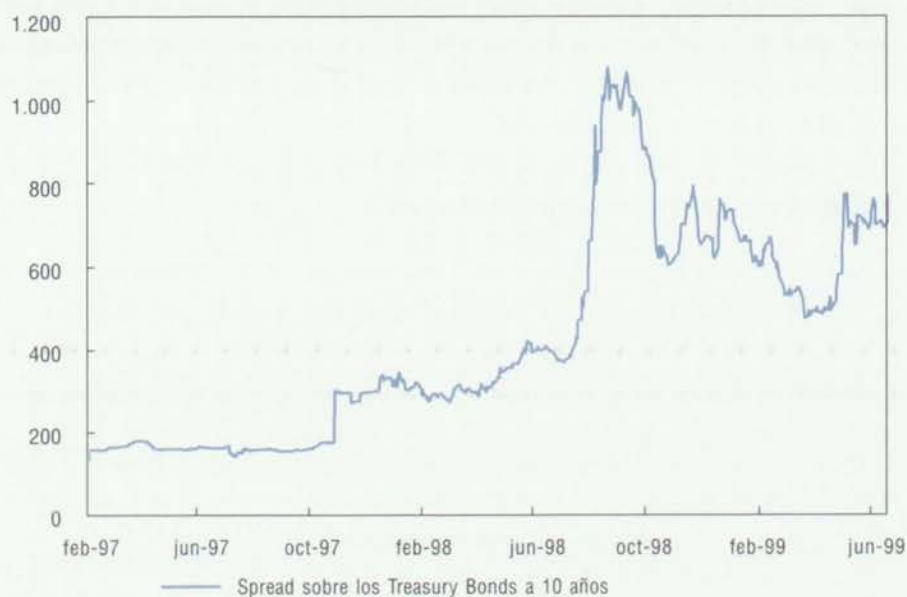
Fuente: DANE.

El Cuadro 1 presenta un cálculo preliminar del efecto de la caída de los términos de intercambio (precios de nuestras exportaciones respecto de nuestras importaciones) sobre algunas de las principales variables macroeconómicas¹. Como se puede observar en dicho cuadro, se estima

Gráfico 10

**Spread de los bonos colombianos a 10 años
(27 de febrero de 1997-15 de julio de 1999)**

(Puntos básicos)



Fuente: BLOOMBERG.

Cuadro 1

**Efecto de cambio en los términos de intercambio
sobre las principales variables
macroeconómicas en 1998**

(Cambios porcentuales)

	Variación en los precios de:		Total
	Exportaciones	Importaciones	
	-11,1%	-8,1%	-3,4%
PIB	(0,9)	0,0	(1,0)
Consumo privado	(1,3)	0,5	(0,8)
Exportaciones	(3,0)	0,5	(2,6)
Importaciones	(3,0)	3,0	(0,2)
Tasa de cambio real	(0,2)	3,4	3,2
IPC	(2,5)	(1,5)	(3,9)
Déficit fiscal 1/	1,0	(0,4)	0,6
Ahorro externo 1/	1,3	(0,1)	1,2
Desempleo urbano 2/	1,5	0,3	1,8

1/ Cambio en puntos porcentuales del PIB.

2/ Cambio en puntos porcentuales de la tasa de desempleo.

Fuente: C. Fernández, Mimeo, (1999).

que el deterioro en los términos de intercambio, que fue de 3,4% en 1998, produjo efectos adversos de un punto porcentual sobre el crecimiento del PIB, 1,8 puntos porcentuales en la tasa de desempleo y 0,6 puntos en el déficit fiscal. De esta manera, una proporción importante del deterioro económico observado se explica por la caída en los términos de intercambio, aún sin contar otros efectos negativos externos como la crisis de los países vecinos, la caída en la inversión extranjera y el encarecimiento del crédito externo.

En síntesis, se puede concluir lo siguiente:

- 1) La recesión actual no es un hecho exclusivo de la economía colombiana. Parte de la caída en el crecimiento del producto es el resultado de un choque externo adverso que ha afectado a buena parte de las economías latinoamericanas como se muestra en el Cuadro 2.

Cuadro 2
Producto Interno Bruto real
(Variaciones porcentuales anuales)

	1997	1998 (pr)	1999 (proy.)
Argentina	8,6	4,2	(1,8)
Brasil	3,2	0,2	(1,0)
Chile	7,1	3,3	0,5
Ecuador	3,5	0,2	(7,0)
Guatemala	4,1	4,9	3,9
México	7,0	4,9	3,0
Perú	7,2	1,5	3,0
Uruguay	5,1	4,5	(1,0)
Venezuela	5,9	(0,4)	(7,6)

(pr) Provisional.

(proy.) Proyección.

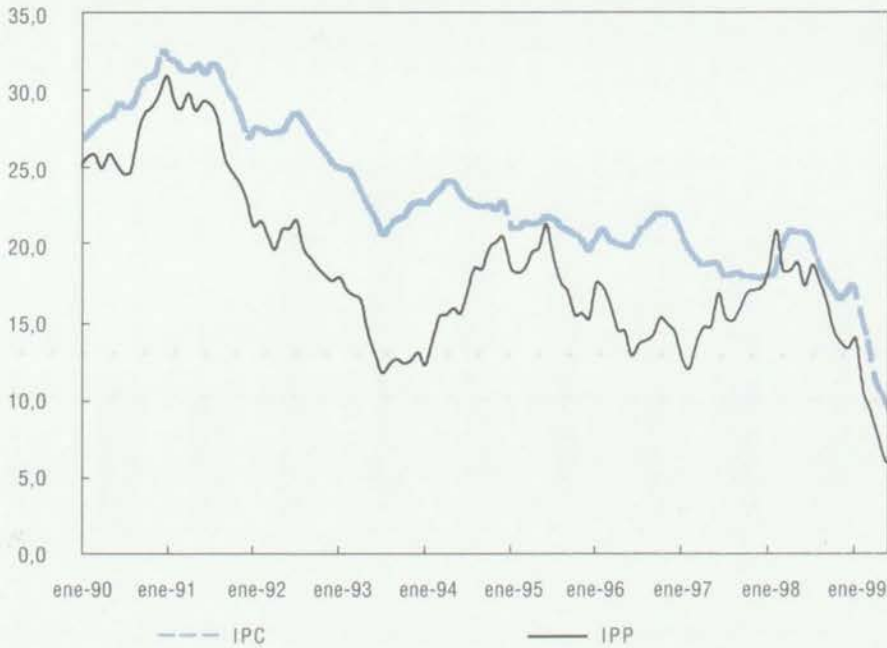
Fuente: "World Economic Outlook", mayo de 1999, FMI.

- 2) No obstante, parte es la respuesta de la misma economía a los excesos de gastos del pasado.
- 3) A pesar de los costos sociales y económicos asociados con la recesión, es de resaltar el avance en varios frentes que contribuyen a situar la economía en una senda de crecimiento sostenible en el futuro. La inflación ha caído cerca de 10 puntos porcentuales en el último año y la economía colombiana se sitúa por primera vez desde principios de los años setenta, en una senda de inflación de un dígito (Gráfico 11). El déficit en la cuenta corriente de la balanza de

Gráfico 11

**Índice de precios al consumidor y del productor
(Enero de 1990-junio de 1999)**

(Variación porcentual anual)



Fuente: DANE y Banco de la República.

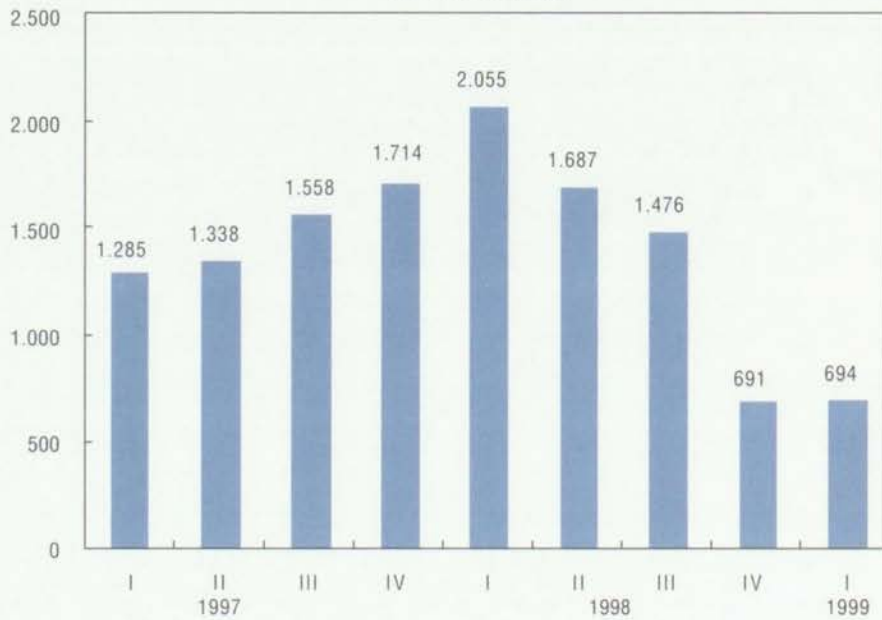
pagos se ha reducido de un nivel superior a US\$2,000 m en el primer trimestre de 1998 a menos de US\$700 m en igual período de 1999 (Gráfico 12). Las tasas de interés han caído (Gráfico 13) y las decisiones de gasto se han racionalizado.

- 4) Desde el punto de vista macroeconómico, el alto nivel de endeudamiento en un entorno de restricción del financiamiento externo y de elevadas tasas de interés internas implica que se deben generar flujos excedentarios de gran magnitud para servir la deuda. Esto se manifiesta en un ajuste del gasto privado, con efectos recesivos. La fragilidad financiera significa además que será necesario destinar un volumen importante de recursos al fortalecimiento patrimonial del sistema financiero y que parte de esos recursos tendrán que provenir del sector público.
- 5) Otra gran debilidad de la economía es el estado de sus finanzas públicas. El déficit fiscal es todavía moderado en términos internacionales y el acervo total de deuda es inferior al de muchos países en desarrollo y desarrollados. Sin embargo, existen fuertes rigideces en el gasto con lo cual es de esperar que en el futuro, de no

Gráfico 12

**Déficit trimestral en cuenta corriente
(Marzo de 1997-marzo de 1999)**

(Millones de dólares)

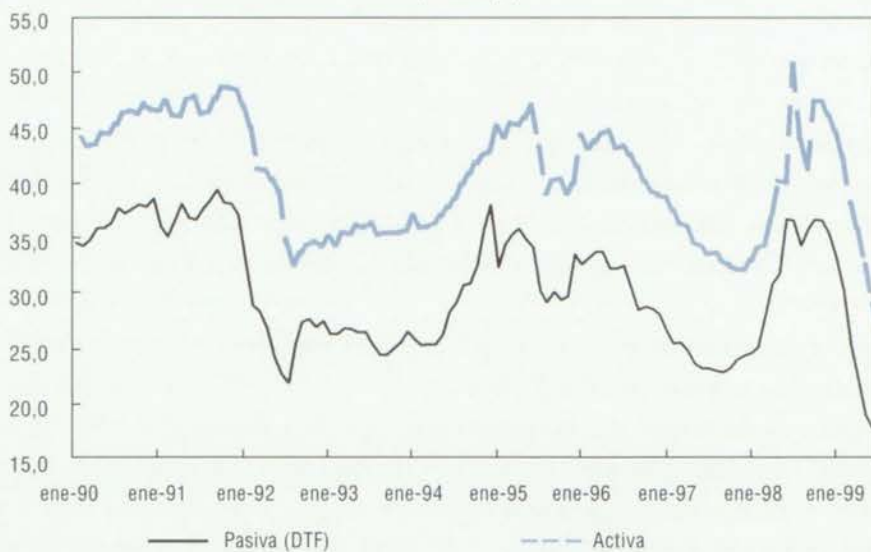


Fuente: Banco de la República.

Gráfico 13

**Tasas de captación y colocación del sistema financiero
(Enero de 1990-junio de 1999)**

(Porcentaje)



Fuente: Superintendencia Bancaria y Banco de la República.

hacerse cambios legales y constitucionales, crecería el déficit a niveles incompatibles con el normal funcionamiento de la economía. A esto hay que agregarle el costo del saneamiento del sistema financiero público y los recursos destinados de manera directa o indirecta a contribuir al salvamento del sector financiero privado.

III. LA POLÍTICA MONETARIA Y EL SISTEMA FINANCIERO

A. Los agregados monetarios

El Banco de la República conduce la política monetaria a partir de una meta intermedia de base monetaria coherente con los objetivos finales de inflación y con las proyecciones de crecimiento del producto. Este diseño de la política se justifica por la relación existente, con algún rezago, entre la base monetaria y el PIB nominal, y por la capacidad que tiene el Banco de controlar la base monetaria en contraste con otros agregados más amplios. En la práctica el Banco procura mantener en promedio la base dentro del corredor construido. Simultáneamente, el Banco interviene en los mercados monetario y cambiario con el fin de limitar la volatilidad de la tasa de interés interbancaria y garantizar que la tasa de cambio fluctúe dentro de una banda coherente con la meta de inflación.

En el marco de esta estrategia de política monetaria, la Junta Directiva del Banco de la República definió el corredor de la base monetaria, que tiene en cuenta la estacionalidad de la demanda por dinero a lo largo del año y que fija el crecimiento de la base monetaria en el punto medio del corredor en 23,6% al finalizar el año con respecto al valor observado de la base al final de 1998. Cuando se consideran las variaciones en el encaje legal el corredor de la base monetaria ajustada presenta un crecimiento de 16,1% a fin de año. Si bien la base inició el año por encima del punto máximo, a medida que se fue recogiendo la liquidez estacional de fin de año, y que se revirtió la reducción temporal de encajes, la base ingresó al corredor y se ha mantenido consistentemente dentro de éste. Ello se puede apreciar más claramente si observamos la evolución del promedio móvil diario de orden 20, el cual se ha ubicado alrededor del punto medio (Gráfico 14).

Al finalizar junio la base monetaria se situó en \$7.203 miles de millones (mm), con un crecimiento anual de -4,2%, \$89 mm por debajo del

Gráfico 14

**Base monetaria y corredor. Promedio móvil diario de orden 20
(2 de enero de 1998-2 de julio de 1999)**

(Miles de millones de pesos)

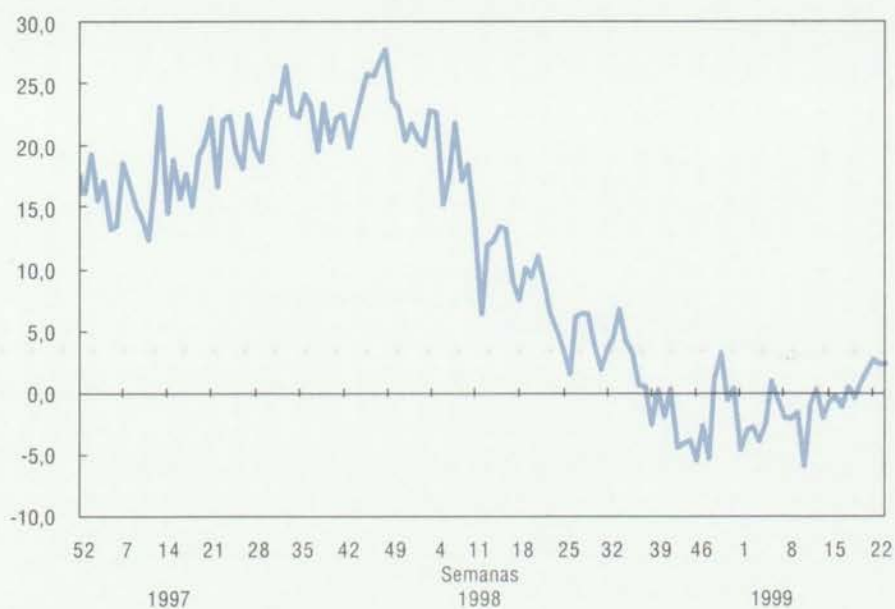


Fuente: Banco de la República.

punto máximo del corredor y \$123 mm por encima del medio. Por componentes, el efectivo en poder del público alcanzó \$4.576 mm, con un crecimiento de 22,8% anual, y la reserva del sistema financiero ascendió a \$2.628 mm, con un crecimiento de -30,8% anual. No obstante, cabe aclarar que estas tasas de crecimiento corresponden a la base monetaria observada y están influidas por las reducciones de los encajes efectuadas en el año anterior. En este sentido una mejor medida del crecimiento de la liquidez primaria en la economía es la “base ajustada” que elimina precisamente el efecto de variaciones en los encajes legales. La base ajustada exhibe un crecimiento anual de 14,3% al finalizar junio de este año.

A fines del primer semestre, los medios de pago, definidos como efectivo más cuentas corrientes (M1), ascendieron a \$9.518 mm con un crecimiento del 4,8% en año completo (Gráfico 15). El comportamiento de los medios de pago se explica por el aumento del efectivo, 22,8% anual, que es contrarrestado parcialmente por la caída de las cuentas corrientes, tanto públicas como privadas, de 7,7% anual. La continua tendencia decreciente de las cuentas corrientes en los últimos años es

Gráfico 15
Medios de pago - M1
(Enero de 1997-junio de 1999)
 (Variación porcentual anual)

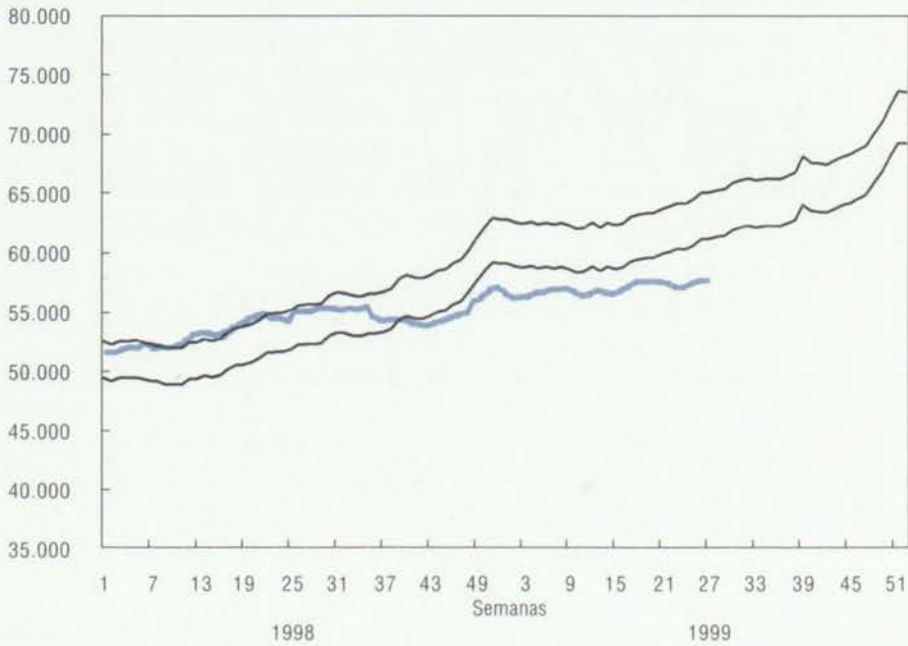


Fuente: Banco de la República.

consecuencia de los avances tecnológicos y del proceso de sustitución a favor de activos remunerados y confirma la pérdida de importancia de esta definición de los medios de pago (M1) como una medida adecuada de la liquidez en la economía.

Los medios de pago ampliados, M3 más bonos², constituyen una medida más adecuada de la liquidez de la economía y de la capacidad de generación de crédito por parte del sistema financiero. Para este agregado se construye un corredor indicativo a partir de la meta de inflación (15%) y la proyección del Gobierno de 2% para el crecimiento económico. En lo corrido del año M3 más bonos se ha situado por debajo del corredor indicativo definido para esta variable (Gráfico 16). A finales de junio dicho agregado alcanzó \$57.538 mm con una tasa de crecimiento del 5,0%, ubicándose \$3.649 mm por debajo del punto mínimo de su corredor. En esta fecha los pasivos sujetos a encaje totalizaron \$49.197 mm y los bonos \$3.766 mm, con tasas de crecimiento anual del 7,7% y -30,4%, respectivamente. El comportamiento del M3 más bonos se explica por la marcada disminución en el ritmo de la actividad económica y por el bajo crecimiento de la cartera, lo cual ha

Gráfico 16
M3 + Bonos y su corredor
(Enero de 1998-junio de 1999)
 (Miles de millones de pesos)



Fuente: Banco de la República.

implicado que la demanda de dinero ampliado sea menor que la inicialmente proyectada.

Conviene resaltar el hecho de que mientras la base monetaria se ha ubicado dentro de su corredor, el agregado amplio M3 más bonos ha crecido a tasas por debajo de lo esperado. Esto equivale a una reducción del multiplicador monetario que puede explicarse por el incremento de la demanda de efectivo en poder del público respecto a la demanda de pasivos sujetos a encaje, por la presencia de un sobre-encaje a lo largo del año y por el crecimiento del saldo de TES (30% anual a finales de junio) muy superior al de los pasivos sujetos a encaje³. Esta discrepancia entre el comportamiento de la base y el agregado amplio se debe revertir en la medida en que transcurra el período normal de retraso entre movimientos de la base monetaria y movimientos de M3 más bonos. También se espera que la evolución de los agregados amplios se aproxime a la de la base debido a la caída de las tasas de interés y a medida que se recupere la actividad económica y se restablezca la oferta de crédito en la economía.

B. La tasa de interés y el mercado monetario

La evolución favorable de los precios y la tranquilidad registrada en el frente cambiario durante lo corrido del año han posibilitado la reducción de las tasas de interés, sin comprometer el logro de las metas monetarias establecidas.

Con el fin de facilitar a los intermediarios conocer por anticipado sus necesidades de liquidez, y que el Banco de la República pueda determinar los montos adecuados de recursos que debe suministrar al sistema, a principios del año comenzó a operar el nuevo esquema de encaje que incrementó el rezago entre el período de encaje requerido y el del encaje disponible⁴. El objetivo es tener un mecanismo más transparente de manejo de la liquidez y evitar fluctuaciones bruscas en la tasa de interés interbancaria.

Para el manejo de liquidez el Banco establece un monto máximo de recursos el cual se subasta al mercado con una tasa mínima de corte (tasa de REPO)⁵. Las entidades que necesiten liquidez adicional pueden acudir por ventanilla y pagan una tasa mayor, denominada la tasa "lombarda". Igualmente, el Banco realiza una subasta con una tasa máxima (tasa de REPO en reversa) para recibir los excedentes de liquidez de los intermediarios hasta un tope predeterminado. A los excedentes por encima de este monto se les reconoce una tasa mínima por debajo de la tasa de los REPO en reversa. En la actualidad el Banco realiza subasta de REPO a varios plazos para suministrar recursos a los intermediarios financieros⁶.

En lo corrido del año el Banco ha reducido en seis ocasiones las tasas de interés de la franja de intervención. A comienzos del año las tasas de REPO en reversa, REPO y Lombarda se fijaron en 22%, 26% y 33%, respectivamente⁷. En la actualidad, esas mismas tasas son, en su orden, 15%, 17% y 23%. Como consecuencia de estas medidas, la tasa interbancaria, que en enero era de 25,8%, ha disminuido en el transcurso del año y a finales de julio se situaba alrededor de 18,5% (Gráfico 17). En el recuadro "Tasas de Interés" se explica cuáles son los principales indicadores de tasas de interés existentes en Colombia y cuáles tasas de interés controla o afecta más directamente el Banco de la República.

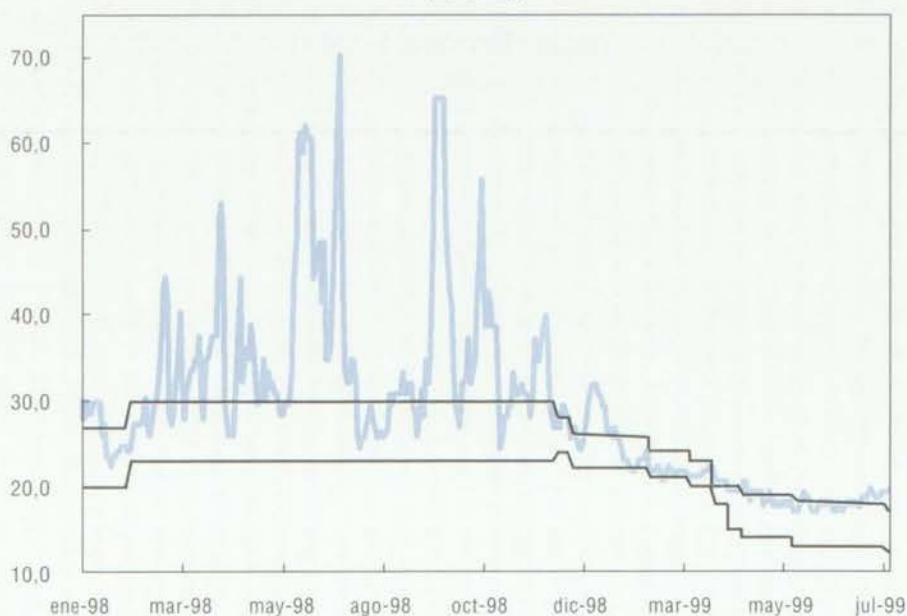
En el mes de marzo, como consecuencia de la sentencia de la Corte Constitucional, con ocasión del fallo sobre la Emergencia Económica, el impuesto del dos por mil fue extendido a las transacciones

TASAS DE INTERÉS

	Descripción	Influencia del Banco de la República
Tasas de Intervención del Banco de la República.	En el esquema actual de intervención del Banco de la República, intervienen cuatro tasas de interés distintas diseñadas para las operaciones de contracción y expansión. En una primera instancia se encuentran las tasas a las cuales se realizan las operaciones de subasta, tanto de expansión como de contracción. En una segunda instancia existen tasas "lombardas" a las cuales el Banco de la República está dispuesto a proveer toda la liquidez que el mercado requiera y/o a contraer los excesos de liquidez que el mercado tenga en determinado momento. Estas últimas se fijan en niveles superiores (inferiores) a las tasas de subasta para las operaciones de expansión (contracción).	Estas tasas se fijan por parte del Banco de la República.
Tasa interbancaria.	Esta es la tasa a la cual se pactan las operaciones de más corto plazo, entre 1 y 14 días. Esta tasa es a la que se pactan, por lo tanto, las operaciones Interbancarias y REPO entre los intermediarios financieros y entre estos y el sector real.	Esta tasa se ve más fuertemente influida por las políticas de la autoridad monetaria, ya que las operaciones de contracción y expansión se concentran en los mismos plazos, entre 1 y 14 días.
Tasa de 90 días (DTF).	Actualmente, esta tasa se calcula como el promedio de la tasa de captación a noventa días de todos los intermediarios financieros.	La influencia que sobre esta tasa pueda tener la política monetaria del Banco de la República no es tan fuerte como la ejercida sobre las tasas de más corto plazo. Esta influencia depende del tiempo que tome la política monetaria en influir las tasas de interés de mediano plazo.
Tasa de los Títulos de Tesorería (TES).	El mecanismo actualmente utilizado en Colombia para la colocación primaria de deuda pública es la subasta "Holandesa". En estas operaciones se establece un cupo total a subastar, los agentes intere-	La influencia que puede ejercer el Banco de la República sobre las tasas del mercado primario de deuda pública es bastante indirecta y sólo se daría a través del cambio en las condiciones de

	Descripción	Influencia del Banco de la República
	sados hacen ofertas que tienen implícita una tasa de interés. Estas ofertas son ordenadas de menor a mayor según esta tasa de interés implícita. La tasa de corte es la de aquella oferta a la cual el cupo se agota.	liquidez de la economía. Ahora bien, el Banco de la República también puede influir sobre las tasas de estos títulos en el mercado secundario cuando adquiere estos títulos para sus operaciones de mercado abierto.
Tasa activa o de colocación.	Esta es la tasa a la cual los intermediarios financieros realizan sus operaciones de crédito.	Estas tasas pueden ser influenciadas por el Banco de la República cuando cambios en la liquidez de la economía afectan los costos de captación de los intermediarios, traducándose en cambios en los niveles de las tasas activas.

Gráfico 17
Corredores de intervención y tasa interbancaria
(2 de enero de 1998-26 de julio de 1999)
 (Porcentaje)



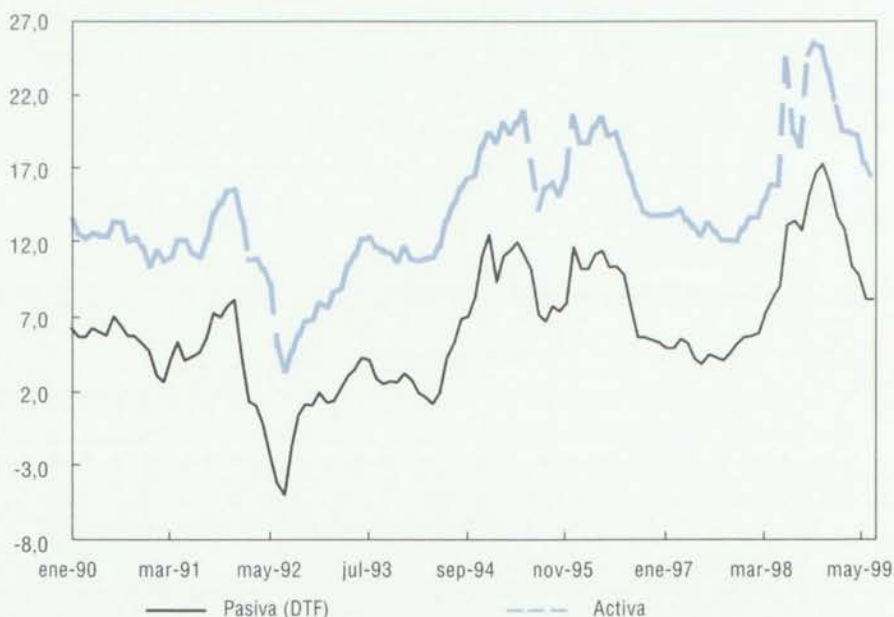
Fuente: Superintendencia Bancaria y Banco de la República.

interbancarias, lo cual redujo las magnitudes transadas en ese mercado de \$400 mm a \$60 mm por día. En estas condiciones, el Banco de la República ha tenido que operar de manera más intensa en el mercado

monetario, recibiendo los excedentes de liquidez de las entidades superavitarias y ofreciendo recursos a través de operaciones REPO a las entidades deficitarias.

La reducción sostenida en las tasas de corto plazo, el descenso marcado de la inflación y de las expectativas inflacionarias y la tranquilidad presentada en el mercado cambiario durante la mayor parte del semestre, han contribuido a la fuerte reducción en las tasas de interés de captación de mediano y largo plazo y en las tasas de colocación del sistema financiero (Gráfico 13). Así, en el mes de junio, el DTF se ubicó en 17,9% y la tasa de colocación en 27,3%, niveles históricamente bajos en términos nominales. De igual manera, las tasas de interés real pasiva y activa han presentado una reducción significativa al pasar de niveles del 13,7% y 21,4% en enero de este año a 8,2% y 16,8% en junio (Gráfico 18). A pesar de la reducción en la tasa real de captación, la remuneración al ahorro sigue siendo atractiva en comparación con sus promedios históricos.

Gráfico 18
Tasas reales de captación y colocación del sistema financiero
(Enero de 1990-junio de 1999)
 (Porcentaje)

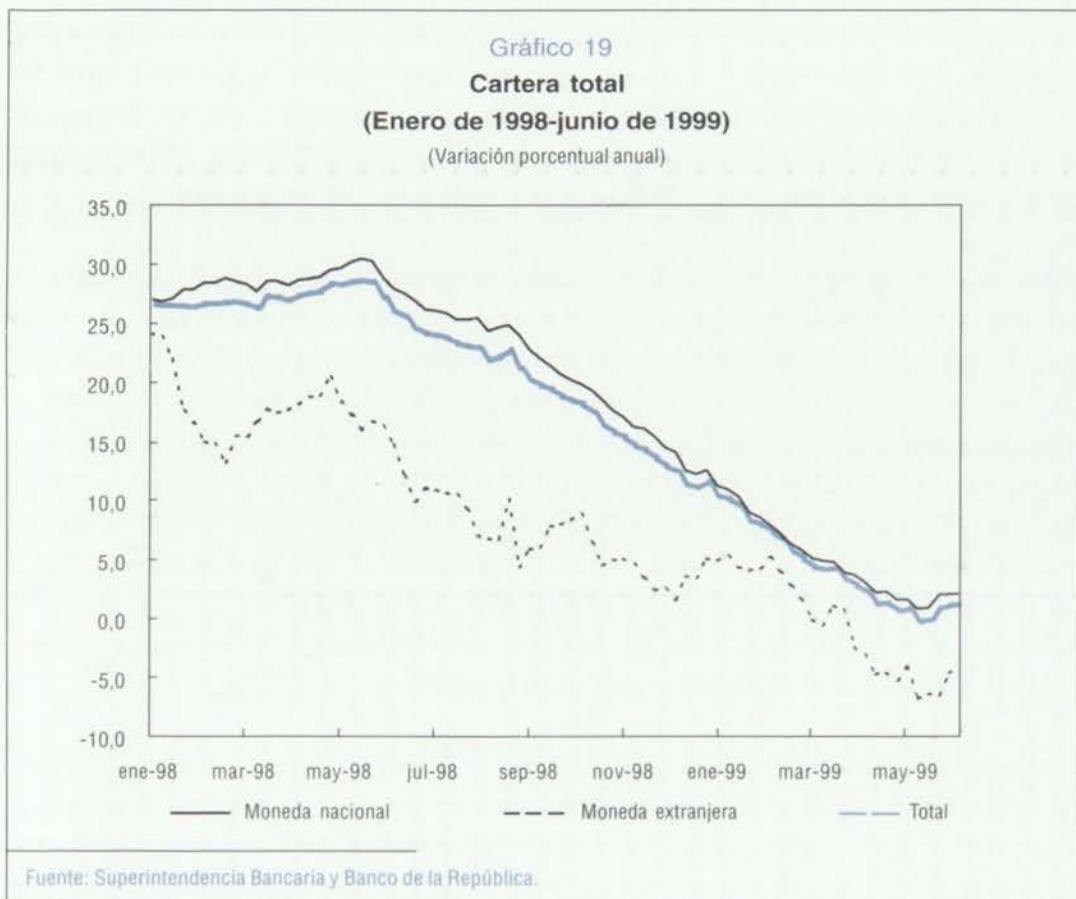


Deflactor IPC.

Fuente: Superintendencia Bancaria y Banco de la República.

C. Cartera del sistema financiero

Durante el primer semestre, la cartera del sistema financiero continuó la tendencia decreciente de finales del año pasado y registró una tasa de crecimiento de 1,3% a finales de junio, frente a un crecimiento del 11,5% en diciembre de 1998 y del 27% en igual fecha del año anterior (Gráfico 19). En términos reales, la cartera del sistema financiero viene mostrando signos de recuperación desde junio.



Por tipo de monedas, la cartera en moneda nacional presentó un crecimiento anual del 2,1% y la cartera denominada en moneda extranjera una caída del 4,2% anual. Por tipo de intermediario, en las compañías de financiamiento comercial se observa una caída anual del 10,4%, mientras que los bancos y corporaciones financieras registran caídas del 0,5% y 2,4%, respectivamente. Las corporaciones de ahorro y vivienda presentan un crecimiento anual del 11,8% en su cartera⁸. Por otra parte, el crecimiento anual de la cartera de los intermediarios financieros públicos a la misma fecha (-7,3%) era menor que el de los intermediarios privados (3,8%). El menor crecimiento de

la cartera de la banca pública se debe al deterioro patrimonial de dichas entidades y a la consecuente decisión de no prestar la totalidad del recaudo de su cartera.

Como se desprende de las cifras anteriores, la tasa de crecimiento de la cartera sigue siendo baja a pesar de la reducción de las tasas de interés. En la literatura esto se conoce como estrangulamiento del crédito (*“credit crunch”*) y corresponde a una situación en la cual se presenta una ruptura del canal de crédito y el sistema financiero no opera eficazmente para orientar los recursos necesarios para la reactivación económica. Esto constituye un obstáculo si se tiene en cuenta que la reactivación depende de la recuperación del consumo de los hogares, de la inversión del sector privado y de las exportaciones, para lo cual una oferta adecuada de crédito es un requisito indispensable.

En estas circunstancias, adquiere gran importancia la tarea de identificar las razones que están determinando la resistencia de los intermediarios financieros a canalizar crédito a la economía. Lo primero que debe examinarse es si ese comportamiento puede explicarse por restricciones de carácter monetario. La evidencia muestra que ello no es así. Aunque durante los tres primeros trimestres de 1998 se llevó a cabo una política monetaria restrictiva como mecanismo de defensa de la estabilidad macroeconómica, hacia octubre de 1998 fue posible adoptar medidas para incrementar la liquidez de la economía y reducir la volatilidad y nivel de la tasa de interés interbancaria, tal como se explicó en el Informe al Congreso de marzo pasado.

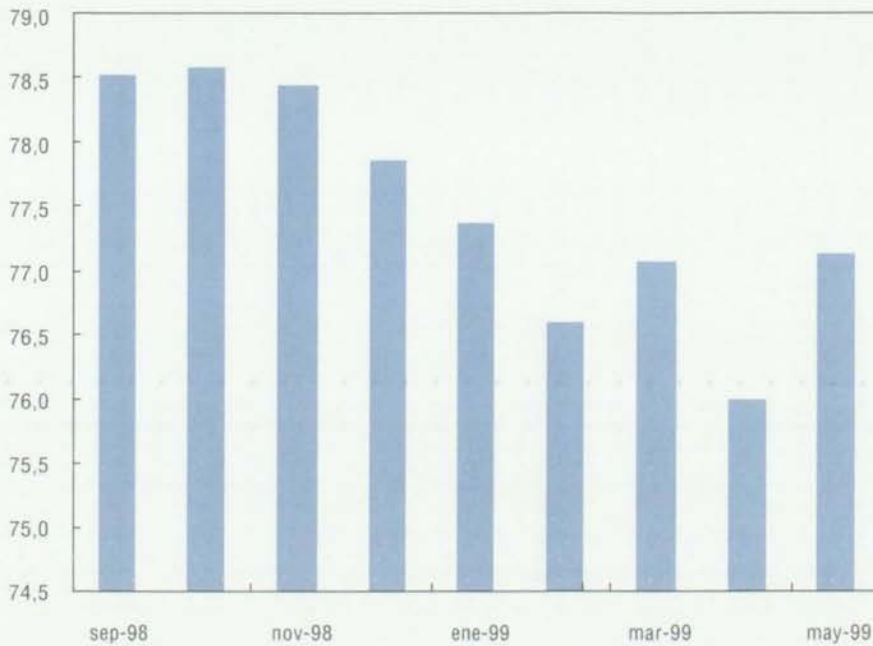
Evidencia adicional que permite descartar la estrechez de liquidez como el origen de la restricción crediticia, se obtiene al observar la proporción entre cartera vigente y las fuentes totales de crédito. Como se muestra en el Gráfico 20, esta proporción disminuyó hasta abril de 1999, y en mayo mostró algún repunte. A pesar de esto, la tendencia descendente confirma que el estancamiento en la cartera no obedece a una insuficiencia de fondos prestables.

Puesto que el estancamiento de la cartera no se explica por una política monetaria restrictiva, puede presumirse que existen factores ajenos a la misma que están dando lugar a este comportamiento. A este respecto se identifican cuatro elementos importantes, además de la contracción de la demanda de crédito. El primero es el mayor riesgo crediticio al que los intermediarios financieros se han visto enfrentados

Gráfico 20

**Cartera como proporción de las fuentes totales de crédito
(Septiembre de 1998-mayo de 1999)**

(Porcentaje)



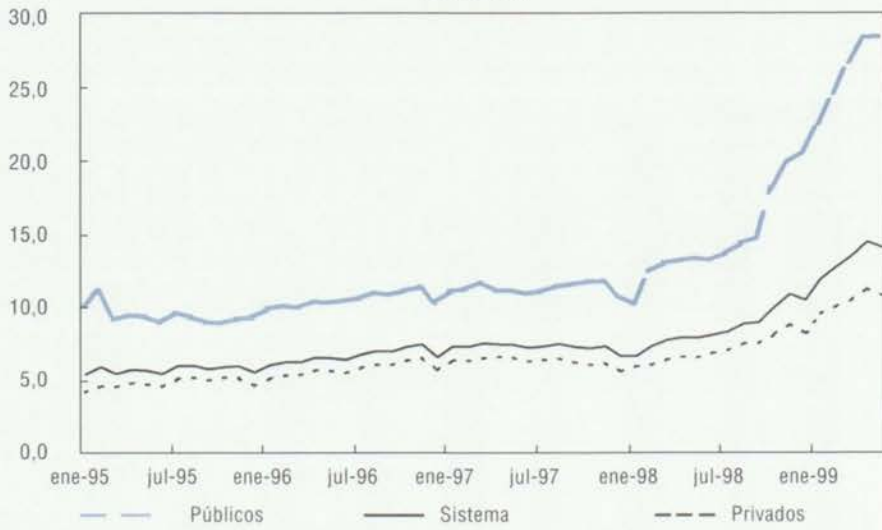
Fuente: Superintendencia Bancaria y Banco de la República.

ante la insolvencia de muchos deudores. El segundo es el deterioro patrimonial de algunos intermediarios financieros. El tercero es la pérdida de valor de las garantías, en particular el de la finca raíz, y el cuarto el encarecimiento de la obtención de liquidez a través del mercado interbancario. A continuación se examina cada uno de estos factores.

1. Riesgo crediticio

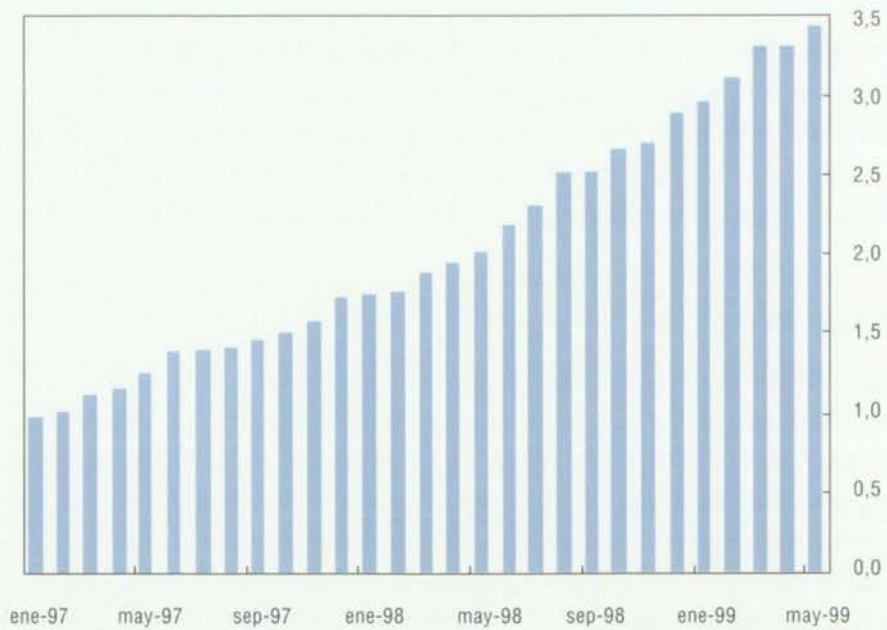
La importante acumulación de cartera vencida y de bienes recibidos en dación de pago durante el último año ha aumentado la percepción de riesgo por parte de los intermediarios financieros. La cartera vencida como proporción de la cartera total del sistema financiero pasó de 6,7% en diciembre de 1997 a 14,3% en mayo de 1999, en tanto que durante el mismo período la correspondiente proporción de bienes recibidos en dación de pago pasó de 1,7% a 3,4%. En ambos casos estos indicadores se duplicaron durante el período señalado (Gráficos 21 y 22).

Gráfico 21
Cartera vencida / Cartera bruta
(Enero de 1995-mayo de 1999)
 (Porcentaje)



Fuente: Superintendencia Bancaria y Banco de la República.

Gráfico 22
Bienes recibidos en pago / Cartera total. Total sistema financiero
(Enero de 1997-mayo de 1999)
 (Porcentaje)



Fuente: Superintendencia Bancaria y Banco de la República.

Ante esta situación los intermediarios financieros evitan asumir nuevos riesgos, por lo cual sólo aprueban los créditos más seguros y de alta calidad, dejando por fuera clientes que en circunstancias normales obtendrían financiación. Entretanto, los recursos no canalizados hacia el crédito buscan refugio en activos de poco riesgo como los Títulos de Tesorería (TES).

2. Deterioro patrimonial

La descapitalización de las principales entidades financieras a raíz de las pérdidas por valor de \$1.1 billones que arrojó el ejercicio de 1998 y de las nuevas pérdidas producidas en el primer semestre del presente año por igual cuantía, constituye una restricción al crecimiento de la cartera, debido a que la regulación bancaria colombiana establece una relación de solvencia mínima del 9% para todos los intermediarios financieros⁹.

En mayo de 1999 la relación de solvencia promedio para el sistema bancario alcanzaba el 10,6%, lo que arrojaba un crecimiento potencial de cartera de 22,9%. Aunque podría pensarse que esta relación todavía no es muy restrictiva, debe resaltarse que para los bancos individuales ésta varía entre 23,1% y 0%, donde 11 de los 33 bancos no alcanzan el nivel mínimo de solvencia. En este último grupo se encuentran todos los bancos oficiales. Los bancos privados arrojan una relación de solvencia de 11,3%, superior a la del promedio del sistema, lo que les permitiría un crecimiento potencial de cartera de 26%. Puesto que en el mercado de crédito bancario existen relaciones de largo plazo entre los bancos y sus clientes, debido a la información que los primeros han acumulado sobre los últimos y, en consecuencia, existen costos de traslado entre bancos, los clientes de aquellos bancos con baja solvencia enfrentarán restricciones efectivas de crédito.

Para las corporaciones de ahorro y vivienda (excluyendo el BCH) el índice de solvencia en mayo de 1999 fue del 10,4% permitiendo un crecimiento potencial de cartera de 15,4% en 1999, lo que implica, probablemente, un reducido crecimiento real de la cartera hipotecaria.

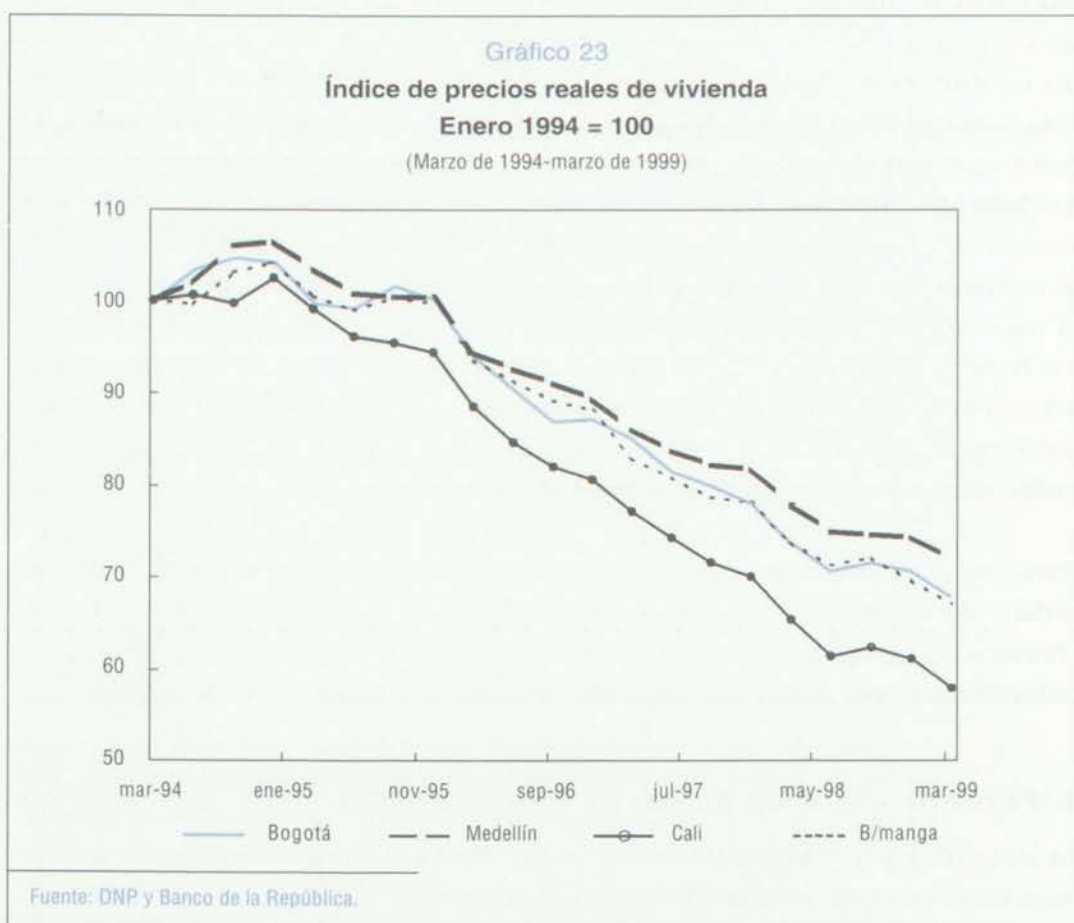
3. Pérdida de valor de las garantías reales

La desinflación observada en el valor de la vivienda durante los últimos cuatro años ha contribuido a desestimular la oferta de crédito, al

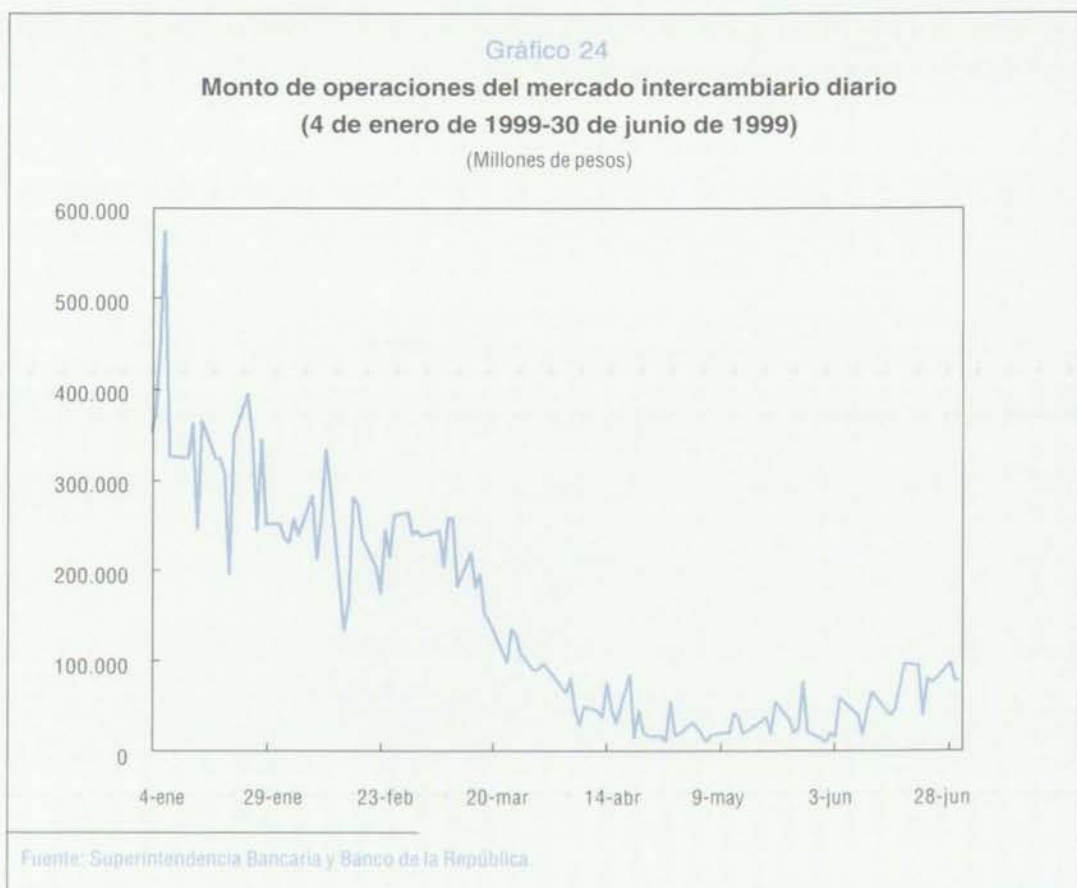
aumentar el riesgo de intermediarios financieros debido al menor valor de las garantías reales. El alcance de esta desinflación puede observarse en el Gráfico 23. Desde mediados de 1995 el incremento en los precios de la vivienda en las principales capitales del país se ha mantenido por debajo, y cada vez a mayor distancia, de la inflación medida por el índice de precios al consumidor. La caída de los precios reales de la vivienda entre principios de 1995 y marzo de 1999 fue de 32,6% en Medellín, 35,8% en Bucaramanga, 35,2% en Bogotá y 43,7% en Cali. Esta reducción en el valor real de la propiedad raíz no sólo menoscaba la confianza de los intermediarios financieros, sino que también acentúa sus pérdidas al reducir el valor de mercado de los bienes recibidos en dación de pago.

4. Encarecimiento de la liquidez

El impuesto del dos por mil sobre las operaciones interbancarias de crédito implica un sobrecosto de las operaciones a un día equivalente a 62% anual. Como resultado, el monto de las operaciones interbancarias ha



disminuido aceleradamente tal como se aprecia en el Gráfico 24, donde se muestra el monto diario de estas operaciones entre febrero y junio del presente año.

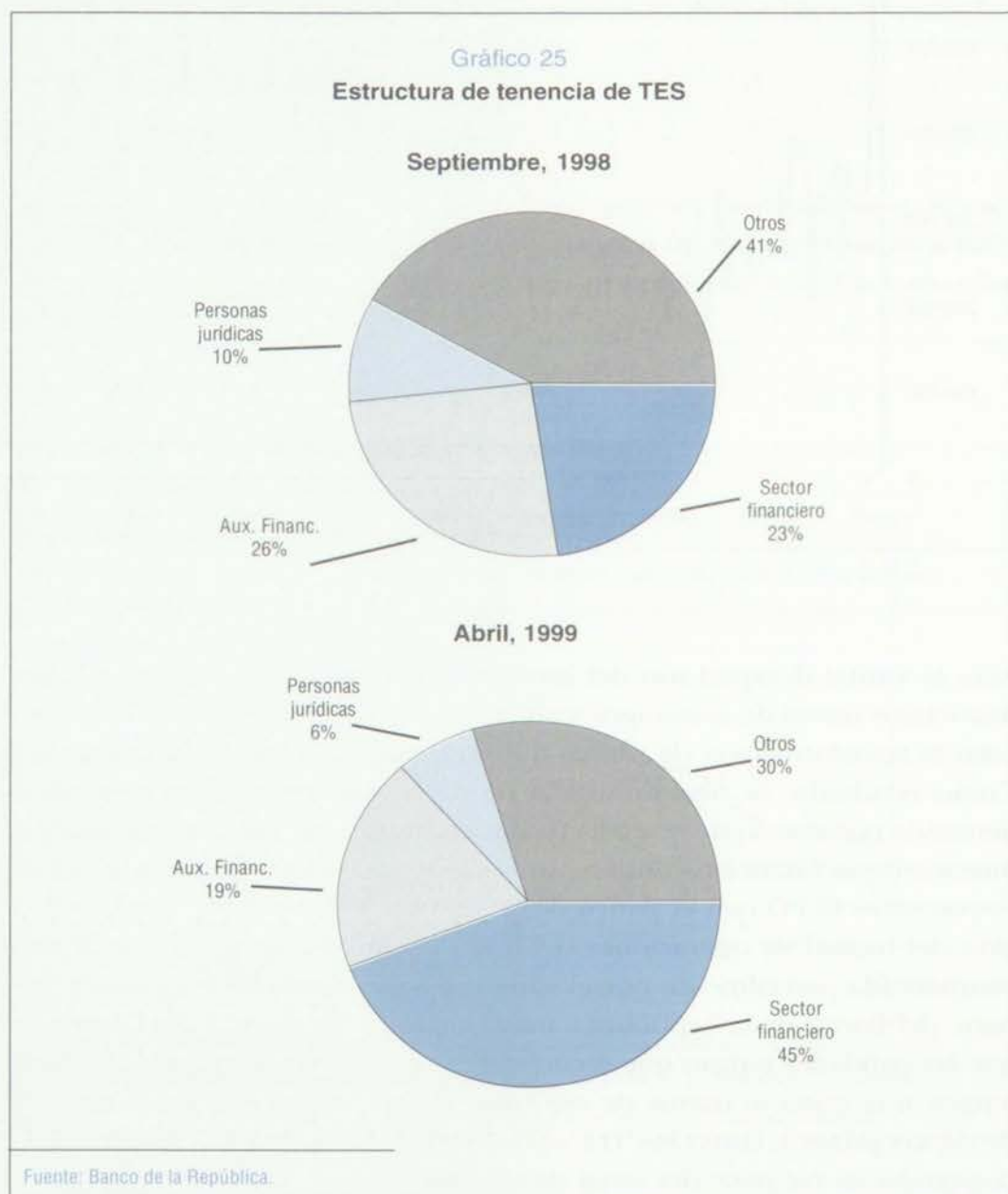


Ante la virtual desaparición del mercado interbancario los intermediarios financieros tratan de incrementar su posición de liquidez, evitando llevar a cabo la transformación de plazos que una operación de crédito significa. Como resultado, se desestimula la oferta de crédito y se incrementa la demanda por exceso de reservas (sobre-encaje) o por TES con los cuales el intermediario financiero obtiene un fácil acceso a la liquidez a través de operaciones REPO con el Banco de la República. A pesar de que la reducción del monto de operaciones del mercado interbancario ha logrado ser compensada parcialmente por el suministro de liquidez a corto plazo por parte del Banco de la República a través de operaciones REPO, el hecho de que las entidades tengan que recurrir al Banco por liquidez hace que mantengan una porción mayor de sus recursos en títulos valores de garantía de deuda pública, como los TES o los Títulos de Desarrollo Agropecuario, desviando así recursos del canal de crédito.

5. Consecuencias sobre el comportamiento de los intermediarios financieros

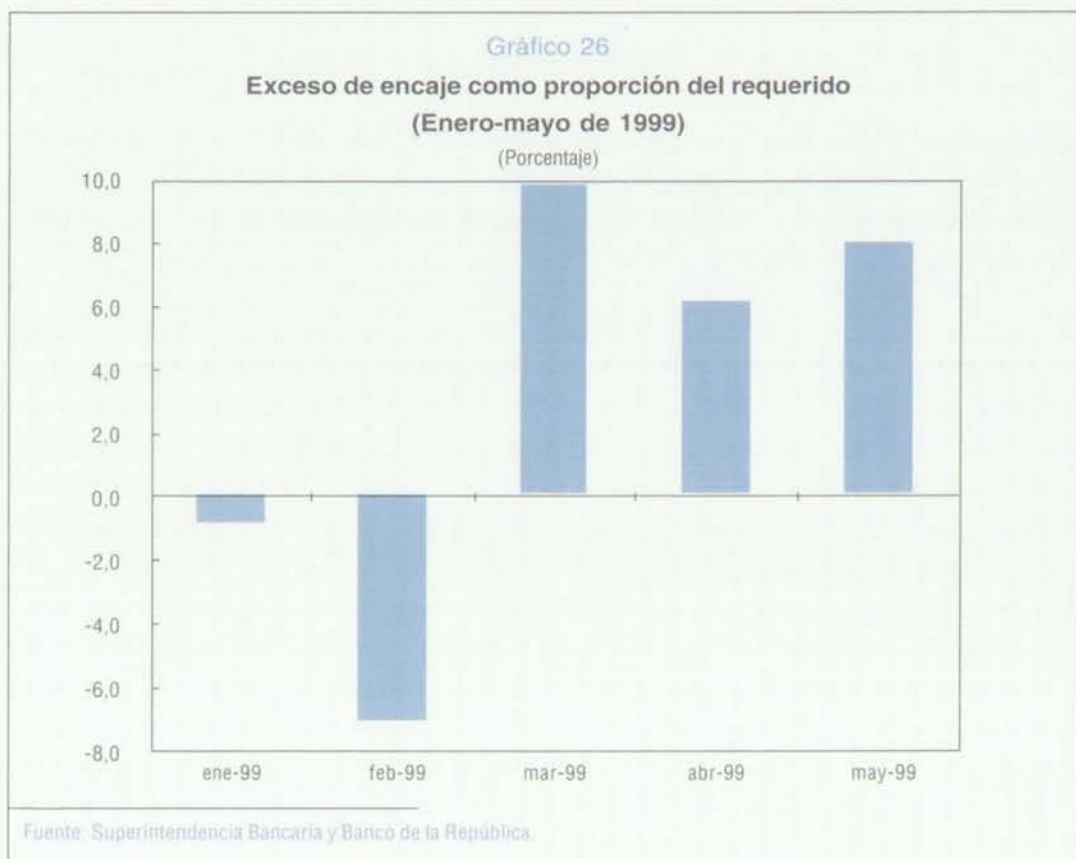
La combinación de los factores analizados ha inducido a los intermediarios financieros a conservar una mayor proporción de sus recursos en activos más líquidos y seguros, como los TES, o las reservas bancarias por encima de lo requerido.

Con respecto al incremento de la demanda de TES, en el Gráfico 25 se compara la estructura de tenencia de TES entre agentes económicos



distintos al sector público que existía en septiembre de 1998 con la que se presentaba a fines de abril de 1999¹⁰. Entre estas dos fechas el sector financiero duplicó su participación en esa tenencia al pasar del 23% al 45%. Esta es una señal clara de la poca disposición del sector financiero a canalizar recursos hacia el sector privado.

Así mismo, la demanda por un mayor exceso de reservas bancarias es otra vía a través de la cual se produce un escape de recursos del canal de crédito. Aunque la evidencia a este respecto después de la entrada en vigor del impuesto del dos por mil sobre el mercado interbancario apenas comienza a conformarse, los excesos de reservas observados en marzo, abril y mayo constituyen un síntoma claro de que los intermediarios financieros comienzan a valorar mucho más que antes la liquidez y la seguridad (Gráfico 26).



Mientras las condiciones descritas no cambien, una política monetaria expansionista resultaría poco eficaz como mecanismo de reactivación económica en vista de la falta de efectividad del canal de crédito. En este sentido se puede afirmar que la recesión económica en Colombia está siendo reforzada por una contracción autónoma de la oferta de crédito.

Las recomendaciones de política que de aquí se derivan hacen ya parte de la estrategia general que se ha venido adelantando para superar la crisis financiera. La solución del problema de activos improductivos, la capitalización de las entidades financieras y el saneamiento de la cartera vencida son todos elementos necesarios para restaurar las condiciones que permitan una mayor oferta de crédito. Adicionalmente, los recientes cambios en la regulación bancaria sobre el tema de provisiones y normalización de cartera¹¹ que evitan la reducción automática de la calificación de un crédito cuando éste es refinanciado y que permite que los clientes mejoren su calificación en el Centro de Información Financiera (CIFIN) cuando siendo no reincidentes logran poner al día su crédito, contribuirán a incrementar el flujo de préstamos, y evitarán hacer provisiones que no sean estrictamente necesarias. Finalmente, la eliminación del impuesto del dos por mil sobre el mercado interbancario está contenida en la Ley del Plan de Desarrollo aprobada por el Congreso.

D. Políticas para el fortalecimiento del sistema financiero

Desde finales de 1997, el sistema financiero ha mostrado una fuerte tendencia al deterioro. Ante esta circunstancia las autoridades han actuado atacando simultáneamente los problemas de solvencia y liquidez de los intermediarios financieros.

Los mecanismos orientados a fortalecer el sistema financiero tienen como principal fin asegurar el normal funcionamiento del sistema de pagos y sobre todo proteger los depósitos de los ahorradores. Para estos propósitos existe una clara división de funciones entre el Gobierno y el Banco de la República. De una parte, el Banco es el prestamista de última instancia, lo que significa que atiende los problemas temporales de liquidez del sistema financiero, causados principalmente por caídas de depósitos y garantiza el funcionamiento del sistema de pagos. Por mandato constitucional, el Banco de la República no puede financiar entidades con problemas estructurales de solvencia. El Gobierno, por su parte, se encarga de remediar estos problemas a través del FOGAFIN y ejerce la supervisión del sistema a través de la Superintendencia Bancaria que, en ejercicio de las funciones a su cargo, ha dictado las normas para la capitalización y constitución de provisiones que deben efectuar las entidades financieras.

1. Apoyos de liquidez

En cuanto a los apoyos de liquidez al sistema financiero, el Banco de la República ha creado recientemente tres nuevos mecanismos: i) el encaminado a facilitar el cumplimiento de los requisitos de encaje; ii) el

destinado a entidades especializadas en cartera hipotecaria de largo plazo y iii) aquel cuyo propósito es fortalecer el sistema de pagos. Además de ello, se han flexibilizado los mecanismos de apoyo de liquidez ordinario y especial, existentes de tiempo atrás.

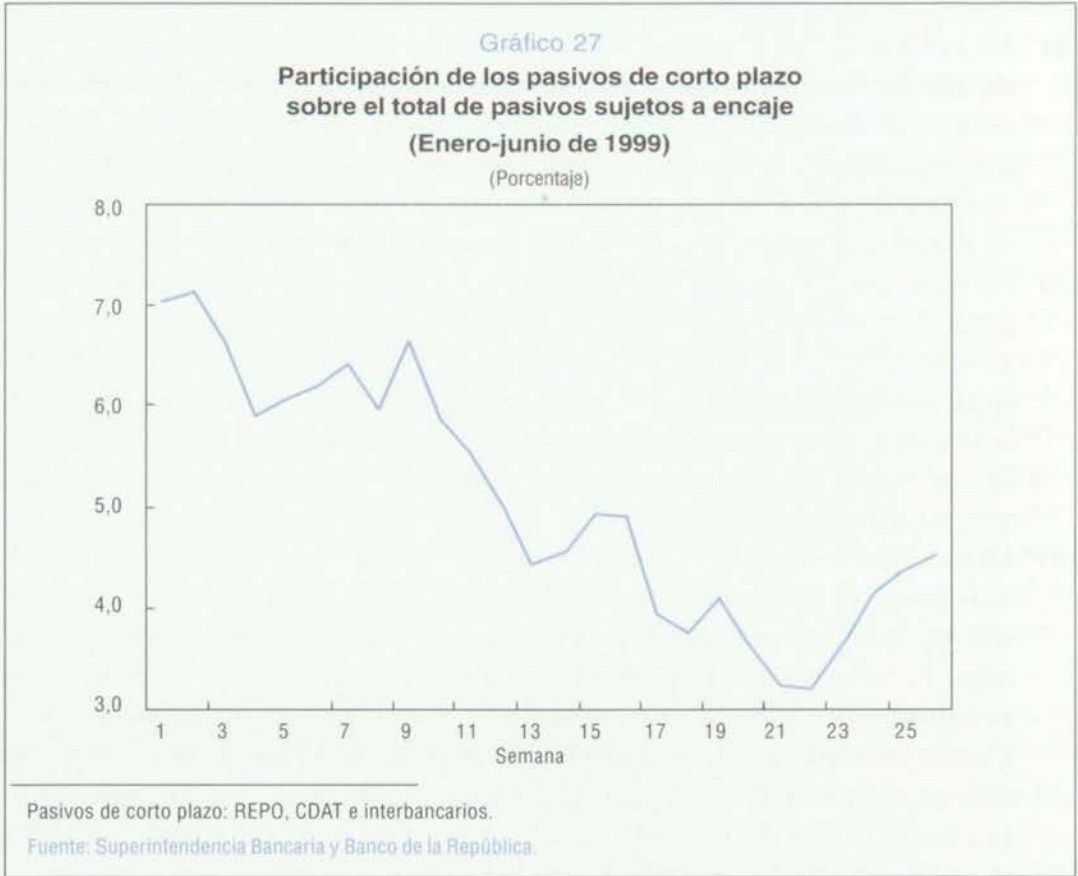
El acceso a la liquidez para cubrir las necesidades de encaje tiene un plazo de 7 y 14 días, se garantiza con pagarés de cartera y tiene una tasa de interés que se determina por subasta, según se explicó en sección anterior. El destinado a entidades especializadas en cartera hipotecaria de largo plazo tiene un plazo de hasta 180 días y una tasa de interés atada a la corrección monetaria. El último de estos nuevos mecanismos de apoyo a la liquidez opera para aquellas entidades que vean afectadas sus disponibilidades líquidas como consecuencia del incumplimiento de obligaciones a su favor por parte de otras entidades financieras que hayan incurrido en cesación de pagos.

En cuanto a la flexibilización de los mecanismos para provisión de liquidez existentes de tiempo atrás, la mayoría de los cambios se han realizado sobre el procedimiento de acceso al cupo ordinario, dentro de los cuales vale la pena destacar los siguientes:

- 1) En relación con el plazo, tradicionalmente el apoyo ordinario puede ser utilizado por períodos de hasta 30 días improrrogables para una utilización máxima de 90 días dentro de un año calendario; sin embargo, recientemente se autorizó que en aquellos casos en que la garantía sea títulos valores provenientes de cartera titularizada el plazo del apoyo puede llegar hasta 90 días continuos.
- 2) Se modificó el monto de los depósitos que se toma como referencia para determinar el faltante de liquidez. Ahora éste corresponde al promedio de los tres días de mayores depósitos en los últimos 15 días anteriores al apoyo, mientras que anteriormente el valor de referencia era el promedio de los últimos quince días. Este cambio les permite a los intermediarios financieros tener acceso a un mayor volumen de recursos.
- 3) Otro cambio que ha vuelto el acceso al cupo ordinario más automático es el relacionado con el día en que se recibe la solicitud y el día en que se desembolsan los recursos. Hasta comienzos de este año, la solicitud tenía que ser presentada antes de conocerse el resultado final de la compensación en el Banco de la República. Con la modificación introducida se puede presentar la solicitud una vez se conozca el resultado del canje. Finalmente, se permite que la certificación de la caída de los depósitos se pueda realizar hasta dos días después de radicada la solicitud.

Las medidas anteriores, conjuntamente con la disposición y la posibilidad del Banco de la República de suministrar liquidez de acuerdo con la demanda estimada mediante el corredor de base monetaria, facilitaron la fuerte reducción en la tasa de interés del mercado interbancario y en el DTF que, como se reseñó anteriormente, se presentó durante el primer semestre de 1999.

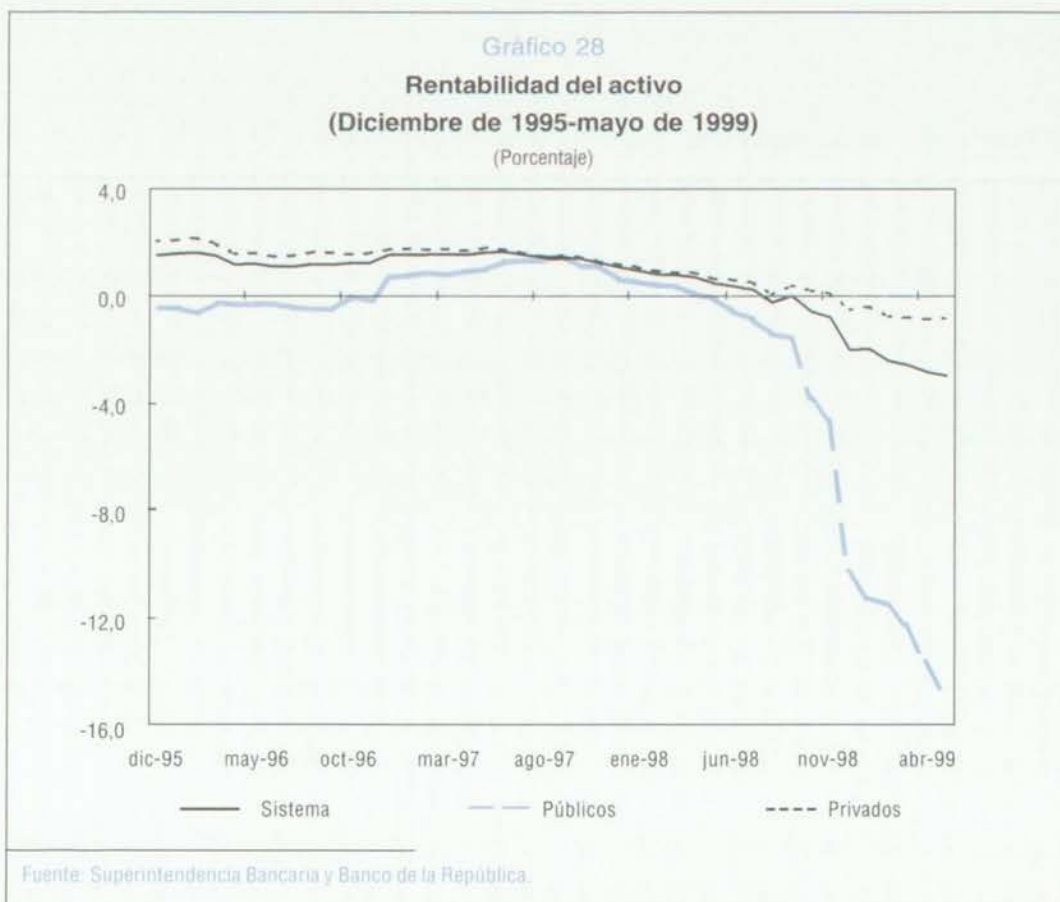
El incremento en la liquidez del sistema financiero y la mayor tranquilidad cambiaria durante los primeros meses del año también se reflejan en un aumento en la participación de los pasivos más estables y de largo plazo de las entidades financieras dentro de los Pasivos Sujetos a Encaje (PSE). Correlativamente, los pasivos de corto plazo (REPO, interbancarios y CDAT) disminuyeron su participación dentro de los pasivos totales al pasar de un nivel cercano del 7% de los PSE en diciembre de 1998 a 4,5% de estos últimos en junio de 1999, como se ilustra en el Gráfico 27. Si bien la concentración del ahorro financiero en plazos muy cortos continúa siendo muy elevada respecto a lo que sería deseable en el mediano y largo plazo, las condiciones para un gradual incremento del plazo promedio de captación del sistema son mucho más favorables ahora que en 1998.



Adicionalmente, la mayor liquidez suministrada por vía general al mercado ha disminuido la demanda de establecimientos individuales por recursos a través de las ventanillas ordinaria y especial del Banco de la República durante 1999. Mientras que durante el segundo semestre de 1998 el promedio de esta utilización alcanzó \$300 mm y el saldo máximo se situó en \$1,06 billones¹², para lo corrido de este año el promedio tan solo ha alcanzado \$95 mm y el saldo máximo registrado es de \$409 mm¹³, lo cual evidencia menores problemas de liquidez en entidades particulares del sistema financiero.

2. Políticas para recuperar la solvencia del sistema

A pesar de la mayor liquidez que caracterizó el entorno monetario, el comportamiento del sector financiero no fue satisfactorio durante el primer semestre de 1999. Esto se refleja en la apreciable caída de la rentabilidad del activo del sistema, la cual alcanzó niveles cercanos a -3% para mayo de 1999 (Gráfico 28). Este fenómeno ha sido particularmente agudo en el caso de los intermediarios públicos, los cuales muestran una



rentabilidad de su activo de -15%, mientras que los intermediarios privados obtuvieron, para la misma fecha, una rentabilidad del activo de -1%. Esta rentabilidad comenzó a caer desde mediados de 1997, alcanzando un nivel de cero al finalizar el primer semestre de 1998, y luego descendió hasta los niveles antes mencionados. Como consecuencia de lo anterior, la solvencia del sistema financiero ha caído sustancialmente.

En concordancia con sus responsabilidades, el FOGAFIN diseñó las estrategias de fortalecimiento patrimonial de las entidades financieras y de apoyo a los deudores del sistema financiero, las cuales se describen en esta sección. Vale la pena anotar que los recursos provenientes de la Emergencia Económica contribuirán a financiar solamente los programas del FOGAFIN relacionados con el saneamiento de entidades financieras públicas y cooperativas y con los apoyos a deudores hipotecarios. La principal fuente de financiación de la estrategia de saneamiento será la emisión de deuda interna de largo plazo a través de la colocación de bonos de FOGAFIN en el sistema financiero. El servicio de esta deuda será cubierto con recursos de vigencias presupuestales futuras, en el caso de bonos colocados en las entidades financieras públicas, y con recursos propios de los accionistas de las entidades privadas en los demás casos.

a. Línea de capitalización para la banca privada

Por medio del Decreto 836 de 1999 se autorizó a la Junta Directiva del FOGAFIN para establecer una línea de crédito destinada a otorgar préstamos a accionistas de los establecimientos de crédito con destino a su capitalización y saneamiento. Mediante Resolución 04 de 1999 del FOGAFIN se establecieron las condiciones generales de operación, donde el Fondo financia como máximo el 80% del valor total de la capitalización hasta alcanzar una relación de solvencia de 10%, después de que se hayan realizado las provisiones señaladas en la mencionada resolución¹⁴.

Para este fin se ha autorizado una emisión de bonos hasta por \$2 billones. El crédito que se concederá a los accionistas tendrá por lo general un plazo de siete años. El programa se autofinanciará en la medida en que los accionistas aporten todos los recursos de capital requeridos para cubrir el servicio de la deuda contraída con FOGAFIN¹⁵.

Recientemente se ha determinado que de los recursos totales de capitalización que deben aportar los accionistas, 20% de la capitalización total,

la mitad se podrá hacer con otro préstamo, a seis meses, otorgado por el FOGAFIN. Para tener acceso a este crédito los accionistas deben allegar garantías suficientes y prueba de su capacidad de pago. El resto de recursos debe ser aportado en un plazo máximo de 12 meses, de acuerdo con disposiciones de la Superintendencia Bancaria.

b. Línea de capitalización para la banca pública

Para efectos de la capitalización de las entidades financieras públicas, el FOGAFIN emitirá y colocará bonos por la suma de \$3 billones. En este caso, el servicio de la deuda proveniente de los títulos estará a cargo del presupuesto. La operación comprometerá recursos a través del mecanismo de vigencias futuras de los presupuestos de los próximos 10 años.

Con excepción de los casos del Banco Agrario¹⁶ y de UCONAL, la metodología utilizada por el FOGAFIN para encontrar el monto de capitalización que requieren las demás entidades financieras públicas es la misma que la utilizada para el saneamiento de las entidades financieras privadas. Así, el FOGAFIN efectuaría la capitalización directamente colocando los bonos referidos a las entidades capitalizadas, recibiendo a cambio acciones y convirtiéndose así en uno de sus principales accionistas.

El monto de recursos que se ha estimado necesario para la capitalización de las entidades financieras del sector público se estima en unos \$5,3 billones, incluyendo el costo de la liquidación de la Caja Agraria, que será asumido directamente por el presupuesto nacional¹⁷.

c. Apoyo a deudores y la adquisición de bienes en dación de pago

El Gobierno Nacional ha diseñado un programa de apoyo a deudores que permite aliviar la carga de las deudas hipotecarias de los poseedores de vivienda, buscando por esta vía mejorar también la calidad de los activos del sistema financiero. Como complemento a lo anterior, la Emergencia Económica creó un esquema que alivia las pérdidas generadas en los establecimientos de crédito por la aceptación de los bienes recibidos como pago de la deuda hipotecaria.

Alivios a deudores

A través del Decreto Legislativo 2331 de 1998 que desarrolló la Emergencia Económica y de la Resolución 3 de 1999 de FOGAFIN, se facultó

al Fondo para refinanciar en condiciones más favorables parte de las obligaciones de los deudores hipotecarios, siempre y cuando éstas no superaran los 5.000 UPAC a mediados de noviembre de 1998.

Para aquellos deudores al día en sus pagos y cuya deuda se hubiese incrementado en por lo menos 20% en el último año, se creó un mecanismo para sustituir una porción de la deuda original, por un crédito blando con el FOGAFIN. Para la vivienda de interés social, el costo de este crédito para el deudor es equivalente a la corrección monetaria menos cinco puntos, en tanto que para los demás tipos de vivienda, la tasa es equivalente a la corrección monetaria. Estos apoyos alcanzan un valor aproximado de \$202 mm. Por su parte, las entidades financieras reciben títulos del FOGAFIN por el mismo monto, sustituyendo un activo hipotecario por un título más líquido.

Para los deudores que se encontraran en mora a mediados de noviembre del año pasado, el mecanismo consistió en sustituir la parte del capital en mora más los intereses por un crédito blando concedido por el FOGAFIN, con la condición de que tales deudores se pusieran al día. El valor de esta financiación se ha presupuestado en cerca de \$25 mm, de los cuales \$16 mm se entregarán directamente a las entidades financieras a través de bonos emitidos por el Fondo.

A través de los Decretos 415 y 688 de 1999 se autorizó al FOGAFIN para otorgar alivios adicionales a los deudores hipotecarios al día y en mora. Para los deudores al día se contempla la reducción automática de intereses sobre la deuda hipotecaria cuyo costo financiero sobrepase la corrección monetaria más 10 puntos durante el período comprendido entre mayo y agosto de 1999 y hacerla extensiva por cuatro meses más. Este subsidio para los deudores hipotecarios será financiado no solamente por el Fondo sino también por las entidades financieras, aunque en una menor proporción (de 3 a 1 en promedio). El FOGAFIN estimó que requeriría la suma de \$230 mm para financiar el subsidio a su cargo, de los cuales se presupuestó entregar directamente a las entidades \$110 mm en efectivo para cubrir la reducción de tasas de interés del primer período, y \$120 mm en forma de bonos para cubrir el período de septiembre a diciembre de 1999.

Para los deudores en mora a marzo 15 de 1999, se extendió el programa de créditos blandos antes señalado. La estimación de los requerimientos de recursos para financiar este tipo de alivios asciende a \$150 mm que serán entregados directamente a los establecimientos de crédito a través de bonos.

Bienes recibidos en pago

Los establecimientos de crédito están en la obligación de aceptar los bienes objeto de la garantía de los créditos hipotecarios hasta noviembre de 1999 en los casos en que el valor del crédito supere el valor del inmueble (artículo 14 del Decreto 2331 de 1998 y Sentencia de la Corte Constitucional C-136/99). Con el propósito de cubrir esa diferencia a los intermediarios financieros, se facultó a FOGAFIN para crear una línea de crédito estimada en un monto de \$220 mm que serían cancelados a través de bonos.

La atención del servicio de la deuda que se deriva de los bonos orientados a financiar tanto los deudores hipotecarios al día y en mora, como las pérdidas por la aceptación de los bienes recibidos en pago, provenirá del recaudo de los créditos otorgados por FOGAFIN a deudores e intermediarios financieros.

d. Reestructuración de créditos al sector productivo

Otro instrumento que fortalece a los intermediarios financieros y facilita la recuperación de la economía en general, es la reestructuración de créditos al sector real. Con el fin de acelerar esta reestructuración, el Gobierno Nacional ha creado una línea de crédito administrada por el IFI que supla las necesidades de liquidez de las entidades financieras que otorguen períodos de gracia para el pago de intereses o abonos de capital, o conviertan la deuda en bonos de riesgo o “cuasi-capital”, en desarrollo de acuerdos de reestructuración de deudas a cargo de empresas financiadas por el IFI. Adicionalmente, FINAGRO y BANCOLDEX están diseñando líneas similares para sus respectivos sectores. La forma adoptada para estos fines es la más saludable pues se acude a recursos de la banca pública de redescuento o a créditos externos contratados por ella, sin comprometer la política monetaria del Banco de la República al que no le está permitido, por normas constitucionales, emitir para atender demandas de crédito del sector privado.

e. Modificación de la fórmula para el cálculo de la corrección monetaria y seguro de tasa de interés

La sentencia de la Corte Constitucional que obliga a atar la corrección monetaria a la inflación y no a la tasa de interés podría dejar expuestos a los intermediarios especializados en cartera hipotecaria, a riesgos de solvencia y liquidez.

Para entender la naturaleza de este eventual problema conviene resaltar el hecho de que los ingresos de las entidades que otorgan créditos hipotecarios en UPAC, están atados a la corrección monetaria, y en consecuencia a la inflación, por la forma como se calcula aquella.

Por otra parte, dado que existe competencia por la captación de recursos del público, la remuneración de los pasivos de las entidades de crédito hipotecario se encuentra ligada a la tasa de interés. Si estos intermediarios remuneraran sus depósitos a tasas de interés inferiores a las del mercado, los ahorradores trasladarían sus fondos a otras entidades donde obtendrían mayores beneficios.

Mientras la tasa de inflación guarde una relación estrecha con la tasa de interés nominal, las entidades no tendrán mayores problemas, debido a que en esas condiciones la remuneración del pasivo se comporta de manera similar a como lo hacen los ingresos del activo, sin afectar el margen de intermediación. El problema surge cuando la tasa de interés fluctúa de manera diferente a la tasa de inflación. En el caso en que la tasa de interés se eleve, distanciándose de la inflación, los egresos de las entidades crecerán más que sus ingresos. En tal caso, se puede presentar una situación de iliquidez e insolvencia¹⁸.

Con el fin de prevenir este hecho, el Banco de la República, en lo que le compete, recientemente aprobó un apoyo de liquidez a tasas de interés atadas a la corrección monetaria y a plazos mayores a los otorgados al resto del sistema.

Igualmente, según se señaló antes, la Junta Directiva del Banco de la República autorizó a FOGAFIN la realización de una operación de cobertura de riesgo de tasas de interés. En particular, para incentivar la aprobación de nuevos créditos a constructores en lo que resta del año, FOGAFIN ofrecerá un seguro de tasas de interés para los intermediarios financieros especializados en otorgar créditos hipotecarios. De esta manera, los intermediarios podrán sustituir el flujo de ingresos atado a la inflación, generado por proyectos nuevos de construcción que empiecen antes del 31 diciembre de 1999, por uno atado a tasas de interés.

Al reducir, en el margen, el riesgo generado por el descalce entre ingresos y egresos de estas entidades, el Gobierno Nacional espera que se acelere el ritmo al cual los establecimientos mencionados otorgan créditos a los constructores hasta alcanzar niveles similares a los observados

el año anterior. Las obligaciones que surjan de esta operación serán cubiertas por el Ministerio de Hacienda, mediante compromisos de vigencias futuras con cargo al Presupuesto General de la Nación.

Debe señalarse que los esfuerzos descritos para solucionar los problemas de crédito hipotecario requieren complementarse con estrategias que permitan la captación de recursos a largo plazo, cuyo costo se encuentre también atado a la inflación¹⁹. Para este propósito, será fundamental la iniciativa de las propias entidades especializadas en crédito hipotecario, así como la utilización de las facultades que le confirió el Congreso al Gobierno Nacional en la Ley de Reforma Financiera aprobada en la pasada legislatura.

IV. LA POLÍTICA CAMBIARIA Y LA BALANZA DE PAGOS

A. Política cambiaria y tasa de cambio

Desde 1994, la política cambiaria se guía por la fijación de una banda a cuyo interior fluctúa la tasa nominal de cambio. La flotación de la tasa de cambio dentro de los límites de la banda evita la sobreacción del mercado cambiario ante presiones devaluacionistas o revaluacionistas y que ello se transmita a toda la economía. La banda posibilita que la tasa de cambio siga las tendencias impuestas por el mercado de acuerdo con la oferta y la demanda. En el pasado reciente, por ejemplo, la banda ha permitido una devaluación ordenada de la tasa de cambio. Cuando las condiciones fundamentales del sector externo se han modificado, la banda se ha desplazado, ya sea hacia abajo (1994)²⁰ o hacia arriba (1998 y 1999), con el fin de que la tasa de mercado pueda seguir fluctuando libremente dentro de los límites apropiados para esas condiciones.

Durante la primera mitad de 1998 el Banco de la República defendió la banda cambiaria mediante ventas de reservas internacionales, sin compensar totalmente la pérdida de liquidez que dichas ventas implican. Como resultado, se produjo un alza de las tasas de interés nominales y reales de la economía. La conveniencia de dicha estrategia se sustentaba en la gran aceleración del desequilibrio externo que se venía registrando a partir del segundo semestre de 1997 y que se reflejó en un déficit en cuenta corriente que pasó de US\$1,282 m en el primer trimestre de 1997 a US\$1,972 m en el primer trimestre de 1998. Se consideró, además,

que una estrategia distinta en el contexto de una economía caracterizada por serios desequilibrios fiscales, por un momento político de gran incertidumbre y por un mercado internacional de capitales golpeado por los efectos de la crisis asiática podría redundar en grandes pérdidas de reservas internacionales si la liquidez perdida con las ventas de reservas se reponía completamente, o en una sobrerreacción de la tasa de cambio si se optaba por dejarla flotar. Esto último amenazaba la solvencia de los agentes fuertemente endeudados en el exterior y a la larga comprometía la estabilidad del sistema financiero y de la economía en su conjunto.

En septiembre de 1998 se hizo evidente que el deterioro de nuestros términos de intercambio y la pérdida de dinamismo de la demanda de las exportaciones no tradicionales eran mayores a lo proyectado y que las dificultades de acceso a los mercados internacionales de capitales se habían prolongado y profundizado. Se consideró entonces que el cambio del panorama internacional reflejaba variaciones importantes en los determinantes fundamentales de la tasa de cambio real y que se hacía necesario un ajuste en la paridad central de la banda cambiaria. En este contexto, se diseñó el programa macroeconómico de 1999 que incluyó un compromiso fiscal del Gobierno y un desplazamiento de la banda cambiaria de 9%.

Entre noviembre de 1998 y abril de 1999 la tasa de cambio exhibió una tendencia decreciente dentro de la nueva banda. Esta situación permitió que el Banco emprendiera una reducción gradual de las tasas de interés, como ya se explicó. Cabe destacar que durante la crisis cambiaria en el Brasil, en enero, el mercado cambiario colombiano no sufrió alteraciones significativas. No obstante, entre abril y junio del presente año se revirtió la tendencia de la tasa de cambio, alcanzando en junio 26 el techo de la banda. Detrás de este cambio de tendencia hay una modificación sustancial de las expectativas sobre el riesgo del país como alternativa de inversión. La tendencia al aumento de las tasas de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos, la negociación del proceso de paz, la incertidumbre sobre el plan de ajuste fiscal, la situación del sistema financiero (en particular, la incertidumbre sobre el costo de su salvamento), una caída en la actividad económica mayor que la esperada y algunos conceptos de las agencias calificadoras son factores que pudieron incidir en la reversión de las expectativas en torno al país. Esto se evidencia por la elevación de los márgenes de la deuda colombiana respecto a los títulos de Tesoro de los Estados Unidos (290 puntos básicos entre abril 19 y junio 28).

A junio 26 de este año, la tasa de cambio representativa del mercado se había depreciado en 12,7% en lo corrido del año, y en 27,4% en año completo. Por su parte, la tasa de cambio real (ITCR1), a fin de junio, mostraba una depreciación del 2,7% en lo corrido del año y 16,6% en los últimos 12 meses (Gráfico 6).

En junio de este año, el Gobierno y la Junta Directiva del Banco de la República acordaron adelantar la adopción y el anuncio del programa macroeconómico 1999-2000. La anticipación del programa macroeconómico tuvo como fin coordinar la elaboración del presupuesto general de la Nación para el año 2000, guiar las expectativas en la formación de precios de la economía y mostrar a los agentes nacionales e internacionales las reglas de juego del 2000.

Como consecuencia de la definición del nuevo programa macroeconómico, los parámetros de la banda cambiaria fueron modificados (Gráfico 29). En primer lugar, el punto medio de la banda se devaluó en 9%, lo cual permite a la tasa de cambio fluctuar alrededor de un nivel mayor, de forma coherente con los planes de ajuste del gasto público a corto y mediano plazo. En segundo lugar, se amplió el ancho de la banda de 7 a 10 puntos porcentuales por encima y por debajo del nuevo punto medio con el fin de darle mayor flexibilidad al régimen cambiario. Esta mayor flexibilidad permite que la tasa de cambio responda con más facilidad a los diversos factores que la determinan. También reduce la necesidad de intervención del Banco de la República y, por lo tanto, aumenta la autonomía de la política monetaria al elevar el control sobre la base monetaria, el cual se ve afectado cuando el Banco debe vender o comprar reservas internacionales.

En tercer lugar, la pendiente de la banda se cambió del 13% al 10% anual, lo cual refleja la nueva meta para la inflación. Para el año 2000, la meta de inflación interna y la pendiente de la banda (10% en ambos casos), permitirían una devaluación real del peso, lo cual es coherente con el programa macroeconómico general.

Con los nuevos parámetros de la banda cambiaria y teniendo en cuenta el valor de la tasa de cambio del primero de enero de este año, la devaluación máxima en el techo de la nueva banda en 1999 sería del 32,7%, en el centro sería de 20,6% y en el piso de 8,6%.

Gráfico 29
Tasa de cambio y banda cambiaria
(31 de diciembre de 1998-23 de julio de 1999)
 (Pesos por dólar)



Fuente: Superintendencia Bancaria y Banco de la República.

B. La balanza de pagos durante el primer trimestre de 1999

Los datos preliminares de la balanza de pagos del primer trimestre del año indican que el déficit de la cuenta corriente ascendió a US\$694 m (2,8% del PIB) y que la cuenta financiera y de capitales presentó un superávit de US\$733 m (Cuadro 3). Estas cifras muestran un importante ajuste en las cuentas externas del país, ya que el déficit de la cuenta corriente durante el primer trimestre de 1998 ascendió a US\$2,055 m (7,7% del PIB)²¹.

1. Cuenta corriente

El déficit de la cuenta corriente se explica por un superávit en la cuenta de bienes²² de US\$138 m, resultado de exportaciones por US\$2,538 m e importaciones por US\$2,400 m, y un déficit en los rubros de servicios no factoriales y factoriales de US\$308 m y US\$725 m, respectivamente²³. El rubro de transferencias registró un ingreso neto por US\$202 m.

Cuadro 3
Balanza de pagos de Colombia - Trimestral (p)
(Millones de dólares)

	1998				1999
	I Trim.	II Trim.	III Trim.	IV Trim.	I Trim.
I. CUENTA CORRIENTE	(2,055)	(1,687)	(1,476)	(691)	(694)
Ingresos	3,571	3,867	3,762	3,834	3,383
Egresos	5,625	5,554	5,238	4,525	4,077
A. Bienes y servicios no factoriales	(1,435)	(1,126)	(1,083)	(394)	(170)
Ingresos	3,185	3,502	3,367	3,424	2,956
Egresos	4,620	4,628	4,450	3,818	3,126
1. Bienes	(1,074)	(750)	(738)	(84)	138
Ingresos	2,720	3,028	2,789	2,826	2,538
Egresos	3,795	3,778	3,527	2,909	2,400
2. Servicios no factoriales	(361)	(376)	(345)	(311)	(308)
Ingresos	464	474	578	598	418
Egresos	825	851	923	909	726
B. Renta de los factores	(727)	(651)	(526)	(446)	(725)
Ingresos	235	227	227	220	198
Egresos	962	878	753	666	923
C. Transferencias	108	90	133	149	202
Ingresos	151	138	168	190	229
Egresos	43	48	35	41	27
II. CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA	1,539	598	1,157	1,450	733
A. Cuenta financiera	1,539	598	1,157	1,450	733
1. Flujos financieros de largo plazo	1,274	1,256	1,046	1,019	1,072
a. Activos	192	4	284	64	21
i. Inversión colombiana en el exterior	192	(1)	274	64	21
Directa	192	(1)	274	64	21
De cartera	-	-	-	-	-
ii. Préstamos	-	5	10	-	-
iii. Crédito comercial	-	-	-	-	-
iv. Otros activos	-	-	-	-	-
b. Pasivos	1,466	1,261	1,344	1,083	1,093
i. Inversión extranjera en Colombia	1,137	932	1,304	833	815
Directa	807	440	896	894	458
De cartera	329	493	408	(61)	357
ii. Préstamos	80	312	(7)	266	187
iii. Crédito comercial	41	(22)	32	(104)	33
iv. Arrendamiento financiero	208	38	15	87	58
v. Otros pasivos	-	-	-	-	-
c. Otros mov. financieros de largo plazo	-	(1)	(14)	-	-
2. Flujos financieros de corto plazo	265	(658)	111	430	(339)
a. Activos	(368)	991	(438)	(722)	313
i. Inversión de cartera	(468)	505	(146)	(692)	394
ii. Crédito comercial	88	58	(186)	20	123
iii. Préstamos	91	249	(193)	(9)	(30)
iv. Otros activos	(79)	179	87	(41)	(174)
b. Pasivos	(104)	333	(327)	(292)	(26)
i. Inversión de cartera	93	(74)	(230)	(55)	(15)
ii. Crédito comercial	(8)	22	(29)	(10)	131
iii. Préstamos	(186)	384	(68)	(227)	(142)
iv. Otros pasivos	(2)	(0)	(1)	-	(0)
B. Flujos especiales de capital	-	-	-	-	-
III. ERRORES Y OMISIONES NETOS	64	716	(184)	(807)	135
IV. VARIACIÓN RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS	(452)	(374)	(503)	(48)	173
V. SALDO DE RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS	9,437	9,075	8,790	8,740	8,752
VI. SALDO DE RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	9,437	9,075	8,790	8,740	8,751
VII. VARIACIÓN DE RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	(450)	(374)	(502)	(48)	176

(p) Provisional.

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

Las exportaciones totales durante el primer trimestre de 1999 descendieron 6,7% frente a igual período del año anterior. Las no tradicionales se redujeron en 5,2%. Las de café registraron una fuerte caída (31%) mientras que las de petróleo y derivados aumentaron 10,6%. Por su parte, las exportaciones de carbón, ferroníquel y oro no monetario se redujeron en 6,8%, 2,8% y 50,6%, respectivamente, y las de esmeraldas aumentaron 7,3%. Las importaciones de bienes se redujeron 36,9%, dentro de las cuales los bienes de consumo cayeron 38%, los intermedios 28,6% y los de capital 44,2%.

La información más actualizada de la cuenta corriente confirma estas tendencias para las importaciones y las exportaciones de bienes. Las primeras muestran una caída anual de 37,7% para el período enero-mayo respecto a similar período del año anterior, en tanto que las exportaciones muestran una reducción de 8,7% para el mismo período.

2. Cuenta de capital y financiera

La cuenta de capital y financiera en el primer trimestre de 1999 presentó un superávit de US\$733 m, explicado por un ingreso neto de recursos de largo plazo de US\$1,072 m, que fue parcialmente compensado por un egreso en el rubro de los flujos financieros de corto plazo de US\$339 m. Con respecto a los primeros, la inversión extranjera directa neta ascendió a US\$437 m, el endeudamiento neto del sector público a US\$674 m (US\$672 m si se tiene en cuenta el arrendamiento financiero) y el sector privado hizo pagos netos por US\$97 m (US\$37 m si se incluye el arrendamiento financiero). La cifra de endeudamiento del sector privado es el resultado de dos comportamientos diferentes entre los sectores financiero y no financiero, ya que el no financiero tuvo un endeudamiento neto de largo plazo por US\$173 m mientras que el financiero hizo pagos netos por US\$270 m. En relación con los flujos de corto plazo, la inversión de cartera registró una salida neta de recursos de US\$409 m, mientras que los flujos de corto plazo para crédito comercial, préstamos y otros alcanzaron US\$70 m.

3. Reservas internacionales

De acuerdo con los resultados anteriores, las reservas internacionales netas aumentaron US\$176 m durante el primer trimestre. Esta variación no considera los cambios de valor de las reservas internacionales originados por valoración a precios de mercado de las reservas ni el diferencial cambiario derivado de las variaciones del dólar con respecto

a otras monedas. Teniendo en cuenta estos factores, las reservas internacionales se reducen en US\$164 m a lo largo del primer trimestre. El efecto combinado del incremento de reservas debido a los movimientos de la balanza de pagos menos la pérdida mencionada implican un saldo de reservas internacionales a marzo de US\$8,751 m. Hasta la tercera semana de junio, las reservas fluctuaron alrededor de este saldo. Al final del mes, como resultado de las ventas de divisas en los días anteriores a la modificación de la banda cambiaria, se habían reducido a US\$8,392 m.

V. RESULTADOS DE LA INFLACIÓN Y TENDENCIAS BÁSICAS

A. Índice de precios al consumidor

La inflación, medida por el IPC, ha exhibido una tendencia descendente desde mediados de 1998, con una caída más pronunciada a partir de febrero de 1999. Este comportamiento condujo a que la inflación se situara por debajo de 10% a partir de mayo de 1999. Al finalizar el primer semestre, la inflación anual cerró en 9%. Este nivel es el menor para cualquier mes desde febrero de 1971, siendo muy inferior a la meta establecida por la Junta Directiva del Banco de la República para 1999 (15%) y al nivel de la inflación registrado en diciembre de 1998 (16,7%) (Gráfico 11 y Cuadro 4). En lo corrido del año los precios al consumidor alcanzaron un crecimiento de 6,5%, menos de la mitad del registro alcanzado en igual período de 1998 (14,1%).

En los últimos 12 meses, el desempeño por grupos de bienes y servicios muestra que el descenso ha sido liderado por grupos como alimentos (0,3%) y vestuario (5,3%), con crecimientos de precios muy inferiores al promedio, así como por la educación (10,5%) y vivienda (11,4%), con crecimientos cercanos al promedio. De otra parte, por encima de la inflación observada se situaron los grupos gastos varios (20,9%), transporte (16,8%) y salud (16,0%).

La caída de la inflación en lo corrido de 1999 se explica en gran parte por la caída de la demanda y por el sobreabastecimiento de alimentos surgido del régimen de lluvias favorable iniciado a fines de 1998 y de la respuesta de los agricultores ante los altos precios observados en la primera mitad de 1998. Otro factor que ha contribuido a reducir la inflación ha sido la caída generalizada de los precios internacionales de los

Cuadro 4
Índice de precios al consumidor
(Variaciones porcentuales a junio)

	Mensual			Corrida			Anual		
	1997	1998	1999	1997	1998	1999	1997	1998	1999
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/	0,3	0,5	0,1	19,7	16,0	9,3	25,6	18,9	10,6
Transporte	1,0	0,2	1,2	15,2	14,2	11,0	18,7	20,3	16,8
Otros	1,8	1,1	0,6	10,4	10,6	11,2	17,6	18,4	20,9

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.

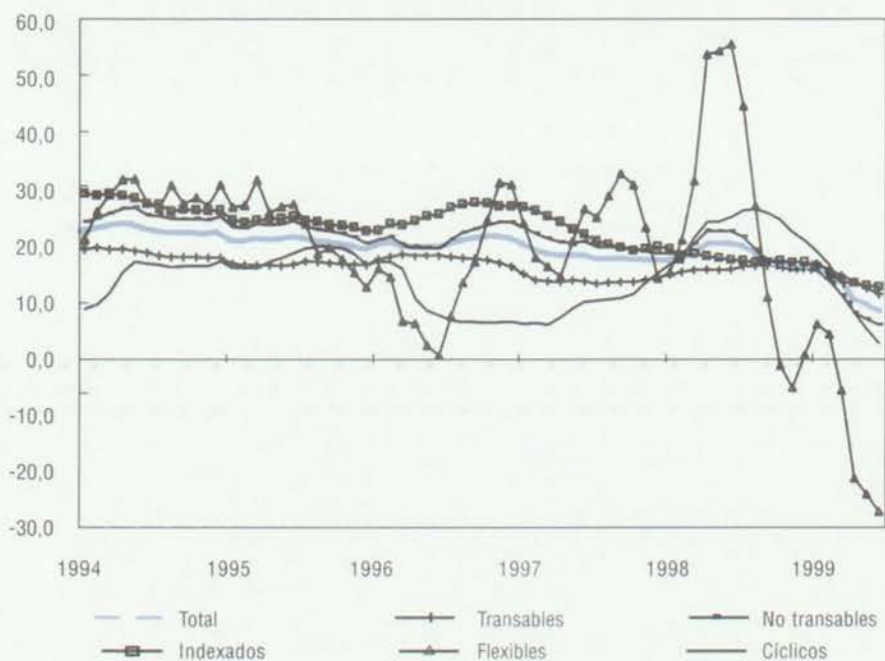
Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República, SGEE.

principales bienes básicos (bebidas, aceites, grasas, cereales, fertilizantes, metales y minerales) durante 1998 y los primeros meses de 1999.

El descenso de la inflación del primer semestre de 1999 se produjo a pesar de las presiones alcistas derivadas de la devaluación que en los últimos seis meses fue de 12,3%, la extensión del IVA a algunos productos de la canasta familiar desde enero de 1999 y el incremento en el precio de la gasolina corriente que entre enero y junio alcanzó un 27%. Además, se han registrado alzas importantes en los precios de los servicios públicos, como es el caso del teléfono residencial, gas y acueducto, rubros que registraron entre enero y junio incrementos de 18,2%, 12,4% y 10,5%, respectivamente.

El Gráfico 30 muestra la evolución anual de precios de acuerdo con una clasificación alterna que divide la canasta del IPC en bienes transables²⁴ y no transables que a su vez se separa en indexados²⁵, flexibles²⁶ y cíclicos²⁷. Se observa que todos los grupos exhiben una tendencia descendente en sus precios desde comienzos de 1999. Esta dinámica ha permitido que todos los grupos en lo corrido de 1999 contribuyan de manera importante a reducir la inflación. Los bienes flexibles (tubérculos, hortalizas y frutas) contribuyeron con un 35% de la reducción mientras que los bienes y servicios indexados fueron responsables de otro 24%. Los bienes transables y los bienes cíclicos contribuyeron con un 22% y 19% de la reducción, respectivamente.

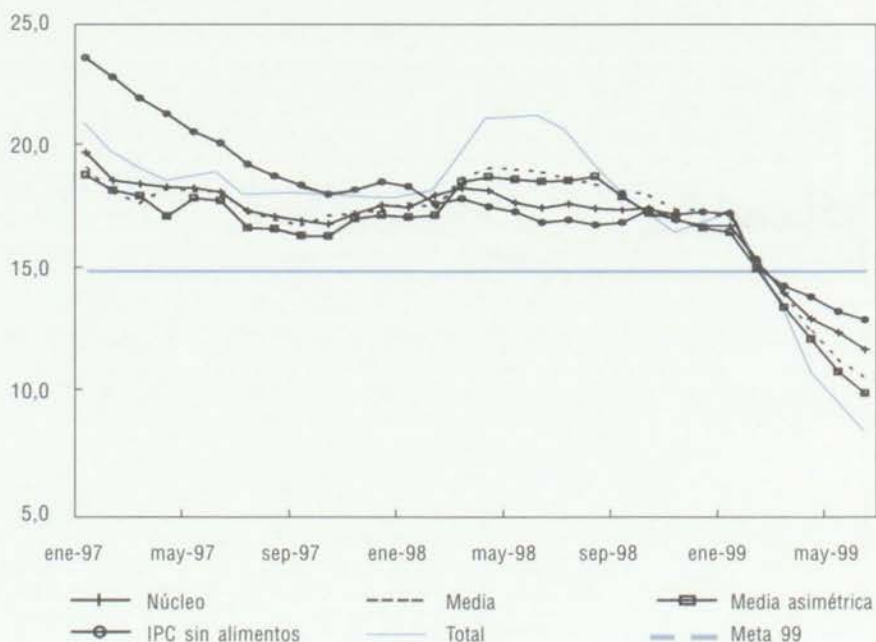
Gráfico 30
 Evolución del IPC de transables y no transables
 (Enero de 1994-junio de 1999)
 (Variación porcentual anual)



Fuente: DANE y Banco de la República.

La tendencia descendente de la inflación es confirmada por el comportamiento de todos los indicadores de inflación básica que calcula el Banco de la República (el IPC sin alimentos, el núcleo inflacionario, la media truncada y la media asimétrica, conceptos estos que se explican en el recuadro “Medidas de Inflación Básica”). Estos indicadores son mejores aproximaciones al verdadero comportamiento de la inflación de demanda que la inflación estimada con el IPC. A lo largo de 1999, todos los indicadores de inflación básica vienen mostrando una tendencia descendente pronunciada, así como niveles de crecimiento de precios menores que los observados en diciembre de 1998 (Cuadro 5 y Gráfico 31). Aún así, todos los indicadores de inflación básica registran tasas de crecimiento superiores a la inflación medida a través del IPC, debido al fuerte descenso en el ritmo de crecimiento de los precios de alimentos, ya que todos estos indicadores suelen excluir del cálculo a los bienes con los precios más volátiles.

Gráfico 31
Evolución de los indicadores de inflación básica
(Enero de 1997 - junio de 1999)
 (Variación porcentual anual)



Fuente: DANE y Banco de la República.

Cuadro 5
Inflación básica

(Variaciones porcentuales a junio)

	Mensual			Corrida			Anual		
	1997	1998	1999	1997	1998	1999	1997	1998	1999
INFLACIÓN BÁSICA 1/	1,1	0,9	0,6	12,3	10,8	7,0	18,2	17,7	11,5
IPC sin alimentos 2/	1,1	0,9	0,6	12,3	10,8	7,0	19,7	16,7	13,0
Núcleo 3/							17,8	17,3	11,9
Media troncada 4/							17,8	18,6	10,9
Media asimétrica 5/							17,5	18,3	10,3

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

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

3/ 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.

4/ Corresponde a la media ponderada troncada al 5% en cada cola.

5/ Corresponde a la media asimétrica troncada al 15% en la cola izquierda y 13% en la cola derecha.

Fuente: DANE. Cálculos del 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.
- *Insegamiento*: Si un indicador de inflación básica excluye correctamente choques transitorios de oferta, su serie debe mostrarse como insegada 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 items 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 items, la media truncada actualiza mensualmente los items 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.

B. Índice de precios del productor

El descenso pronunciado en la inflación en lo que va corrido de 1999 es confirmado por los resultados del índice de precios del productor, el cual presentó un crecimiento de 6,1% en los últimos doce meses, siendo el menor registro para cualquier mes desde 1970. Este crecimiento es sustancialmente inferior al 13,5% experimentado en diciembre de 1998 (Gráfico 11 y Cuadro 6). En lo corrido del año la inflación del productor fue de 4,9%, inferior en 7,3 puntos a la presentada en igual período de 1998 (12,2%).

El mayor crecimiento, dentro de la clasificación por procedencia de los bienes, recayó en el grupo de importados, cuyos precios crecieron a una tasa de 11,4% durante los últimos 12 meses. Por su parte, los bienes producidos y consumidos acusaron un crecimiento de 5,4%. En la clasificación CIU, la minería, con una variación año completo de 27,1%, es el grupo con más alto crecimiento. Aquí se destaca el

Cuadro 6
Índice de precios del productor
 (Variaciones porcentuales a junio)

	Mensual			Corrida			Anual		
	1997	1998	1999	1997	1998	1999	1997	1998	1999
IPP	2,1	0,8	0,6	12,2	12,2	4,9	17,1	17,6	6,1
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
Según origen industrial									
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

Fuente: Banco de la República, SGEE.

repunte en el precio del petróleo (63,4%). Por su parte, la industria presentó una variación anual de precios de 10,6%. Finalmente, la agricultura, silvicultura y pesca registró un crecimiento negativo de precios del productor de 6,0%.

C. Perspectivas

Debido a los bajos precios de los alimentos registrados hasta junio de 1999, se espera un repunte de los mismos en el segundo semestre del año. Sin embargo, las estimaciones del Banco de la República sugieren que este repunte debe ejercer un efecto moderado sobre la inflación. De acuerdo con diferentes escenarios del comportamiento de los precios de los alimentos en lo que queda del año, las proyecciones señalan que la inflación medida por el IPC al final de 1999 probablemente no superará 12%, en particular si los precios relativos de los alimentos siguen una trayectoria similar al promedio de los años posteriores a aquellos en que se ha presentado el fenómeno de El Niño. Estas proyecciones parecen compatibles con los pronósticos de los modelos estructurales que utiliza el Banco de la República, lo cual se documenta en el Informe sobre Inflación de junio de 1999.

La notoria reducción de la tasa de inflación, después de situarse en niveles cercanos o superiores al 20% durante cerca de tres décadas, tiene grandes beneficios económicos y sociales. Diversos estudios internacionales han demostrado la relación inversa que existe entre inflación y crecimiento a largo plazo, a pesar de que en algunos casos la relación de corto plazo entre dichas variables pueda ser positiva. En el

INFLACIÓN Y CRECIMIENTO ECONÓMICO: LA CURVA DE PHILLIPS

La posibilidad de influir el crecimiento económico y el nivel de empleo mediante el uso de variables monetarias ha sido un tema recurrente de la política económica. Este tema ha sido tratado por la literatura económica a través de un instrumento analítico de amplia divulgación en el medio académico conocido como la Curva de Phillips.

La Curva de Phillips, nombrada así en honor del economista A. W. Phillips, intenta presentar la relación que existe entre alguna medida de actividad real -desempleo, crecimiento del PIB o la brecha del PIB observado respecto al potencial- y alguna variable nominal -inflación, salarios nominales o saldos monetarios-.

En sus comienzos, la idea básica era que un incremento de la inflación (o de alguna de las otras variables monetarias mencionadas) tiende a estar acompañada de una aceleración del crecimiento económico y una reducción en los niveles de desempleo. Si se acepta esta idea la Curva de Phillips debería exhibir pendiente positiva cuando en el eje horizontal se utiliza como variable real el crecimiento y mostraría pendiente negativa si se utiliza la tasa de desempleo.

Sin embargo, los acontecimientos económicos durante la década de los setenta hicieron cuestionar la idea comúnmente aceptada hasta entonces entre variables monetarias y reales y condujeron a una revisión de la Curva de Phillips en su versión original. Durante estos años las autoridades económicas de países desarrollados y en vías de desarrollo intentaron usar, con poco éxito, instrumentos monetarios para lograr mayores tasas de crecimiento. El resultado fue mayor inflación pero con menor crecimiento, contradiciendo las predicciones de la Curva de Phillips.

Ofreciendo una respuesta a esta paradoja, Robert Lucas¹, demostró que la relación positiva sí existe, pero sólo entre el crecimiento y la inflación *no esperada* o sorpresa inflacionaria y no entre el primero y la inflación observada como la versión sencilla de la Curva de Phillips sugería. Así, si una expansión monetaria es anticipada por los agentes, ésta no tendrá efectos sobre el crecimiento y el desempleo y tan solo se traducirá en una mayor inflación. De esta manera, un mismo nivel de crecimiento (o de desempleo) puede ser compatible con muy diversas tasas de inflación.

En la medida en que la autoridad monetaria no puede sorprender permanentemente a los agentes económicos, por cuanto estos aprenden de esta estrategia, la relación entre crecimiento e inflación tiende a desvanecerse en el mediano y largo plazo. En el corto plazo, sin embargo, la política monetaria puede tener alguna incidencia en el crecimiento por cuanto los agentes no alcanzan, en cortos lapsos de tiempo, a interiorizar las estrategias de las autoridades.

Para Colombia, la evidencia estadística sugiere que podría existir alguna relación positiva entre inflación y crecimiento en el corto plazo², pero esta no se detecta para horizontes de más de un año. En el gráfico anexo se aprecia cómo, para los promedios quinquenales de inflación y crecimiento, niveles de inflación que varían ampliamente entre el 5% y el 30% han estado acompañados de tasas de crecimiento reales muy similares y cercanas al 5%.

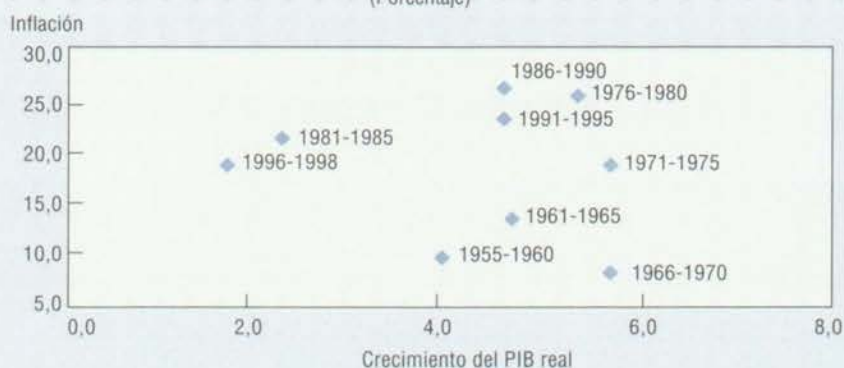
Inclusive, diversos estudios internacionales muestran que la relación de largo plazo entre crecimiento e inflación es negativa. Esto por cuanto tasas altas de inflación, además de generar incertidumbre y desestimular la inversión, tienden a entorpecer el papel del sistema de precios como asignador de recursos en una economía de mercado.

Para el caso colombiano, Uribe³ ha estimado que un incremento adicional de la tasa de inflación de 10 puntos porcentuales para un año disminuye el crecimiento anual del PIB en 0,5 puntos porcentuales. Así mismo, Gómez⁴ encontró que una reducción permanente en la inflación en 10 puntos porcentuales podría generar ganancias en bienestar para Colombia equivalentes a un salario mínimo por trabajador a perpetuidad. Partow y Yuravlivker⁵ estiman este beneficio ente 9% y 14% del PIB.

Inflación y crecimiento del PIB

Promedios quinquenales

(Porcentaje)



¹ Lucas, R. (1973) "Expectations and the Neutrality of Money", Journal of Economic Theory, Vol. 4, pp. 326-334.

² Véase Misas, Martha y López, Enrique (1999), "Un examen empírico de la Curva de Phillips en Colombia", Borradores Semanales de Economía, Banco de la República 117.

³ Uribe, José Darío (1994), "Inflación y crecimiento económico en Colombia", Borradores Semanales de Economía, Banco de la República, 1.

⁴ Gómez, Javier (1998), "El costo de la inflación" Mimeo, Banco de la República.

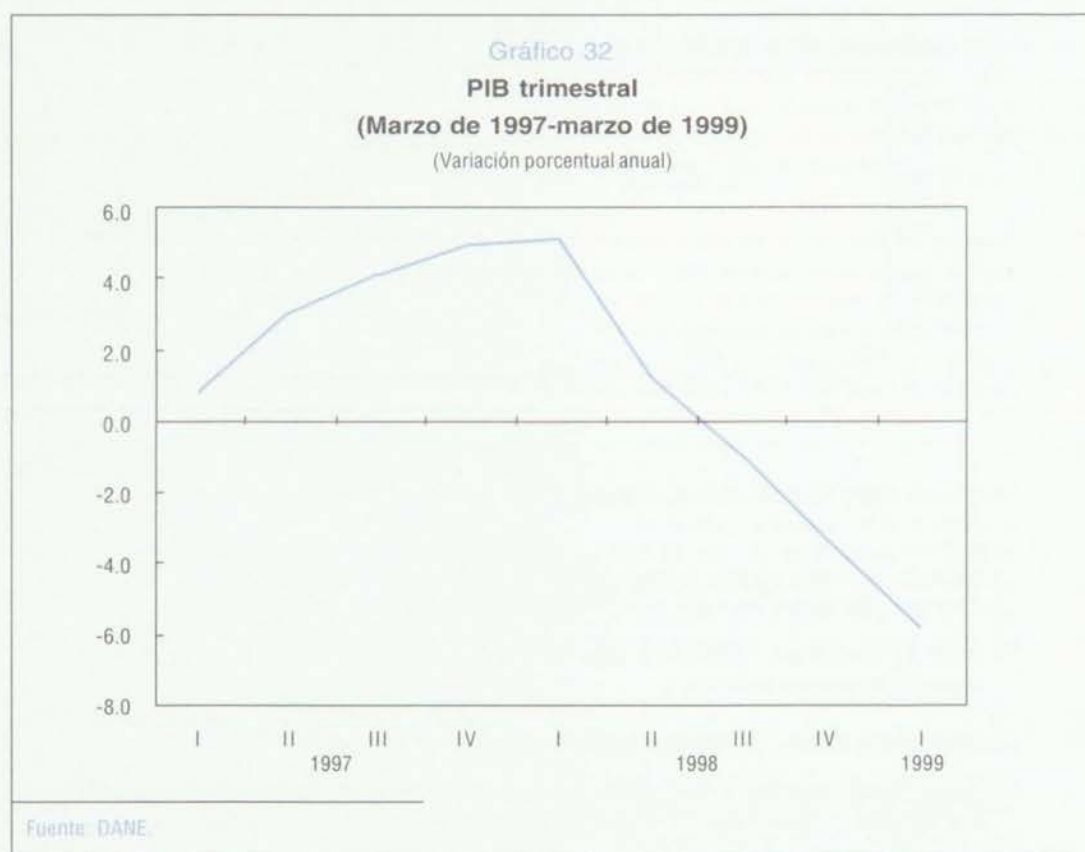
⁵ Partow, Zeinab y Yuravlivker, David F. (1998), "Intermediate Inflation in the Northern Andean Countries and the Costs of Disinflation: The International Experience", Mimeo, The World Bank.

recuadro sobre la "Curva de Phillips" se ilustra la teoría moderna y la evidencia internacional y nacional acerca de la relación entre inflación y crecimiento a corto y largo plazo. En particular, se muestra que el uso de la política monetaria para estimular la actividad económica termina teniendo efectos sólo sobre la inflación y, a la larga, produce impactos negativos permanentes sobre el crecimiento económico.

VI. ACTIVIDAD ECONÓMICA Y EMPLEO

A. Actividad económica

Durante el primer semestre de 1999 la economía colombiana continuó exhibiendo tasas de crecimiento negativas. Esta tendencia, que se inició a mediados de 1998, se acentuó durante el primer trimestre del presente año cuando la economía creció, según cifras del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), -5,8% respecto a igual período de 1998 (Gráfico 32). Con el decrecimiento observado a marzo se completan tres trimestres consecutivos de crecimientos negativos del PIB.



Si bien no existen cifras sobre el PIB para el segundo trimestre, el comportamiento de diversos indicadores líderes señala que este muy probablemente será negativo. Las cifras más recientes de demanda de energía eléctrica, un indicador que guarda estrecha relación con la actividad económica urbana, seguían mostrando crecimientos anuales del orden del -6%, similares a los que se observan desde enero. Ratificando esta tendencia, las últimas cifras disponibles para el sector industrial sin trilla

de café mostraban que, año corrido a abril, la producción real del sector había crecido -20,5% respecto a igual período de 1998. Cabe señalar, sin embargo, que la última información disponible a junio mostraba un crecimiento para el consumo de energía eléctrica de -4,4% respecto a igual mes de 1998, lo cual sugiere que a finales del segundo trimestre se detuvo la contracción del sector real urbano.

De igual manera, indicadores del consumo como las ventas efectuadas con tarjetas de crédito también mostraban un deterioro importante. El crecimiento año corrido a abril de dichas ventas fue de -7,5%, inferior al que se observó durante el primer trimestre. Otras variables importantes que desempeñan el papel de sectores líderes en el ciclo económico como son producción y venta de automóviles tampoco presentaban signos de recuperación de acuerdo con la última información estadística disponible. Es así como las ventas de vehículos para mayo no alcanzaban a ser la mitad de las ventas que se observaron en igual mes del año inmediatamente anterior.

De acuerdo con la Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo, indicadores como las existencias de productos terminados de la industria se encontraban en niveles altos en mayo después de haber crecido ininterrumpidamente durante los últimos seis meses. En abril y mayo, sin embargo, se observó una pequeña reducción de las existencias frente a los niveles observados durante los primeros tres meses del año.

En cuanto a los pedidos del sector industrial, estos se mantuvieron muy bajos en mayo pese a que en este mes no siguieron deteriorándose como lo venían haciendo en los primeros meses del año. Si bien el deterioro de estas variables no se profundizó durante el último mes para el cual se dispone de cifras, sus actuales niveles no permiten pensar que pudo observarse un quiebre importante en las tendencias de decrecimiento durante el segundo trimestre de este año.

De acuerdo con las estimaciones del Departamento Nacional de Planeación (DNP), para el primer trimestre de 1999 la recesión había alcanzado a la mayoría de las ramas de la producción. Sólo pocas ramas de actividad económica seguían presentando crecimientos positivos. Tres de ellas, minería (5,4%) y agricultura sin café (18,5%) y café (5,2%), eran actividades cuya producción está determinada en gran parte por factores de oferta y no de demanda. El buen comportamiento de la minería, por ejemplo, se explica por el incremento en la producción de petróleo y carbón. En el caso de la agricultura, el incremento de la

producción obedece, además de un incremento en el área cultivada, a las favorables condiciones climáticas propias de los períodos posteriores al Niño. Las otras ramas de actividad económica con crecimientos positivos -educación, servicios de administración pública y otros servicios de mercado- tienen alguna dependencia del gasto público.

Dentro de las ramas más afectadas se encontraban la construcción y la industria. Para el primer trimestre, las estimaciones del DNP mostraban que la actividad constructora se mantenía en una profunda recesión. Las perspectivas para el resto del año no eran alentadoras a juzgar por el comportamiento de los metros cuadrados aprobados para construcción, según las licencias expedidas entre enero y abril, los cuales habían decrecido 30% respecto a igual período de 1998.

Respecto a la industria, para abril la recesión había afectado a la totalidad de las ramas de producción. Dentro de los sectores más afectados se encontraban aquellos que producen bienes de capital (maquinaria eléctrica y no eléctrica y equipo de transporte), con crecimientos negativos año corrido del orden del 40%. Pero inclusive industrias asociadas con el consumo de bienes no duraderos como alimentos y bebidas, las cuales tradicionalmente han tenido un ciclo productivo menos pronunciado que el resto de ramas, mostraban decrecimientos anuales importantes del orden del 8% para la producción año corrido a abril.

Sin duda alguna, el impacto de la crisis internacional en una economía con los desequilibrios que exhibía Colombia se reflejó en un alza en las tasas de interés en 1998 y ello explica en parte el deterioro de la actividad económica a través de la contracción del gasto agregado durante el último año.

Como se explicó antes, durante lo corrido de 1999 las tasas de interés, tanto nominales como reales, han caído significativamente. Las menores tasas de interés son un factor que debe contribuir a la recuperación económica en el segundo semestre de 1999. Sin embargo, otros factores como el adverso entorno internacional y la contracción del crédito del sistema financiero por factores autónomos dificultan el proceso de reactivación. De hecho, la actual recesión colombiana se ha dado en momentos en que se presenta una gran inestabilidad en el escenario financiero internacional, la cual ha desencadenado, entre otros fenómenos, una profunda recesión de muchos de nuestros más importantes socios comerciales, además de una importante caída en los precios de varios de nuestros principales productos de exportación.

Respecto al desempeño de varios de nuestros mercados de exportación, vale la pena señalar que durante el primer trimestre se estima que la economía venezolana se contrajo a un ritmo superior al 9%. Crecimientos negativos de una magnitud importante también se han registrado en la mayoría de los países de la región, sobresaliendo los de Ecuador, Brasil, Argentina y Chile.

Por su parte, los precios de varios de nuestros productos de exportación, que sufrieron importantes caídas durante el año anterior, siguieron disminuyendo durante los primeros cuatro o cinco meses de 1999. Si bien durante mayo se insinuó algún repunte en algunos de ellos (níquel, por ejemplo), este repunte es mínimo y aún dista de corresponder a una verdadera recuperación de precios (Gráfico 33). La única excepción es la del precio del petróleo, el cual inició una importante recuperación desde marzo y en la actualidad se mantiene en niveles medios similares a los observados a principios de 1998.

Al deterioro del escenario internacional se ha sumado la debilidad del sistema financiero nacional, como se mencionó anteriormente, la cual se ha hecho manifiesta durante el primer semestre del año en curso. Dicha debilidad ha conducido a un incremento en las percepciones de riesgo que tienen los intermediarios financieros acerca del sector real y por ende de su actividad de intermediación, tal y como parece desprenderse de fenómenos como la actual resistencia de las tasas de interés nominal al consumo a descender a niveles equivalentes a aquellos alcanzados por el resto de tasas del sistema o al virtual cierre de muchas líneas de crédito por parte de los intermediarios financieros. Todo lo anterior indudablemente ha postergado la recuperación del consumo y de la inversión.

A esto se suma un delicado panorama político -con las negociaciones de paz como epicentro- que seguramente ha afectado el clima de confianza de consumidores e inversionistas nacionales e internacionales y que ha deteriorado las expectativas que los agentes económicos tenían sobre las posibilidades de crecimiento económico del país en el mediano plazo. No en vano un porcentaje importante de empresarios del sector industrial ve en la inseguridad el principal escollo a la inversión, según lo muestra la Encuesta de Opinión Industrial realizada por la ANDI para el mes de abril.

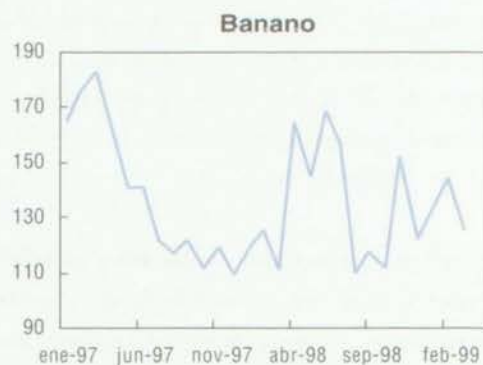
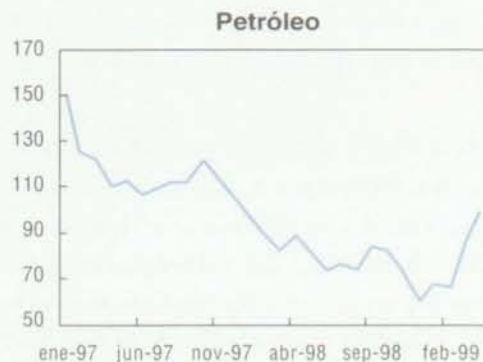
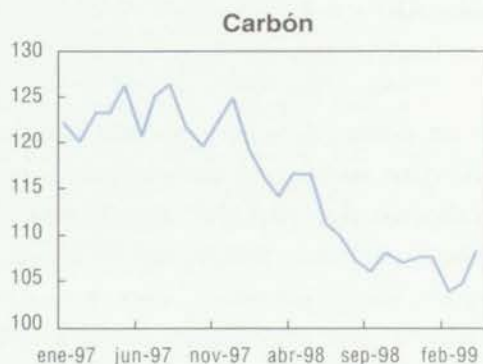
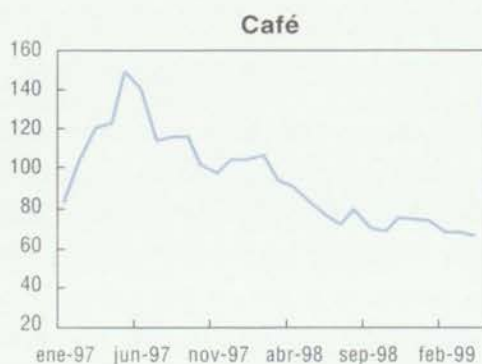
De todas formas, para los próximos meses la actividad real debe empezar a mostrar signos de recuperación. En la actualidad no sólo se han

Gráfico 33

Índices de precios de exportación

Enero de 1995 = 100

(Enero de 1997-abril de 1999)



Nota: Los índices son derivados de las cotizaciones en dólares por unidad de volumen de cada producto.

Fuente: Café (Federación Nacional de Cafeteros), carbón (DANE), ferroníquel (DANE), petróleo (Ecopetrol), azúcar y banano (FMI).

superado los problemas ocasionados por los altos costos financieros para un buen número de deudores potenciales, sino que también se vislumbra un mejoramiento en las condiciones del sector externo. Esta recuperación en el frente externo está sustentada en los aceptables

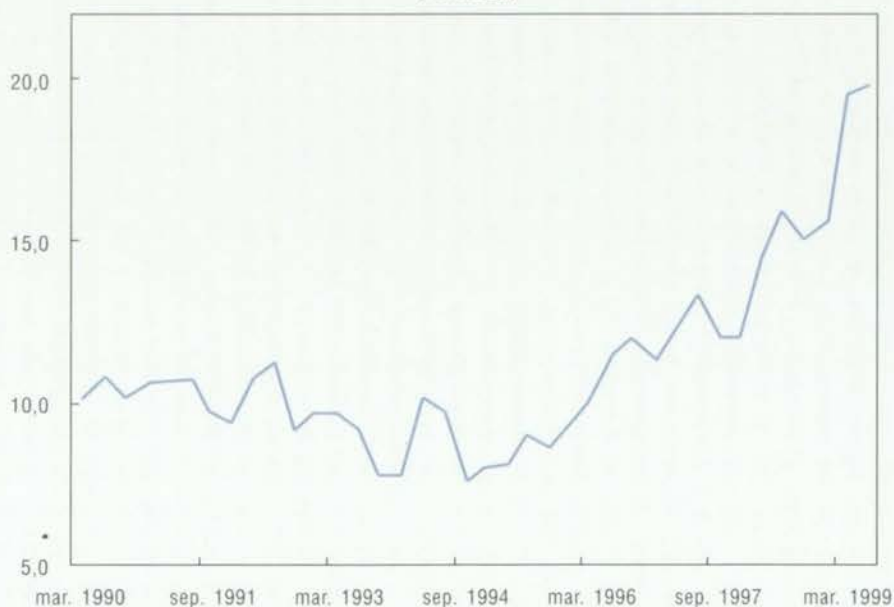
precios del petróleo, los cuales se mantendrán de conservarse la disciplina exportadora de los países de la OPEP, y en el mejoramiento de las condiciones de rentabilidad de los sectores exportadores debido a la acumulación de la devaluación real de los últimos meses.

Por último, las medidas adoptadas por el Gobierno para capitalizar al sector financiero a través del FOGAFIN deberán estimular la reactivación del crédito y permitir reducciones adicionales de las tasas de interés. La reactivación económica exige un sector financiero que esté en capacidad de canalizar recursos a costos razonables en el mediano y largo plazo.

B. Empleo y salarios

La recesión de la actividad real ha incrementado sustancialmente los niveles de desempleo durante el último año. Para junio, la tasa de desempleo de las siete principales áreas metropolitanas fue de 19,8%, 3,9 puntos porcentuales superior al registrado en igual mes del año anterior. Si bien la tendencia de crecimiento de la tasa de desempleo se observa desde 1995, en el primer semestre de 1999 se dio el repunte más alto de este indicador en los últimos años (Gráfico 34).

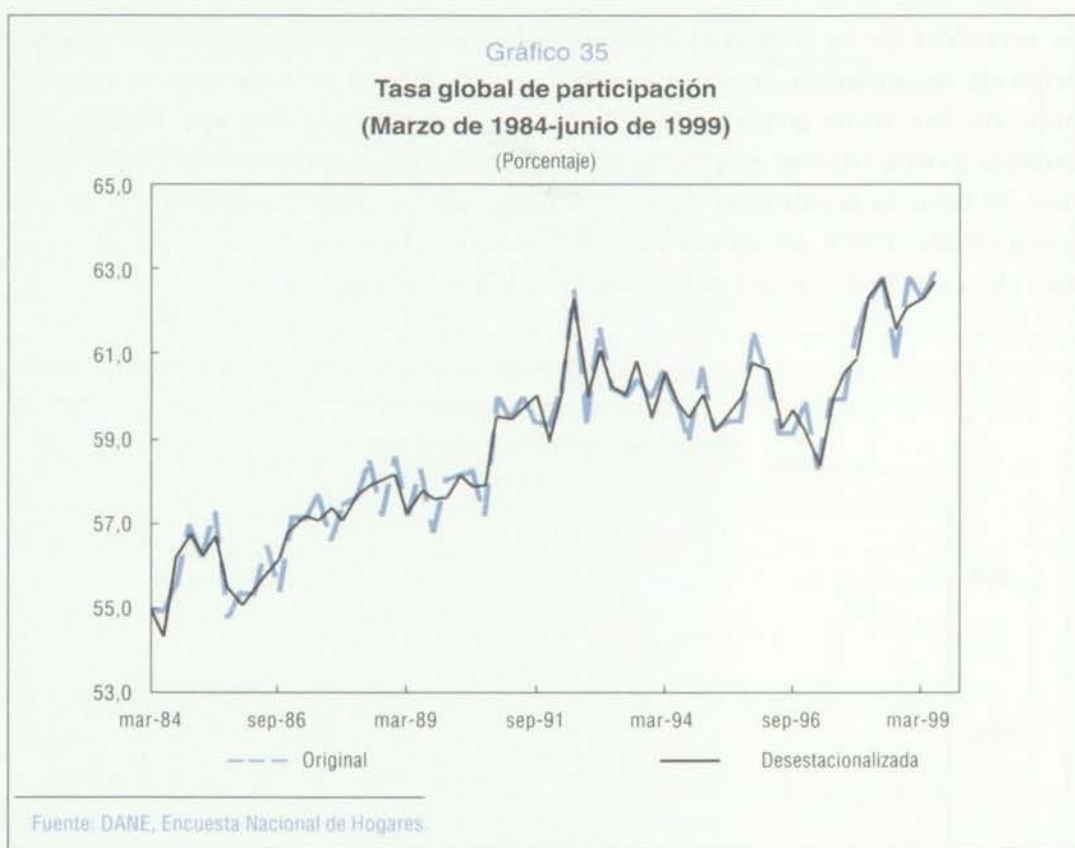
Gráfico 34
Tasa de desempleo
(Marzo de 1990-junio de 1999)
(Porcentaje)



Fuente: DANE.

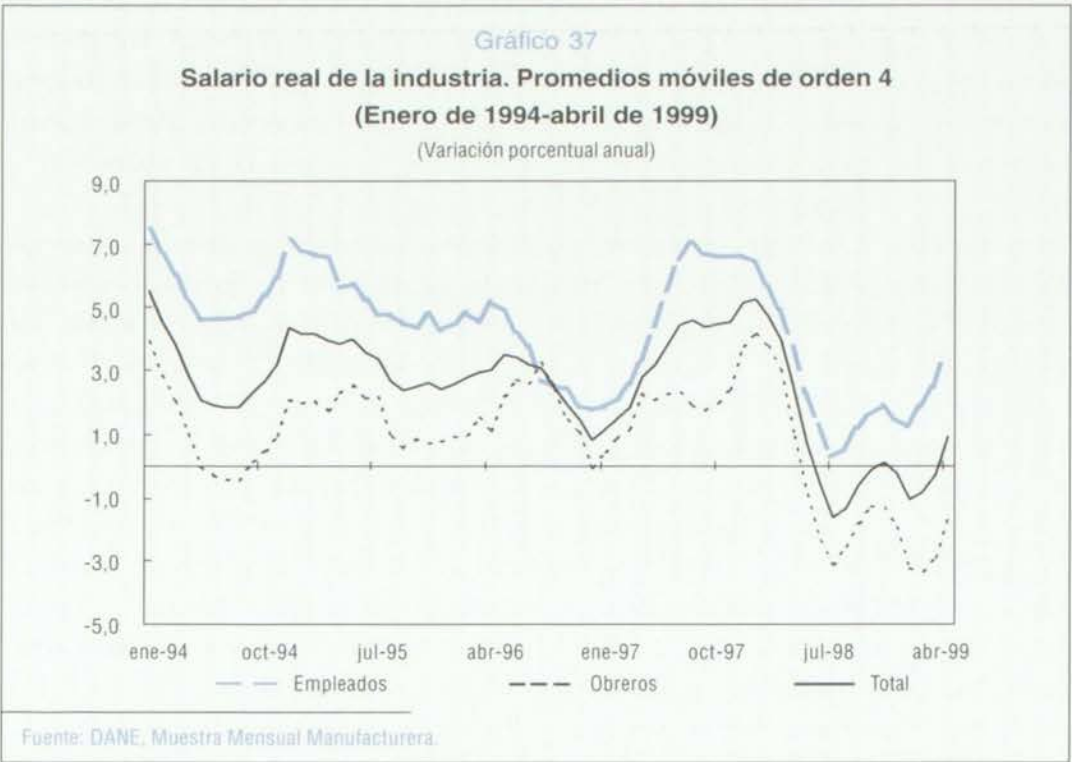
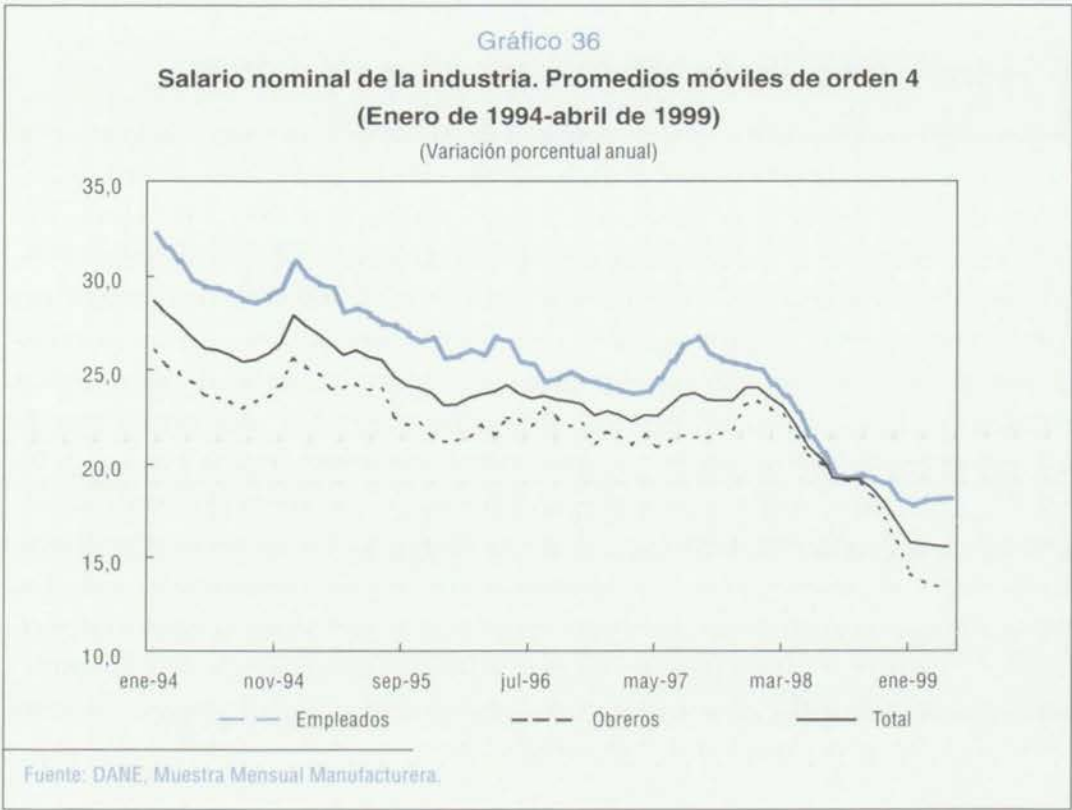
Por ciudades, las cifras preliminares del DANE muestran que durante el primer trimestre de este año Medellín desplazó a Cali como la ciudad con mayor tasa de desempleo, siendo ésta de 21,6%. Bogotá se mantiene en un nivel intermedio con una tasa de 19,0% y Barranquilla sigue exhibiendo la menor tasa de desempleo con 16,3%.

A diferencia de lo que aconteció durante parte de 1998, el primer trimestre de 1999 no fue la expansión de la oferta de trabajo -medida por la Población Económicamente Activa (PEA)- lo que explicó el crecimiento del desempleo. De hecho, la Tasa Global de Participación (PEA/Población Total) a junio del presente fue de 62,8%, similar a la observada en junio de 1998 (Gráfico 35).



El exceso de oferta del mercado laboral y la reducción en la inflación en lo transcurrido del año, ha hecho posible que los reajustes salariales se pacen a tasas inferiores a aquellas que rigieron en años anteriores. Esto resulta particularmente evidente en el sector manufacturero, pues mientras a finales de año el reajuste salarial promedio para obreros y empleados del sector fue de 17%, para abril dicho reajuste fue del 15,7%²⁸. Esto, sin embargo, no se tradujo en un deterioro de los salarios reales y, todo lo contrario,

durante los últimos meses se ha visto una recuperación de los mismos, exhibiendo en abril un crecimiento anual del 0,9% (Gráficos 36 y 37).



VII. PROGRAMACIÓN MACROECONÓMICA PARA 1999 Y 2000

A. Proyecciones de la balanza de pagos para 1999

De acuerdo con las proyecciones actuales de la balanza de pagos (Cuadro 7), 1999 es un año en el cual el déficit de la cuenta corriente no solamente cambia su tendencia creciente como porcentaje del PIB sino que muestra un ajuste importante con respecto al déficit observado en 1998. En efecto, se espera que este déficit sea de 3,2% del PIB (US\$2,929 m) al finalizar el año, lo que significa una reducción de 2,5 puntos porcentuales frente al registrado en 1998 (5,7%). La financiación de este déficit no alcanza a ser cubierta por los flujos de capitales esperados por la cuenta de capital y financiera, ya que estos ascienden a US\$2,498 m (2,7% del PIB), lo que implica una desacumulación de reservas internacionales por un valor de US\$431 m, de la cual a la fecha se han registrado US\$257 m. Estas cifras no tienen en cuenta los desembolsos de los recursos del Fondo Monetario Internacional, del Fondo Latinoamericano de Reservas ni el mayor acceso a los recursos de la banca internacional que pueda generarse como consecuencia del apoyo de esas entidades al programa macroeconómico.

La reducción del déficit de la cuenta corriente es el resultado de una disminución importante de las importaciones y de un incremento de las exportaciones petroleras. En efecto, las proyecciones actuales muestran que las importaciones se reducen este año 20,5% con respecto a 1998, como resultado del menor crecimiento económico y de la mayor devaluación²⁹.

Con respecto a las exportaciones petroleras, el mayor volumen exportado (se considera que en este año se llega al pico de producción de Cusiana) se ha visto acompañado de un mayor precio internacional. La combinación de estos dos efectos más que compensa la caída de las exportaciones de café y de carbón, haciendo que el rubro de exportaciones tradicionales crezca al finalizar el año 11,6% frente a 1998. La reducción de las exportaciones de café obedece a menor volumen exportado y a un menor precio internacional promedio, que pasaría de US\$1.46 por libra en 1998 a US\$1.16 en 1999³⁰. Las exportaciones no tradicionales, por el contrario, no presentan un comportamiento dinámico durante el presente año, debido en parte al comportamiento de nuestros vecinos que ha hecho que hasta mayo estas exportaciones cayeran alrededor del 9,1% y que hace suponer que al finalizar el año estas no crezcan.

Cuadro 7
Balanza de pagos de Colombia - Resumen
(1997 - 1999)

	Millones de dólares			Como % del PIB		
	Preliminar		Proyección	Preliminar		Proyección
	1997	1998	1999	1997	1998	1999
I. CUENTA CORRIENTE	(5,891.6)	(5,909.5)	(2,929.2)	(5.39)	(5.73)	(3.21)
Ingresos	15,972.0	15,032.6	15,619.3	14.61	14.57	17.09
Egresos	21,863.6	20,942.1	18,548.6	20.00	20.29	20.30
A. Bienes y servicios no factoriales	(4,160.7)	(4,039.6)	(690.7)	(3.81)	(3.91)	(0.76)
Ingresos	14,238.3	13,476.8	14,013.1	13.02	13.06	15.33
Egresos	18,399.0	17,516.4	14,703.8	16.83	16.97	16.09
1. Bienes	(2,713.8)	(2,646.5)	856.9	(2.48)	(2.56)	0.94
Ingresos	12,057.3	11,361.7	12,013.0	11.03	11.01	13.14
Egresos	14,771.1	14,008.2	11,156.1	13.51	13.57	12.21
2. Servicios no factoriales	(1,446.9)	(1,393.1)	(1,547.6)	(1.32)	(1.35)	(1.69)
Ingresos	2,181.0	2,115.1	2,000.1	2.00	2.05	2.19
Egresos	3,628.0	3,508.2	3,547.7	3.32	3.40	3.88
B. Renta de los factores	(2,371.0)	(2,349.6)	(2,780.6)	(2.17)	(2.28)	(3.04)
Ingresos	874.3	909.8	901.1	0.80	0.88	0.99
Egresos	3,245.3	3,259.4	3,681.8	2.97	3.16	4.03
C. Transferencias	640.0	479.7	542.1	0.59	0.46	0.59
Ingresos	859.3	646.0	705.1	0.79	0.63	0.77
Egresos	219.3	166.3	163.0	0.20	0.16	0.18
II. CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA	6,699.0	4,743.2	2,498.0	6.13	4.60	2.73
A. Cuenta financiera:	6,699.0	4,743.2	2,498.0	6.13	4.60	2.73
1. Flujos financieros de largo plazo	8,439.1	4,595.0	2,477.4	7.72	4.45	2.71
a. Activos	814.1	543.8	130.0	0.74	0.53	0.14
i. Inversión directa colombiana en el exterior	809.4	528.8	130.0	0.74	0.51	0.14
ii. Préstamos 1/	6.0	15.0	0.0	0.01	0.01	0.00
iii. Arrendamiento financiero	(1.3)	0.0	0.0	(0.00)	0.00	0.00
iv. Otros activos	0.0	0.0	0.0	0.00	0.00	0.00
b. Pasivos	9,276.4	5,153.3	2,621.9	8.49	4.99	2.87
i. Inversión extranjera directa en Colombia	5,701.2	3,037.7	1,151.3	5.21	2.94	1.26
ii. Préstamos 1/	3,175.3	1,768.0	1,278.1	2.90	1.71	1.40
iii. Arrendamiento financiero	400.0	347.6	192.5	0.37	0.34	0.21
iv. Otros pasivos	0.0	0.0	0.0	0.00	0.00	0.00
c. Otros mov. financieros de largo plazo	(23.2)	(14.5)	(14.5)	(0.02)	(0.01)	(0.02)
2. Flujos financieros de corto plazo	(1,740.1)	148.2	20.6	(1.59)	0.14	0.02
a. Activos	2,105.5	(537.7)	(961.5)	1.93	(0.52)	(1.05)
i. Inversión de cartera	1,038.4	(800.9)	(961.5)	0.95	(0.78)	(1.05)
ii. Préstamos 1/	1,067.0	263.2	0.0	0.98	0.26	0.00
b. Pasivos	365.4	(389.5)	(941.0)	0.33	(0.38)	(1.03)
i. Inversión de cartera	592.5	(264.9)	(50.0)	0.54	(0.26)	(0.05)
ii. Préstamos 1/	(227.1)	(124.6)	(891.0)	(0.21)	(0.12)	(0.97)
B. Flujos especiales de capital	0.0	0.0	0.0	0.00	0.00	0.00
III. ERRORES Y OMISIONES NETOS	(598.6)	(209.9)	0.0	(0.55)	(0.20)	0.00
IV. VARIACIÓN RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS 2/	208.8	(1,376.3)	(431.3)	0.19	(1.33)	(0.47)
V. SALDO DE RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS 2/	9,907.9	8,739.9	8,308.6	9.06	8.47	9.09
VI. SALDO DE RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	9,905.7	8,739.9	8,308.6	9.06	8.47	9.09
Meses de importación de bienes	8.0	7.5	8.9			
Meses de importación de bienes y servicios	5.5	5.0	5.4			
PIB nominal en millones de dólares	109,325	103,203	91,391			
VII. VARIACIÓN DE RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	211.2	(1,374.0)	(431.3)	0.19	(1.33)	(0.47)

1/ Incluye inversión de cartera, préstamos directos y crédito comercial.

2/ Según metodología de la Balanza de Pagos.

Fuente: Banco de la República.

Por el lado de la cuenta de capital y financiera, el superávit obedece fundamentalmente a los ingresos netos de recursos de largo plazo, sustentados por una inversión extranjera directa neta en Colombia cercana a US\$1,021 m³¹, por préstamos³² netos del exterior por US\$1,278 m y por créditos relacionados con arrendamiento financiero por US\$193 m. Con respecto a los préstamos del exterior, es importante anotar que de los US\$1,278 m el sector público participa con un ingreso neto de US\$1,667 m, mientras que se mantiene un supuesto bastante conservador del crédito externo del sector privado ya que se supone que este sector hace pagos netos por US\$389 m.

B. Perspectivas fiscales para 1999

De acuerdo con las proyecciones aprobadas por el Consejo Superior de Política Fiscal (CONFIS) en su sesión del 12 de julio, el sector público no financiero, después de préstamo neto, registrará un déficit de 3,2% del PIB en 1999. Al incluir dentro de los ingresos el valor de las privatizaciones, estimadas en 0,7% del PIB, el desbalance fiscal podría situarse en 2,5% del PIB (Cuadro 8)³³.

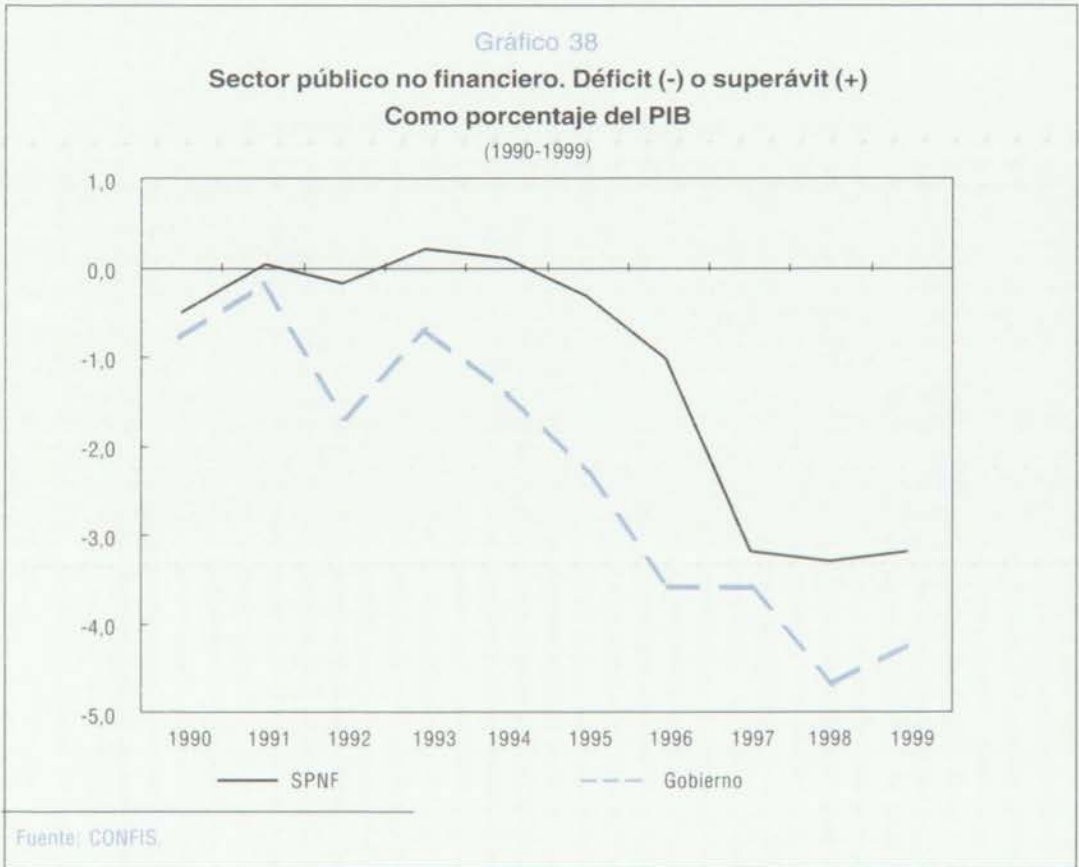
Si bien la proyección del CONFIS no muestra un mejoramiento de la situación fiscal del sector público frente a 1997 ó 1998, cuando el défi-

Cuadro 8
Sector público no financiero 1999 (proy.)
Déficit(-) o superávit(+)

Concepto	Miles de millones de pesos	% del PIB
Eléctrico	(787,0)	(0,48)
CARBOCOL	156,0	0,10
F.A.E.P.	499,0	0,31
ECOPETROL	669,0	0,41
TELECOM	188,0	0,12
Metro de Medellín	69,0	0,04
Resto de entidades	145,0	0,09
Seguridad social	1.179,0	0,72
Regional y local	515,0	0,32
Entidades no incluidas	(847,0)	(0,52)
Fondo Nacional del Café	(67,0)	(0,04)
Gobierno Nacional	(6.889,0)	(4,22)
Total	(5.170,0)	(3,17)
Total con privatizaciones	(4.109,0)	(2,52)

(proy.) Proyección.
Fuente: CONFIS.

cit consolidado estuvo cercano al 3,2% del PIB, las finanzas de la Administración Central Nacional, pese a que continúan siendo el principal factor de desequilibrio, registrarían una leve recuperación en 1999. En efecto, el déficit del Gobierno Central, incluido el préstamo neto, pasará de representar el 4,7% en 1998 al 4,2% del PIB en 1999. Estas cifras serían inferiores si se corrigiera el efecto del ciclo económico en los recaudos de impuestos dados los gastos observados y proyectados actualmente. Por su lado, el superávit del resto del sector público disminuirá de 1,7% a 1% del PIB entre 1998 y 1999 (Gráfico 38).



El desempeño de las finanzas de la Administración Central en 1999 está asociado principalmente al comportamiento de los ingresos de operaciones efectivas que registrarán una expansión de 26,4% respecto a 1998. La dinámica de los ingresos refleja un incremento de 17% en el recaudo por impuestos y uno de 95,8% en las demás rentas del gobierno, como resultado del traslado de las utilidades del Banco de la República y de la transferencia de los excedentes financieros de las empresas y establecimientos públicos. La expansión de las rentas de origen tributario está asociada a los mayores recaudos provenientes de la Reforma Tributaria aprobada en el mes de diciembre y a los ingresos

adicionales generados por la contribución del dos por mil que se creó bajo el estado de Emergencia Económica y Social en noviembre de 1998. Descontando el efecto de la Reforma Tributaria y de la contribución a las transacciones financieras, el recaudo del resto de impuestos presentará un crecimiento nominal muy bajo e inclusive una caída para el caso del IVA a las importaciones. El comportamiento de este recaudo está asociado a la desaceleración económica observada a lo largo del año, la cual ha tenido un mayor impacto en los impuestos de origen externo por el efecto de los cambios en la demanda agregada sobre el volumen de las importaciones (Cuadro 9).

Cuadro 9
Gobierno Nacional Central: Operaciones efectivas
(Miles de millones de pesos)

	1998	1999 (proy.)	Crecimiento anual
I. Ingresos de operaciones efectivas (A + B)	16.880,1	21.339,4	26,4
A. Ingresos tributarios	14.825,4	17.316,7	16,8
Renta	6.109,2	6.514,7	6,6
IVA interno	4.038,0	4.940,5	22,4
IVA externo	2.368,5	2.149,6	(9,2)
Gravamen	1.646,6	1.591,7	(3,3)
Gasolina	641,8	818,7	27,6
Otros 1/	21,3	1.301,5	6.010,3
B. Ingresos no tributarios y otros 2/	2.054,7	4.022,7	95,8
II. Gastos totales (A + B + C + D)	23.820,9	28.242,5	18,6
A. Intereses	4.089,7	5.279,3	29,1
Externos	1.042,0	1.591,6	52,7
Internos	3.047,7	3.687,7	21,0
B. Funcionamiento	17.122,0	20.828,8	21,6
Servicios personales	3.547,9	4.134,3	16,5
Gastos generales	1.315,3	1.224,6	(6,9)
Transferencias	12.258,8	15.469,9	26,2
Situado fiscal	3.300,8	4.535,9	37,4
Fondo de crédito educativo	694,2	473,6	(31,8)
Participaciones municipales	2.480,3	3.041,8	22,6
Pensiones	2.556,6	3.377,0	32,1
Sector financiero	0,0	440,7	n.a.
Otras	3.226,9	3.600,9	11,6
C. Inversión	2.280,4	1.835,2	(19,5)
D. Préstamo neto	328,8	299,2	(9,0)
III. Déficit (-) o Superávit (+) (I - II)	(6.940,8)	(6.903,1)	(0,5)
IV. Déficit como porcentaje del PIB	(4,7)	(4,2)	

(proy.) Proyección.
n.a. No aplicable.
1/ Incluye el impuesto del dos por mil.
2/ Incluye la transferencia de utilidades del Banco de la República.

Fuente: CONFIS.

Por el lado del gasto, las finanzas del Gobierno Nacional registrarán una expansión de 18,6% con relación a 1998. Tanto los intereses de la deuda como las transferencias son los rubros que presentarán un mayor dinamismo, toda vez que su crecimiento alcanzará 29,1% y el 26,2%, respectivamente. En el caso de las transferencias, el mayor gasto se originará especialmente en los rubros de situado fiscal y de pensiones cuyos crecimientos respectivos serán del 37,4% y del 32,1%. Así mismo, el crecimiento de las transferencias estará ligado al traslado de recursos al FOGAFIN, las cuales se realizan para financiar los costos de los diferentes subsidios establecidos por la Emergencia Económica. En relación con los gastos generales y la inversión, las cifras muestran un ajuste importante que se expresará en reducciones nominales de 6,9% y 19,5% respecto a los valores observados en 1998. Es importante anotar que la meta de pagos de inversión ha sido incrementada en 0,3% del PIB, con el objeto de incluir los recursos necesarios para atender la emergencia del terremoto en el Eje Cafetero. En cualquier caso, se debe resaltar que el crecimiento del gasto distinto de intereses en 1999 será de 16,8%, levemente menor al 17% acordado con el Banco de la República el 1 de septiembre de 1998.

Se tiene alguna evidencia de que la recesión se mantuvo durante el segundo trimestre del año, lo cual, no obstante la recuperación esperada para el resto de 1999, impediría que se cristalizara el pronóstico de crecimiento de 1% durante 1999, implícito en los cálculos del CONFIS antes comentados. De ser así, el pronóstico de los recaudos tendría que reducirse en cerca de 0,5% del PIB. Esta situación podría desembocar en un déficit fiscal mayor a la meta del 3% del PIB aprobada por el CONFIS³⁴.

El financiamiento del déficit del Gobierno se atenderá con recursos de crédito externo e interno, con los recursos de la privatización de ISA y con el portafolio de la Tesorería. Mientras que el financiamiento externo e interno neto ascenderán a \$2.370 mm y \$2.811 mm, respectivamente, los recursos provenientes de la privatización se estiman en \$1.092 mm y la utilización del portafolio en \$629 mm. Con respecto a la financiación de origen interno se puede destacar la colocación de TES que ascenderá a \$9.789 mm, de los cuales \$6.305 mm corresponden a suscripciones convenidas y forzosas y \$2.984 mm a subastas³⁵. Sobre los Bonos de Seguridad y Paz, creados por el Gobierno a finales del año anterior, el CONFIS estima colocaciones cercanas a \$200 mm a lo largo del año. Con los movimientos descritos, el saldo de la deuda interna del Gobierno ascenderá de \$15.552 mm en 1998 a \$18.363 mm en 1999.

Con relación al resto del sector público es importante mencionar el déficit estimado en el sector eléctrico (0,48% del PIB), el equilibrio del Fondo Nacional del Café (0,04% del PIB) y el superávit por 0,41% del PIB de Ecopetrol y por 0,72% del PIB de la Seguridad Social. En el caso del sector eléctrico se destaca, por un lado, la reducción de los ingresos de explotación que se asocia con la caída de la demanda de energía, y por el otro, la decisión del Gobierno de aplazar la privatización de las distribuidoras del centro del país. Por su parte, las finanzas del Fondo Nacional del Café se han visto afectadas por la reducción de la cotización externa del grano y por la decisión de capitalizar Bancafé. Esta operación, que se registra como préstamo neto, ascendió a \$190 mm y fue realizada en el mes de abril. Finalmente, el balance de Ecopetrol está ligado a la recuperación del precio externo del crudo y al aumento de los volúmenes exportados que pasan de 215,9 a 251,5 miles de barriles diarios entre 1998 y 1999. Sin embargo, debe advertirse que la situación financiera de la empresa se ha visto afectada por la desaceleración de la actividad económica que reduce la demanda interna de combustibles. Con respecto al sector de la seguridad social el superávit se reduce frente al observado en 1998 debido principalmente a una transferencia de la Caja Nacional de Previsión al Gobierno por \$730 mm.

C. Programación macroeconómica del año 2000

La Junta Directiva del Banco de la República definió el programa macroeconómico para el año 2000 en junio pasado. Como es usual desde hace varios años, dicho programa supone la definición de la meta de inflación, la proyección de las variables monetarias, el crecimiento de la economía estimado por el Gobierno y los parámetros de la política cambiaria y fiscal. El análisis de la política cambiaria incluye la proyección del resultado de la cuenta corriente de la balanza de pagos así como de su financiamiento. En lo referente a la política fiscal se analizan las metas de ingresos y gastos del Gobierno para concluir con un análisis de la consistencia del balance del sector público con el resto de las variables macroeconómicas. En el recuadro sobre "Programación Macroeconómica" se explica cómo se realiza el ejercicio de consistencia.

La Junta Directiva del Banco desde 1991 ha venido estableciendo metas de inflación para cada año como parte de su estrategia de política de estabilización. El anuncio de una meta de inflación cumple varios propósitos:

- Hace explícito el compromiso del banco central con la reducción de la inflación.

- Contribuye a la transparencia y a la responsabilidad en el manejo de la política por el banco central y reduce la incertidumbre de los agentes.
- Proporciona una guía para los ajustes de precios y salarios para el año siguiente.
- Señala el objetivo de la política monetaria y cambiaria.

La meta de 10% para el 2000 implica una reducción sustancial frente a la meta de este año. Además, muchas de las proyecciones realizadas por el Banco de la República sugieren que el 10% podría considerarse como el tope máximo para la inflación del año 2000.

La política anti-inflacionaria se basa en el control de los agregados monetarios. El crecimiento de la cantidad de dinero debe ser consistente con el crecimiento real de la economía y con el incremento esperado de los precios. Como se indicó anteriormente, el Banco de la República usa como meta intermedia de la política monetaria, la base monetaria. Definida la meta de inflación y el crecimiento del producto esperado por el Gobierno (2,6%), la Junta fijó el crecimiento promedio de la base para el año 2000 en 12%, el cual es compatible con el logro de la meta de inflación del 10%.

Por otra parte, según la proyección preliminar para el 2000, es factible que el déficit en la cuenta corriente aumente a 3,4% del PIB, como resultado de un superávit comercial de 1,2% del PIB, de un déficit de la cuenta de servicios no factoriales y factoriales de 1,8% y 3,3%, respectivamente, y de un ingreso neto por transferencias cercano a 0,6% del PIB. De otra parte, la cuenta de capital y financiera registraría ingresos sustanciales provenientes de privatizaciones por US\$2,325 m, entre las cuales se encuentran la Empresa de Teléfonos de Bogotá (ETB), algunas distribuidoras del centro y sur del país, ISAGEN, CARBOCOL y algunas entidades financieras.

Durante la legislatura que se inició el 20 de julio, el Gobierno se ha comprometido a presentar varios proyectos de ley orientados a promover un saneamiento en las finanzas públicas en el mediano y largo plazo. Dentro de estos proyectos, cabe resaltar los siguientes:

- El presupuesto del año 2000, preparado dentro de un marco de austeridad.
- La creación de un fondo de pasivos pensionales territoriales, dirigido a cubrir el enorme pasivo pensional que existe en este sector.

- Modificaciones al régimen pensional (Ley 100 de 1993) tendientes a asegurar el adecuado financiamiento de la seguridad social en los próximos años.
- Racionalización de los gastos del Gobierno Central a través del desmonte de la retroactividad de las cesantías, incluyendo las del sector territorial.
- Racionalización de los gastos operativos de las entidades territoriales, mediante reformas a la Ley 136 de 1994.

Como se ve, al considerar estas iniciativas, el Congreso tendrá también un papel crucial en el proceso de saneamiento fiscal de la Nación.

Programación Macroeconómica

La Junta Directiva del Banco de la República debe conducir la política monetaria con el fin de alcanzar la estabilidad de precios garantizando al mismo tiempo la coordinación de la política económica general. Esto significa que las políticas monetaria, cambiaria, fiscal y financiera deben ser consistentes con el logro de la meta sobre la tasa de inflación y con los objetivos de crecimiento económico. La coordinación o ejercicio de consistencia de políticas económicas se hace a través del ejercicio de programación macroeconómica, que permite el diálogo entre el Banco de la República y el Gobierno.

El ejercicio de programación macroeconómica consiste en proyectar los flujos financieros de los agentes de la economía de una forma contablemente consistente, con el propósito de responder a la siguiente pregunta: dadas unas metas sobre la tasa de inflación y el crecimiento del producto y dados unos supuestos sobre la tasa de cambio y la tasa de interés, ¿cuánto es el déficit financiable del sector público?

El déficit financiable es una medida de la capacidad de financiación del resto de la economía al sector público, indicando que, para alcanzar la meta de inflación y de crecimiento del producto, el déficit fiscal no debe ser superior a lo que la economía está en capacidad de financiar.

Para realizar este ejercicio, los agentes económicos se dividen en cuatro categorías: el sector público no financiero, el sector financiero, el sector externo y el sector privado. El déficit fiscal financiable es, por definición, la suma de la financiación que el sector privado no financiero, el sector financiero y el sector externo le pueden otorgar al sector público:

$$\text{Déficit fiscal financiable} = \text{Financiamiento del sector privado} + \text{Financiamiento del sector financiero} + \text{Financiamiento externo}$$

El financiamiento del sector privado al sector público es el resultado de la proyección del total del portafolio del sector privado y de la liquidez de la economía:

$$\text{Financiamiento del sector privado} = \text{Portafolio del sector privado} - (M3 + \text{bonos})$$

La proyección de ambas variables depende de los supuestos sobre crecimiento económico e inflación.

El financiamiento del sector financiero al Gobierno es el resultado de la proyección de los rubros del balance del sector, incluyendo al Banco de la República:

Financiamiento del sector financiero = Pasivos – Reservas internacionales - Crédito al sector privado - Otros activos

La proyección de estas variables se hace a partir de los supuestos de crecimiento real, inflación y tasa de interés, mientras que las reservas internacionales se derivan de la proyección de la balanza de pagos.

Finalmente, el financiamiento externo hace parte de la proyección de la balanza de pagos que depende de las metas mencionadas y de la proyección sobre la evolución de la tasa de cambio.

Como ya se mencionó, el resultado del ejercicio son los recursos que tiene disponibles el sector público para la financiación del déficit fiscal y que lo hace coherente con la meta de inflación, con el objetivo de crecimiento y con la evolución esperada de la tasa de cambio. Este resultado se compara con el déficit proyectado por el Gobierno para hacer recomendaciones de política. Si el déficit fiscal no se ajusta a lo recomendado por el ejercicio de programación, el modelo sugiere que el ajuste de las cuentas macroeconómicas se lograría con una mayor inflación o una menor devaluación o una mayor tasa de interés, o con una combinación de ellas.

VIII. RESERVAS INTERNACIONALES Y SITUACIÓN FINANCIERA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

A. Reservas internacionales

1. Saldo de las reservas internacionales

A junio de 1999, las reservas internacionales netas³⁶ alcanzaron un monto de US\$8,392 m, con un descenso de US\$348 m frente al saldo obtenido en diciembre de 1998. El principal componente de las reservas corresponde a las inversiones financieras, US\$7,401 m representadas en depósitos y títulos valores en el exterior. Los restantes rubros están constituidos por aportes al Fondo Monetario Internacional y al Fondo Latinoamericano de Reservas, US\$716 m; por Derechos Especiales de Giro (DEG), US\$124 m, y por oro, disponibilidades en caja, pesos andinos y saldos positivos de convenios internacionales US\$153 m. De otra parte, se generaron pasivos a corto plazo por US\$1 m, los cuales afectan negativamente las reservas (Cuadro 10).

2. Criterios de administración

Como se ha comentado en informes anteriores, las reservas internacionales son administradas por el Banco de la República bajo criterios de seguridad, liquidez y rentabilidad. Obedeciendo estos criterios y con el objeto de velar por el cumplimiento en el pago de las obligaciones ex-

Cuadro 10
Principales componentes de las reservas internacionales 1/
(Millones de dólares)

Descripción	Junio 1998	Part. %	Diciembre 1998	Part. %	Junio 1999 (p)	Part. %
Caja	36.2	0.40	80.5	0.92	35.6	0.42
Efectivo en caja	35.1	0.39	79.9	0.91	34.9	0.42
Depósitos a la orden	1.1	0.01	0.6	0.01	0.7	0.01
Inversiones	8,059.6	88.82	7,524.1	86.09	7,400.9	88.19
Portafolio directo	5,957.2	65.65	5,300.5	60.65	5,208.0	62.06
Portafolio en administración	2,102.4	23.17	2,223.6	25.44	2,192.9	26.13
Oro	106.4	1.17	103.0	1.18	93.4	1.11
Caja	1.5	0.02	1.2	0.01	0.9	0.01
Custodia	104.9	1.16	101.8	1.16	92.5	1.10
Fondo Monetario Internacional	632.8	6.97	771.3	8.83	604.4	7.20
Derechos especiales de giro	176.5	1.95	196.4	2.25	123.5	1.47
Posición de reservas	456.3	5.03	574.9	6.58	480.9	5.73
Fondo Latinoamericano de Reservas	240.0	2.64	255.0	2.92	255.0	3.04
Aportes	220.0	2.42	235.0	2.69	235.0	2.80
Pesos andinos	20.0	0.22	20.0	0.23	20.0	0.24
Convenios internacionales	0.0	0.00	6.5	0.07	3.6	0.04
Total reservas brutas	9,075.0	100.01	8,740.5	100.01	8,392.9	100.01
Pasivos a corto plazo	0.8	0.01	0.7	0.01	1.0	0.01
Organismos internacionales	0.0	0.00	0.0	0.00	0.0	0.00
Saldo convenios internacionales	0.8	0.01	0.0	0.00	0.0	0.00
Órdenes de pago no presentadas al cobro	0.0	0.00	0.7	0.01	1.0	0.01
Depósitos cuenta corriente tesorería	0.0	0.00	0.0	0.00	0.0	0.00
Depósitos Cta. Cte. otras entidades	0.0	0.00	0.0	0.00	0.0	0.00
Total reservas netas	9,074.2	100.00	8,739.8	100.00	8,391.9	100.00

(p) Provisional.

1/ Cifras reprocesadas. A partir de enero de 1999, se modificó el cálculo de las reservas internacionales de acuerdo con el nuevo Manual de Balanza de Pagos del FMI. Se restringió la definición de los pasivos de corto plazo a las obligaciones de menos de un año con no residentes, por lo cual se excluyeron de dichos pasivos las obligaciones del Banco de la República con la Dirección del Tesoro Nacional y con otras entidades. Así mismo, se excluyeron de los pasivos a corto plazo, los pasivos con organismos internacionales como el Banco Interamericano de Desarrollo y el Banco de Desarrollo del Caribe por ser pasivos de largo plazo. Las cuentas por pagar de inversiones se reclasificaron dentro del activo pero con signo contrario y se descontaron del rubro Valuación Neta y Provisión US\$55.7 m. correspondientes al saldo de los convenios reestructurados con Cuba y Honduras. Para efectos de comparación, el cambio metodológico se realiza desde junio de 1998.

Fuente: Banco de la República.

ternas del país, las reservas están invertidas en activos financieros con un amplio mercado secundario y parte de ellas se mantiene como capital de trabajo, garantizando su disponibilidad inmediata.

Del total de las inversiones financieras, diferentes al capital de trabajo, el Banco de la República maneja directamente un portafolio de

US\$4,401 m. y por intermedio de las firmas especializadas Barclays Global Investors y J. P. Morgan Investment Management, US\$2,193 m. Con el fin de que el portafolio esté en concordancia con las operaciones externas del país, su distribución por monedas a junio 30 de 1999 fue la siguiente: dólares americanos, 83%; euros, 12%; yenes japoneses, 4,0% y otras monedas, 1,0%³⁷. Es de anotar que en el corto plazo, esta política de inversión algunas veces trae como consecuencia ingresos o egresos extraordinarios producto de las variaciones de las tasas de cambio de las diferentes monedas frente al dólar; sin embargo, permite que haya un equilibrio entre las reservas internacionales y la composición de pagos externos. Por ejemplo, en 1998 se generaron importantes ingresos por este concepto y, en lo corrido del presente año, tal como se explica más adelante, se han presentado notorios egresos.

3. Seguridad, liquidez y rendimiento del portafolio

El portafolio de inversiones, incluyendo el de gestión directa y el entregado en administración, está colocado en un 74% en papeles de gobiernos soberanos y en un 26% en instituciones bancarias y corporativas. El riesgo crediticio de las inversiones se distribuye, de acuerdo con las calificaciones otorgadas por las agencias especializadas³⁸, como sigue: el 78% "AAA", el 9% "AA +", el 8% "AA", el 3% "AA-" y el 2% restante entre "A +" y "A".

Al finalizar el primer semestre de 1999, el capital de trabajo para asegurar la disponibilidad inmediata de divisas fue de US\$807 m. Su monto en cada momento del tiempo está determinado en función del promedio mensual de los pagos por importaciones de bienes según la balanza cambiaria consolidada³⁹. Estos recursos se mantienen en activos financieros con liquidez inmediata.

El rendimiento del portafolio de inversión de las reservas hasta junio de 1999 ha sido negativo en US\$97 m, como resultado de egresos por US\$147 m frente a ingresos por US\$50 m. Los ingresos provienen de los rendimientos por tasa de interés, en tanto que los egresos se originan principalmente por la revaluación del dólar frente a otras monedas del portafolio y por el cambio en las tasas de interés externas, costos que, como se anotó anteriormente, resultan de mantener el portafolio de reservas en equilibrio con la necesidad de pagos del país al exterior. Con los programas de administración delegados se ha mejorado el rendimiento del portafolio y se han obtenido ventajas en materia de capacitación y transferencia tecnológica, lo cual ha fortalecido el manejo interno de las reservas.

B. Situación financiera

1. Resultados en 1999

En el primer semestre del presente año, los activos del Banco de la República muestran un incremento de \$2.019 mm, 11,1% (Cuadro 11), el cual está concentrado en dos rubros: las reservas internacionales, \$1.362 mm, y los aportes en organismos internacionales, \$683 mm. La principal fuente de estas variaciones es el ajuste de cambio, el cual tiene su contrapartida en aumentos del patrimonio y en los pasivos externos del Banco de la República. Por lo tanto, en ambos casos el crecimiento de los activos obedece al efecto de la devaluación del peso. La menor variación de las reservas internacionales frente al ajuste cambiario del patrimonio refleja la reducción en dólares del nivel de reservas internacionales. En relación con el resto de los activos, el conjunto de las inversiones y la cartera de créditos se mantiene en el nivel de diciembre, en tanto que los REPO y apoyos transitorios de liquidez caen en \$135 mm.

En el lado pasivo del balance, además de los rubros ya señalados como determinantes de la variación de los activos, lo más destacado son las utilidades del año anterior, \$1.497 mm, que se traduce en una reducción de la cuenta de resultados del patrimonio, lo cual en términos generales neutraliza el crecimiento observado en otros rubros como son: los depósitos de la tesorería, las reservas patrimoniales, los títulos de regulación monetaria y cambiaria y la base monetaria.

2. Ingresos y gastos primer semestre de 1999

Entre enero y junio, los gastos superaron a los ingresos generando unas pérdidas de \$31 mm, que frente a las utilidades del mismo período del año anterior, \$432 mm, significa un descenso de \$463 mm (Cuadro 12). Este comportamiento obedece básicamente al rendimiento negativo de las reservas internacionales, \$161 mm, cifra comparada con un resultado positivo de \$327 mm en el primer semestre de 1998. El rendimiento negativo de las reservas internacionales lo explican cuatro factores: la devaluación frente al dólar de las monedas europeas, la caída en los precios internacionales del oro, la reducción del nivel de reservas internacionales y las menores tasas de interés externas.

El diferencial cambiario, surge como consecuencia de la necesidad de distribuir el portafolio de inversión de las reservas internacionales en varias monedas para mantener un equilibrio con las operaciones externas del país, pero como ya se señaló en la primera parte de este capítu-

Cuadro 11

Balance del Banco de la República - Resultados de 1997-1999

(Miles de millones de pesos)

	Diciembre 1997		Diciembre 1998		Junio 1999 (*)	
	Saldos	Part. %	Saldos	Part. %	Saldos	Part. %
Activos	16.183,1	100,0	18.117,6	100,0	20.136,2	100,0
Reservas internacionales brutas	12.756,5	78,8	13.206,8	72,9	14.569,0	72,4
Aportes en organismos internacionales	1.059,4	6,5	967,2	5,3	1.650,7	8,2
Inversiones	564,7	3,5	942,8	5,2	972,6	4,8
Sector público deuda consolidada	564,7	3,5	453,8	2,5	426,4	2,1
Sector público regulación monetaria	0,0	0,0	489,0	2,7	546,2	2,7
Sector privado	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cartera de créditos	176,3	1,1	455,2	2,5	416,2	2,1
Sector público Gobierno Nacional	4,7	0,0	4,7	0,0	4,3	0,0
Bancos comerciales	42,6	0,3	31,4	0,2	28,3	0,1
Corporaciones financieras	92,4	0,6	76,4	0,4	84,6	0,4
Corporaciones de ahorro y vivienda	0,0	0,0	308,8	1,7	286,9	1,4
Resto del sistema financiero	36,6	0,2	33,9	0,2	12,0	0,1
Pactos de reventa - Apoyos transitorios de liquidez	530,5	3,3	1.140,1	6,3	1.005,1	5,0
Cuentas por cobrar	109,6	0,7	143,7	0,8	38,2	0,2
Otros activos netos	986,1	6,1	1.261,7	7,0	1.484,5	7,4
Pasivo y patrimonio	16.183,1	100,0	18.117,6	100,0	20.136,2	100,0
Pasivos M/E que afectan reservas internacionales	37,9	0,2	1,1	0,0	1,8	0,0
Base monetaria	8.287,1	51,2	6.923,1	38,2	7.122,9	35,4
Billetes en circulación	5.046,1	31,2	5.623,0	31,0	5.039,6	25,0
Moneda de tesorería	317,4	2,0	317,1	1,8	305,6	1,5
Depósitos para encaje bancos	2.166,9	13,4	880,5	4,9	1.370,0	6,8
Depósitos en Cta. Cte. Resto sector financiero	756,7	4,7	102,5	0,6	407,7	2,0
Otros depósitos	220,8	1,4	133,7	0,7	38,4	0,2
Gobierno Nacional - Dirección del Tesoro Nacional	119,9	0,7	70,7	0,4	332,9	1,7
Obligaciones organismos internacionales	877,9	5,4	759,9	4,2	1.407,8	7,0
Pasivos por líneas externas	178,3	1,1	198,7	1,1	203,6	1,0
Títulos de regulación monetaria y cambiaria	207,4	1,3	149,5	0,8	374,2	1,9
Tít. de Particip. y Operac. de contracción monetaria	53,8	0,3	25,8	0,1	289,1	1,4
Certificados de cambio	0,5	0,0	0,5	0,0	0,6	0,0
Tít. en Div. por financiaciones y Dep. Res. 5/97 J.D.	151,0	0,9	120,0	0,7	84,4	0,4
Otros	2,1	0,0	3,2	0,0	0,0	0,0
Cuentas por pagar	40,8	0,3	15,3	0,1	38,6	0,2
Otros pasivos	317,3	2,0	494,8	2,7	596,8	3,0
Patrimonio total	5.895,7	36,4	9.370,7	51,7	10.019,1	49,8
Capital	12,7	0,1	12,7	0,1	12,7	0,1
Reservas	136,4	0,8	114,4	0,6	360,1	1,8
Superávit patrimonial	5.460,3	33,7	7.492,3	41,4	9.422,9	46,8
Liquidación CEC	453,5	2,8	453,5	2,5	453,5	2,3
Ajuste cambiario 1993 en adelante y superávit	5.006,8	30,9	7.038,8	38,9	8.969,5	44,5
Valorizaciones	222,3	1,4	254,8	1,4	254,8	1,3
Resultados	64,0	0,4	1.496,5	8,3	(31,4)	(0,2)
Utilidades y/o pérdidas anteriores	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Utilidades y/o pérdidas del ejercicio	64,0	0,4	1.496,5	8,3	(31,4)	(0,2)

(*) Cifras sujetas a revisión.

Fuente: Banco de la República.

Cuadro 12

Estado de pérdidas y ganancias - Banco de la República, 1998-1999

(Miles de millones de pesos)

	Junio 1998		1998		Junio 1999 (*)		1999 (Proy.)	
	Flujos	Part. %	Flujos	Part. %	Flujos	Part. %	Flujos	Part. %
I. Ingresos totales	646,9	100,0	2.105,7	100,0	353,0	100,0	1.100,7	100,0
1. Ingresos operacionales	641,8	99,2	2.097,2	99,6	348,8	98,8	1.094,3	99,4
Intereses y rendimientos	398,8	61,6	1.428,3	67,8	176,1	49,9	756,4	68,7
Reservas internacionales netas	326,8	50,5	1.079,8	51,3	(160,9)	(45,6)	155,7	14,1
Líneas externas	11,5	1,8	23,7	1,1	9,2	2,6	18,3	1,7
Valoración de TES "A" y "B" precios de mercado	22,3	3,4	52,9	2,5	99,3	28,1	131,7	12,0
Valoración de TES por Oper. de Expan. monetaria		0,0	45,8	2,2	72,5	20,5	95,6	8,7
Compra transitoria de títulos	37,9	5,9	190,7	9,1	91,6	26,0	236,1	21,4
Otros	0,3	0,0	35,5	1,7	64,3	18,2	119,1	10,8
Comisiones	20,4	3,2	47,8	2,3	27,5	7,8	55,0	5,0
Servicios bancarios	18,7	2,9	40,2	1,9	22,3	6,3	44,7	4,1
Compraventa divisas	1,6	0,2	7,3	0,3	5,1	1,4	10,2	0,9
Otros	0,1	0,0	0,2	0,0	0,1	0,0	0,2	0,0
Diferencias en cambio	41,7	6,4	110,4	5,2	108,8	30,8	207,9	18,9
Moneda emitida y metales preciosos	13,1	2,0	177,1	8,4	0,0	0,0	1,8	0,2
Redención anticipada de títulos	143,5	22,2	227,1	10,8	31,1	8,8	67,4	6,1
Otros	24,3	3,8	106,5	5,1	5,2	1,5	5,8	0,5
2. Ingresos no operacionales	5,1	0,8	8,5	0,4	4,2	1,2	6,5	0,6
II. Egresos totales	215,4	100,0	609,3	100,0	384,3	100,0	826,3	100,0
1. Egresos operacionales	214,9	99,8	608,8	99,9	383,2	99,7	825,7	99,9
Intereses y rendimientos	14,6	6,8	56,2	9,2	127,2	33,1	251,1	30,4
Encaje en cuentas de depósito		0,0	25,8	4,2	96,7	25,2	197,7	23,9
Venta transitoria de títulos		0,0		0,0	24,3	6,3	36,4	4,4
Líneas externas	5,3	2,5	11,0	1,8	6,0	1,6	16,6	2,0
Otros	9,3	4,3	19,4	3,2	0,2	0,1	0,4	0,0
Comisiones y honorarios	24,5	11,4	4,6	0,8	11,7	3,0	24,3	2,9
Diferencias en cambio	22,9	10,6	76,1	12,5	62,5	16,3	144,8	17,5
Organismos internacionales	6,1	2,8	21,5	3,5	16,7	4,3	52,7	6,4
Líneas externas	12,3	5,7	42,5	7,0	29,5	7,7	59,3	7,2
Otros	4,5	2,1	12,1	2,0	16,3	4,2	32,8	4,0
Costo de emisión especies monetarias	6,4	3,0	48,8	8,0	7,9	2,1	24,5	3,0
Gastos de personal	69,3	32,2	124,5	20,4	71,4	18,6	145,7	17,6
Pensiones de jubilación	46,0	21,3	120,3	19,7	55,6	14,5	130,5	15,8
Otros	31,3	14,5	178,2	29,3	46,9	12,2	104,9	12,7
2. No operacionales	0,5	0,2	0,5	0,1	1,2	0,3	0,7	0,1
III. Utilidades o pérdidas del ejercicio incluida la depreciación	431,5		1.496,5		(31,3)		274,4	

(*) Cifras sujetas a revisión.
(Proy.) Cifras proyectadas
Fuente: Banco de la República.

lo, en el corto plazo, puede derivar en ingresos extraordinarios (primer semestre de 1998) o egresos extraordinarios (primer semestre de 1999), según las monedas del portafolio se revalúen frente al dólar (primer semestre de 1998) o se devalúen frente al dólar (primer semestre de 1999).

El menor nivel de las reservas internacionales es el resultado de la intervención del Banco de la República en el mercado cambiario, con el objeto de disminuir la volatilidad de la tasa de cambio del peso frente al dólar y de defender el techo de la banda. El nivel promedio de las reservas internacionales netas en el primer semestre de 1999 es de US\$8,678 m frente a US\$9,417 m observados en el primer semestre del año anterior.

3. Proyección de ingresos y gastos para 1999

De acuerdo con la programación macroeconómica vigente, que supone para el presente año una reducción de reservas internacionales de US\$431 m y tomando en cuenta los resultados del primer semestre, la proyección de ingresos y gastos para 1999 arroja utilidades de \$274 mm. Estas utilidades se reducen en \$295 mm con relación a la proyección presentada en el Informe al Congreso de marzo del presente año \$570 mm, debido al efecto combinado de menores ingresos por \$247 mm y de mayores egresos por \$49 mm.

El factor que determina el ajuste en la proyección de los ingresos es el menor rendimiento observado de las reservas internacionales, principalmente como consecuencia de la devaluación del euro y del yen frente al dólar en los mercados internacionales. Sobre esta proyección cabe resaltar que se supone que las tasas de cambio del portafolio de reservas se mantienen en los niveles observados a finales de junio.

Del lado de los egresos, los gastos de personal se mantienen en los niveles proyectados en el Informe al Congreso de marzo. El ajuste en los demás componentes de este rubro obedece al incremento en el diferencial cambiario, asociado con la mayor devaluación nominal proyectada ahora, y a la mayor provisión para pensiones de jubilación.

Finalmente, es de la mayor importancia recalcar que la proyección del estado de resultados del Banco está sujeta a la incertidumbre sobre el futuro comportamiento del dólar frente a las monedas que componen el portafolio de reservas. Así, un mayor fortalecimiento de esta moneda induciría a menores utilidades y una recuperación de las demás monedas que conforman el portafolio llevaría a mejorar los resultados del Banco.

NOTAS

- ¹ Calculado a partir del modelo de equilibrio general desarrollado hace unos años en Fedesarrollo (C. Fernández, Mimeo, 1999).
- ² M3 más bonos = Efectivo en poder del público + pasivos sujetos a encaje + bonos emitidos por el sistema financiero. Los pasivos sujetos a encaje incluyen los depósitos en cuenta corriente, los depósitos de ahorro, los certificados de depósito a término, los depósitos fiduciarios y otros depósitos a la vista.
- ³ El aumento de los coeficientes de efectivo y reserva puede estar relacionado con la caída de las tasas de interés, la contracción de la oferta de crédito y el impuesto del dos por mil sobre las transacciones financieras.
- ⁴ En el nuevo sistema hay 21 días de diferencia entre el comienzo de la semana de referencia para calcular el requerido y el comienzo de la bisemana para calcular las disponibilidades.
- ⁵ En la actualidad el cupo total es de \$820 mm. Este monto puede cambiar de acuerdo con las necesidades de liquidez.
- ⁶ Del monto total del cupo de REPO, al menos el 40% se debe colocar en REPO a un día y el saldo restante se reparte entre las subastas de 7 y 14 días.
- ⁷ Todas las tasas se expresan en términos efectivos anuales.
- ⁸ Debe tomarse en consideración, sin embargo, que dicho incremento incluye los ajustes por corrección monetaria.
- ⁹ Esto significa que el patrimonio técnico como proporción de los activos de riesgo no debe ser inferior a este porcentaje.
- ¹⁰ No se incluye al sector público para analizar esta estructura de tenencia, debido a que la compra de TES por parte de las entidades públicas no obedece a una lógica de mercado, sino a colocaciones de carácter forzoso o convenido, diseñadas para trasladar los excesos de liquidez de dichas entidades al Gobierno Central.
- ¹¹ Circular Externa 039 de la Superintendencia Bancaria, junio de 1999.
- ¹² El 18 de septiembre de 1998.
- ¹³ El 16 de julio de 1999.
- ¹⁴ En cuanto a la ingeniería financiera del proceso, una vez el FOGAFIN desembolse los recursos en efectivo a los accionistas, éstos capitalizarán a la respectiva entidad, la cual inmediatamente invertirá el monto desembolsado en los bonos emitidos por FOGAFIN.
- ¹⁵ Las necesidades de capitalización surgen de una mayor exigencia en el nivel de provisiones, así: 100% para la cartera calificada en categoría C que no cuente con garantía hipotecaria o inmobiliaria; 100% para la cartera en las categorías E y D, exceptuando de esta última la cartera normalizada a través de los alivios hipotecarios; 20% de las cuentas por cobrar; 100% del crédito mercantil; 100% para bienes recibidos en pago y 50% de algunos cargos diferidos.
- ¹⁶ Que sustituirá a la Caja Agraria en la función de otorgar crédito al sector agropecuario.
- ¹⁷ Los costos de liquidación de la Caja Agraria se estiman en \$2,3 billones y se discriminan así: \$221 mm a la vista para liquidar personal; \$632 mm que sale de la diferencia entre la cesión de activos y pasivos al Banco Agrario; \$50 mm de contingencias administrativas, y \$1,4 billones del pasivo pensional.

- 18 Cabe enfatizar, que este es un comportamiento común en economías en proceso de reducir su inflación. En tales casos se observa, de manera frecuente, que la inflación se reduce pero las tasas de interés se demoran un tiempo adicional en bajar.
- 19 La transformación de la cartera en UPAC a cartera en pesos, que también corregiría el problema, es una solución mucho más compleja.
- 20 El incremento de los flujos de capitales externos y las perspectivas de ingresos de divisas por la explotación de los yacimientos de Cusiana se constituyeron en los principales cambios en los fundamentos que justificaron la variación de los parámetros de la banda de 1994.
- 21 En este informe se presentan los datos al primer trimestre, porque para la mayoría de los rubros el rezago de la información es de alrededor de tres meses.
- 22 Incluyendo operaciones especiales de comercio exterior, que está relacionado básicamente con comercio de las zonas francas.
- 23 Por servicios factoriales se entienden los ingresos y pagos correspondientes a remuneración del trabajo y el capital (intereses y utilidades).
- 24 Transables: textiles, calzado, tabaco, bebidas, cereales, lácteos, grasas, drogas, vehículos y electrodomésticos.
- 25 Indexados: arrendamientos, combustibles y servicios públicos, educación, transporte y otros.
- 26 Flexibles: tubérculos, plátanos, hortalizas, legumbres y frutas.
- 27 Cíclicos: carnes y sus derivados.
- 28 Estas cifras corresponden al promedio móvil mensual de orden 4 de las variaciones anuales de los salarios nominales.
- 29 En lo corrido del año a mayo, la caída de las importaciones fue de 37,7%.
- 30 Según la oficina de Asesores Cafeteros, las exportaciones de café verde en 1999 serían cercanas a 9,85 millones de sacos, frente a 10,62 millones del año anterior.
- 31 La cual asciende a US\$1,938 m si no se tiene en cuenta el sector petrolero. De esta última cifra, US\$550 m corresponden a los ingresos derivados de la privatización de ISA.
- 32 Incluye inversión de cartera, préstamos directos y créditos comerciales.
- 33 Información posterior al documento CONFIS de julio 12 sugiere que la privatización de ISAGEN se ha postergado hasta el año 2000.
- 34 Equivalente al 3,2% cuando se incluye el crédito neto del Gobierno Nacional al resto del sector público.
- 35 El financiamiento de 1999 supone la colocación de \$965 mm adicionales de TES convenidos debido a la postergación de la privatización de ISAGEN hasta el año 2000.
- 36 Son iguales al total de las reservas internacionales o reservas brutas menos los pasivos externos a corto plazo del Banco de la República. Estos últimos están constituidos por obligaciones a la vista en moneda extranjera.
- 37 Otras monedas tales como dólares australianos y libras esterlinas.
- 38 Standard & Poors, Moody's e IBCA.
- 39 Comprende las transacciones registradas en el mercado cambiario y en las cuentas de compensación en el exterior.