

NOTA EDITORIAL

INFORME DE LA JUNTA DIRECTIVA AL CONGRESO DE LA REPUBLICA

I. INTRODUCCION

El objetivo fundamental de la Junta Directiva del Banco de la República para 1997 fue reducir la inflación de 21,6% a 18%. El resultado obtenido es satisfactorio. La inflación registrada al final del año fue 17,7%, inferior a la meta y menor en casi cuatro puntos porcentuales a la inflación observada en 1996. Por otra parte, la economía pasó de un período de recesión, transcurrido entre el último trimestre de 1996 y el primero de 1997, a crecer por encima del 3% en el segundo trimestre del año pasado y a una tasa estimada cercana al 5% durante el segundo semestre.

A pesar de estos resultados favorables, la Junta Directiva desea hacer énfasis en dos desequilibrios preocupantes. El primero de ellos es el déficit continuado de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Este desequilibrio, se estima, alcanzó el 5,8% del PIB en 1997, el mayor nivel observado a lo largo de cinco años consecutivos de déficit en cuenta corriente superiores al 4% del PIB. El segundo, es el déficit de las finanzas públicas y, en particular, el del Gobierno Central. El primero ha venido aumentando recientemente, pasando del 0,4% del PIB en 1995 al 1,9% en 1996 y al 3,1% en 1997 (sin incluir los ingresos de privatizaciones). El vínculo entre estos dos desequilibrios se ha vuelto más estrecho en los últimos años. A comienzos de los años 90, los déficit externos reflejaron principalmente aumentos en la inversión y caídas en el ahorro del sector privado. Des-

de 1996, sin embargo, se ha venido presentando un ajuste en las cuentas de dicho sector, y el desequilibrio externo se relaciona de manera creciente con el desajuste de las finanzas públicas.

Las implicaciones de mantener un desequilibrio fiscal como el observado varían según el tiempo que se tarde en adoptar los correctivos necesarios. Mientras más rápido se corrija este desequilibrio menores serán los costos para la economía nacional en términos de crecimiento del producto y el empleo. Adicionalmente, si no se corrige el problema fiscal, aumentará la vulnerabilidad de la economía a choques externos y se compromete el equilibrio externo e interno del país, lo cual atenta contra el compromiso de la Junta Directiva de reducir de manera permanente la tasa de inflación.

La Junta Directiva ha fijado en 16% la meta de inflación para 1998. Para alcanzar este objetivo ha definido un corredor de base monetaria que crece 16% anual y una banda cambiaria con pendiente de 13% y amplitud de 14 puntos porcentuales. En este Informe al Congreso se señalan los resultados macroeconómicos de 1997, se explica los lineamientos generales de la política económica de la Junta Directiva para este año y se informa al Congreso los resultados financieros del Banco en 1997 y su proyección para 1998.

II. LA POLÍTICA ECONOMICA DURANTE 1997

A. La política económica de la Junta Directiva del Banco de la República

Para el logro de la meta de inflación, el Banco de la República emplea un esquema denominado de *meta intermedia*, comúnmente usado por otros bancos centrales. Este esquema surge porque el banco central no controla directamente la meta final (la inflación) pero cuenta con un conjunto de instrumentos que afectan esta última de manera indirecta, aunque con un rezago. En la práctica funciona de la siguiente manera: el Banco define la meta de inflación (objetivo último) y el crecimiento del agregado monetario coherente con su logro (meta intermedia). Si el comportamiento del agregado monetario escogido como meta intermedia se desvía de la trayectoria esperada, el Banco la corrige interviniendo en el mercado monetario con operaciones de mercado abierto (instrumento) y con modificaciones de la tasa de interés a la vista (variable operativa). Por ejemplo, si el Banco observa que el crecimiento de la meta intermedia excede el creci-

miento requerido para el logro de la meta de inflación, ofrece papeles en el mercado monetario, ajustando la tasa de interés hasta donde sea necesario para absorber el exceso de liquidez. Estos lineamientos generales guiaron la política monetaria durante 1997, cuyos resultados se describen a continuación.

1. Política monetaria y crediticia

A comienzos de 1997, se estableció para la base monetaria un corredor con un crecimiento anual de 16%. En mayo, se elevó dicha meta al 20%, debido a que la demanda por efectivo registró un crecimiento superior al previsto inicialmente. Para los medios de pago se proyectó una variación de 19,3% anual y para el agregado M3 más bonos, del 22,3%. Estos corredores tuvieron una amplitud de 6 puntos porcentuales. Con el fin de mantener los agregados monetarios dentro de estos corredores, en diciembre de 1996 la tasa de interés de intervención mínima estaba en 23% y la máxima en 33%¹. En 1997 se efectuaron tres modificaciones a esta franja, conforme con la reducción observada de la inflación a lo largo del año: en marzo, acorde con el objetivo de reducir la volatilidad de estas tasas, se redujo su amplitud de 10 a 7 puntos porcentuales y las tasas de interés de intervención se disminuyeron a 21,5% y 28,5%, respectivamente; en mayo, los límites de las tasas de interés se redujeron en un punto porcentual; y en agosto, en medio punto porcentual adicional, situándolos en 20% y 27%.

Como se muestra a continuación, la evolución de los agregados monetarios respecto a sus corredores indica que, durante 1997, se presentaron niveles de liquidez coherentes con el logro de la meta de inflación.

Base monetaria

Al finalizar 1997, la base monetaria se ubicó en \$8.287 miles de millones (mm.), con una tasa de crecimiento de 25% anual (Cuadro 1). El efectivo ascendió a \$4.102 mm. y la reserva a \$4.185 mm., registrando tasas de crecimiento anual de 26,6% y 23,5%, respectivamente. Durante la mayor parte del año, la base monetaria se mantuvo alrededor del punto medio de su correspondiente corredor y en las últimas semanas de diciembre se situó cerca del límite superior (Gráficos 1 y 1A).

La redención de los títulos de participación (TP) y las operaciones REPO se constituyeron en las principales fuentes de liquidez primaria de la economía. Los TP alcanzaron un nivel máximo de \$2.337 mm. en mayo de

Cuadro 1
Crecimiento de los agregados monetarios
(Porcentajes)

	Fin de:	Base	M1	M2	M3	M3+BONOS
1993	Enero	48,4	38,9	34,0	34,5	35,4
	Febrero	40,8	35,5	31,8	34,5	35,6
	Marzo	41,7	34,0	31,1	32,0	32,9
	Abril	32,9	30,3	31,0	31,6	32,6
	Mayo	37,0	31,3	31,7	32,5	33,8
	Junio	34,1	30,4	34,0	33,6	35,1
	Julio	34,6	34,2	39,4	40,1	41,7
	Agosto	38,4	34,6	43,0	44,6	46,1
	Septiembre	36,0	36,6	40,6	41,8	43,2
	Octubre	35,6	34,0	40,1	41,5	42,9
	Noviembre	34,0	33,9	44,1	44,8	46,0
	Diciembre	33,4	30,0	41,5	42,5	43,9
1994	Enero	35,9	33,6	45,2	46,6	48,0
	Febrero	36,4	37,8	47,2	45,4	46,8
	Marzo	38,3	37,4	46,2	46,2	47,5
	Abril	35,0	32,1	44,4	46,7	47,7
	Mayo	29,3	31,2	48,4	49,4	50,4
	Junio	29,8	30,4	42,3	43,7	44,8
	Julio	33,6	32,7	43,3	44,3	45,2
	Agosto	24,7	32,6	44,2	44,0	44,8
	Septiembre	31,9	30,0	45,8	46,3	47,0
	Octubre	31,0	30,2	43,6	44,1	44,8
	Noviembre	32,1	30,6	43,0	42,5	43,2
	Diciembre	27,5	25,3	42,7	42,8	43,6
1995	Enero	26,2	22,7	40,2	39,8	40,0
	Febrero	25,8	19,1	40,8	39,0	39,2
	Marzo	15,9	19,4	43,0	41,4	41,5
	Abril	26,1	19,2	43,0	40,6	40,5
	Mayo	28,2	16,7	39,2	37,8	37,9
	Junio	22,6	17,9	41,8	40,1	40,0
	Julio	18,6	16,9	38,7	35,9	36,2
	Agosto	20,8	13,1	35,0	32,9	33,7
	Septiembre	20,1	13,1	36,4	34,4	35,1
	Octubre	18,1	12,2	36,8	34,9	36,3
	Noviembre	15,7	14,4	30,6	29,7	31,7
	Diciembre	11,2	20,2	28,3	27,3	29,3
1996	Enero	15,9	13,9	25,9	25,3	28,3
	Febrero	8,8	16,0	24,8	24,8	28,7
	Marzo	22,5	19,3	20,5	21,6	26,3
	Abril	8,6	14,5	19,6	20,2	25,9
	Mayo	5,6	14,8	18,2	17,9	24,5
	Junio	6,6	15,6	16,5	17,6	24,5
	Julio	8,3	9,6	16,9	17,8	25,5
	Agosto	6,9	10,8	16,3	17,7	26,6
	Septiembre	5,2	15,3	14,2	14,8	24,1
	Octubre	(0,5)	13,3	13,0	13,6	22,3
	Noviembre	(4,9)	9,0	14,5	15,1	23,8
	Diciembre	5,8	16,5	20,2	21,0	29,9
1997 (*)	Enero	1,0	13,9	19,9	20,4	28,4
	Febrero	4,8	14,4	18,3	18,6	25,5
	Marzo	(0,5)	14,9	19,7	19,4	25,4
	Abril	7,8	19,8	19,2	20,6	26,4
	Mayo	8,0	22,1	20,1	20,9	25,5
	Junio	14,4	22,5	21,8	22,8	26,8
	Julio	12,8	23,5	21,8	22,9	25,8
	Agosto	14,8	24,1	22,5	23,8	25,4
	Septiembre	15,5	20,4	23,7	24,8	25,8
	Octubre	20,7	23,9	24,6	26,2	27,2
	Noviembre	28,7	27,5	28,0	29,5	29,3
	Diciembre	25,0	21,7	25,1	25,8	25,0
1998 (*)	Enero	22,6	23,9	24,8	26,0	25,2
	Febrero	24,4	17,3	24,7	25,9	25,5

Nota: Base monetaria= Efectivo + Reserva del sistema financiero.

(*) Cifras provisionales.

M1 = Efectivo + Depósitos en cuenta corriente.

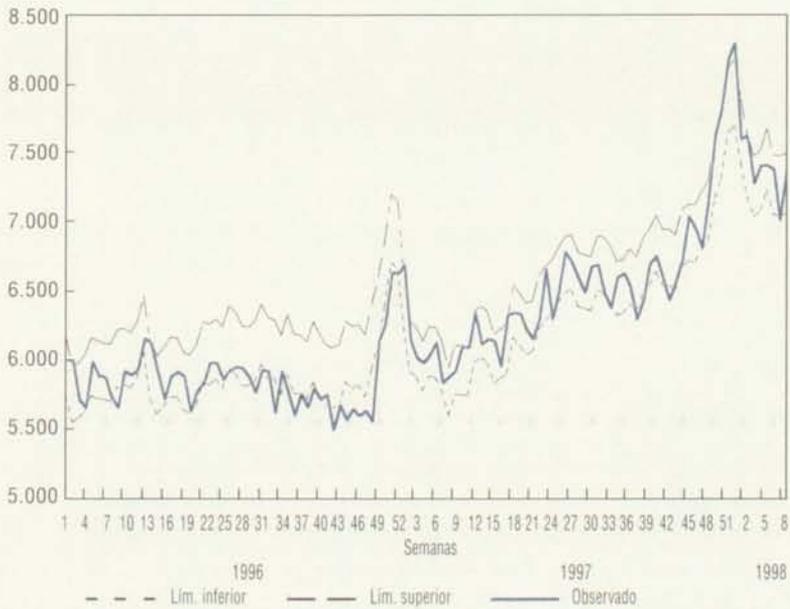
M2 = M1 + Cuasidineros.

M3 = M2 + Depósitos a la vista + Depósitos fiduciarios + Cédulas del BCH en poder del público.

M3 + Bonos = M3 + Bonos del sistema financiero.

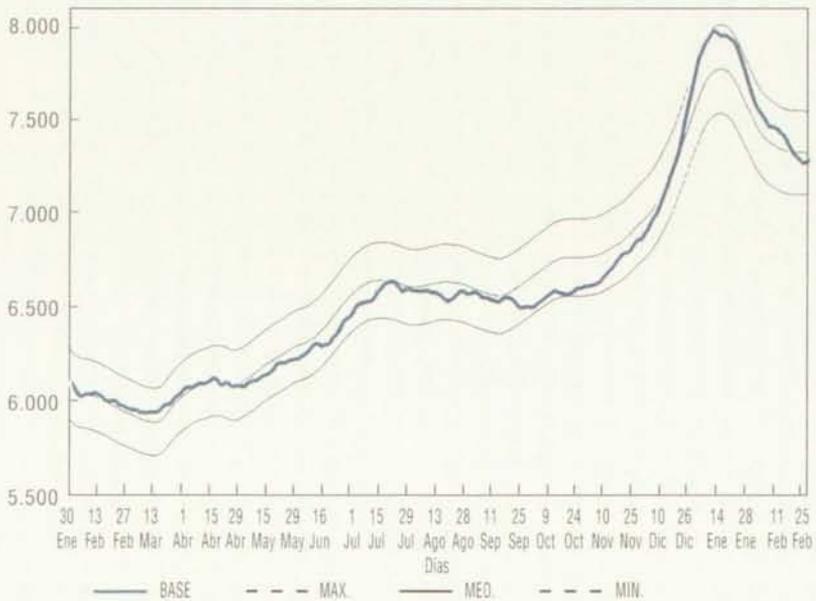
Fuente: Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos.

Gráfico 1
Base monetaria, 1996 - 1998
 (Miles de millones de pesos)



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

Gráfico 1A
Base monetaria, 1997 - 1998, promedio móvil diario de orden 20
 (Miles de millones de pesos)



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

1997 (37% de la base monetaria) y se situaron al finalizar el año en \$54 mm. Por su parte, las operaciones REPO atendieron gran parte de la demanda estacional de liquidez de fin de año y cerraron diciembre con un saldo de \$530 mm. (Cuadro 2)

Cuadro 2
Saldo de Operaciones de Mercado Abierto
(Miles de millones de pesos)

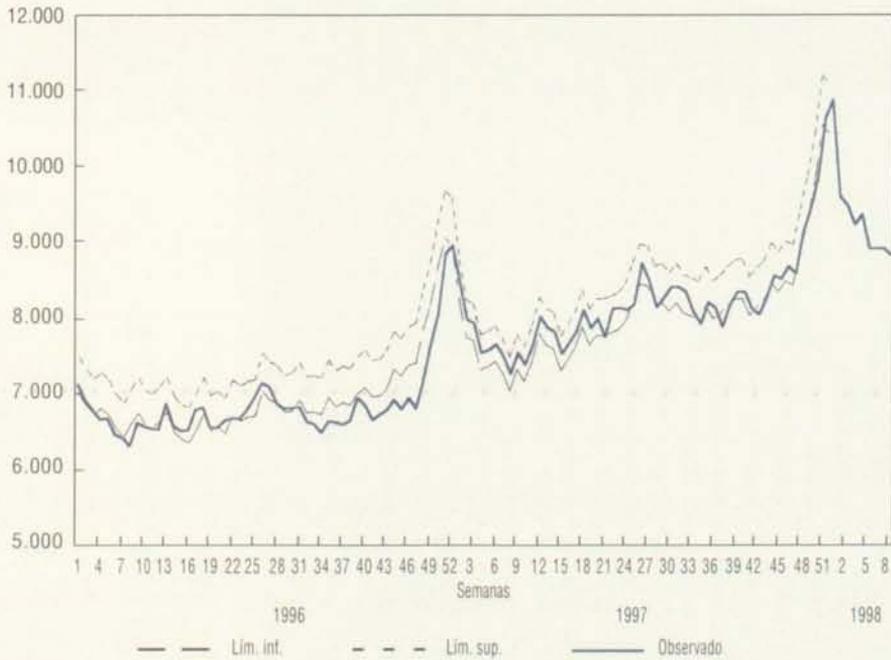
	Periodo	OMA	REPO
1997	Enero	1.951	
	Febrero	2.204	50
	Marzo	2.044	35
	Abril	2.154	
	Mayo	2.336	
	Junio	1.951	
	Julio	2.095	
	Agosto	2.277	
	Septiembre	1.978	
	Octubre	1.578	27
	Noviembre	1.027	11
	Diciembre	54	530
		Promedio	1.791
1998	Enero	323	37
	Febrero	204	410

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

Medios de pago

Los medios de pago ascendieron a \$10.948 mm., registrando una tasa de crecimiento anual de 21,7%. El componente del M1 que presentó el mayor dinamismo fue el efectivo, al crecer en 26,6%. Por su parte, las cuentas corrientes se incrementaron en 19,0%. Dentro de estas, las pertenecientes al sector privado aumentaron al 20,3% y las del sector público al 16,8%. El menor ritmo de crecimiento de las cuentas corrientes oficiales se explica por ajustes del Gobierno tendientes a hacer más eficiente el manejo del portafolio. En efecto, los CDT constituidos por el sector público aumentaron 28% y las cuentas de ahorro de dicho sector, 20,5%. El M1 se ubicó durante la mayor parte del año en la parte inferior de su respectivo corredor y en diciembre se acercó al límite superior (Gráfico 2).

Gráfico 2
Medios de pago M1, 1996 - 1998
 (Miles de millones de pesos)



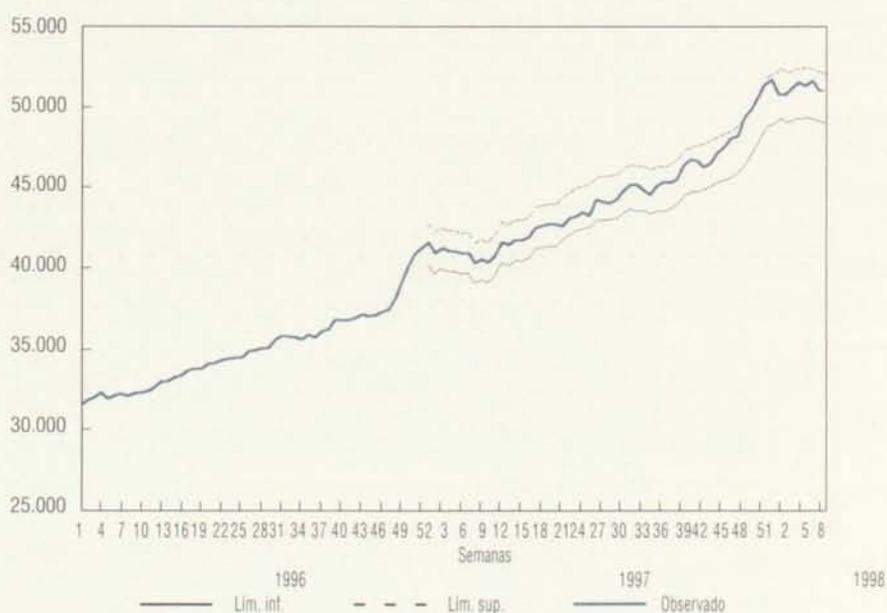
Fuente: Banco de la República. Subgerencia de Estudios Económicos.

M3 más bonos

El agregado M3 más bonos ascendió a \$51.588 mm., con variación de 25% anual. Los pasivos sujetos a encaje totalizaron \$42.112 mm. y los bonos emitidos por las entidades financieras \$5.374 mm., con crecimientos de 25,8% y 18,2%, respectivamente. Dentro de los pasivos sujetos a encaje sobresale el crecimiento de las cuentas de ahorro, estimulado, en parte, por las campañas adelantadas por varias entidades financieras para captar este tipo de recursos. Las cuentas de ahorro tradicional aumentaron \$2.444 mm., 45,6%, y las cuentas de ahorro en pesos de las CAV \$438 mm., 73,1%. En contraste, las cuentas corrientes y los CDT presentaron un menor dinamismo, al registrar incrementos anuales de 19% y 20,6%, respectivamente.

El agregado M3 más bonos se situó durante casi todo el año alrededor del punto medio de su corredor y en las últimas semanas aumentó ubicándose en la parte superior (Gráfico 3).

Gráfico 3
Medios de pago ampliados M3 + Bonos, 1996 - 1998
(Miles de millones de pesos)



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

Multiplicador

Si bien el multiplicador del agregado M3 más bonos en diciembre 31 de 1997 no presentó ninguna variación frente a igual fecha de 1996, su nivel promedio en el año aumentó de 5,98 a 6,7. Este crecimiento obedeció a una caída en el coeficiente de reserva promedio como consecuencia de las disminuciones de los encajes efectuadas a lo largo de 1996. En efecto, el encaje promedio se redujo de 10,6% en 1996 a 8,6% en 1997. Cabe recordar que, en 1996 el encaje para las cuentas corrientes de los bancos oficiales disminuyó de 60% a comienzos del año a 21% en noviembre; igualmente, el encaje de los depósitos a la vista se redujo en el mismo lapso de 60% a 21% y el encaje para los depósitos fiduciarios de 40% a 21%. Por su parte, el coeficiente de efectivo presentó una ligera reducción al pasar de un promedio de 7,4% en 1996 a 7,2% en 1997. Durante 1997 el multiplicador se mantuvo estable, presentando únicamente un incremento en las primeras semanas y un descenso en las últimas semanas del año, cambios que obedecieron exclusivamente a factores estacionales.

Cartera

La cartera del sistema financiero (sin FEN) registró una tasa de crecimiento anual de 27,2%, superior en 3,2 puntos porcentuales a la obtenida en

1996 (Cuadro 3). La cartera en moneda legal aumentó en 27,0%. Se debe destacar la reactivación del crédito en moneda nacional en el último trimestre de 1997, al elevarse su tasa de crecimiento anual de 21,4% en agosto a 27,0% al cierre del año. Por el contrario, la cartera en moneda extranjera presentó una tendencia descendente y al final del año registró en dólares un decrecimiento anual de 0,2% (en pesos, un crecimiento de 28,5%).

Cuadro 3
Evolución de la cartera total,
1997 - febrero 1998
(Porcentajes)

	Mes 1/	Cartera total 2/		
		M/N	M/E	Total
1997	Enero	23,8	18,4	23,1
	Febrero	23,8	18,7	23,1
	Marzo	23,6	15,5	22,5
	Abril	22,8	14,2	21,6
	Mayo	21,7	17,8	21,2
	Junio	21,8	22,1	21,9
	Julio	21,6	27,3	22,4
	Agosto	21,4	33,6	23,0
	Septiembre	22,0	43,7	24,7
	Octubre	24,6	50,3	27,7
	Noviembre	25,8	40,6	27,6
	Diciembre	27,0	28,5	27,2
1998	Enero	28,2	17,8	26,8
	Febrero	29,1	13,9	27,0

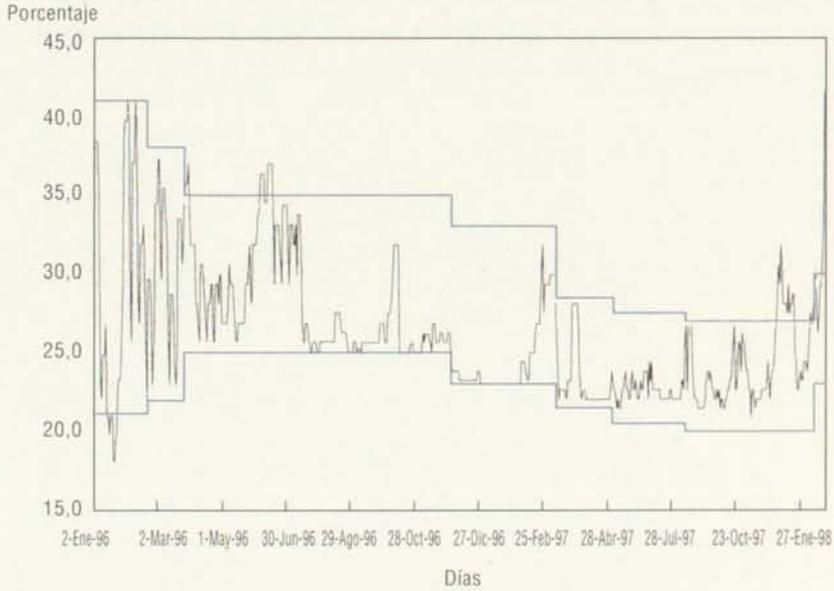
1/ Último día hábil del mes.
2/ No incluye la FEN.
Fuente: Informes semanales. Superintendencia Bancaria.

Tasas de interés

Las tasas de interés nominales mostraron a lo largo del año una tendencia descendente, acorde con la reducción observada en la tasa de inflación. La tasa de interés interbancaria se ubicó alrededor del 23,8%, inferior en casi 5 puntos porcentuales a la tasa promedio de 1996 (Gráfico 4). La tasa de interés nominal de captación a 90 días (DTF) descendió de 26,5% en enero a 22,9% en septiembre y aumentó nuevamente, cerrando el año en 24,3%, inferior en 3,8 puntos porcentuales al nivel presentado en diciembre de 1996 (Gráfico 5). A su vez, la tasa promedio de colocación del sistema financiero disminuyó de 37,6% en enero a 32,4% en noviembre, y en diciembre se elevó a 33,2%, inferior en 5,5 puntos porcentuales a la tasa registrada un año atrás. En términos reales, las tasas reales de interés activas y pasivas (una vez descontada la inflación) se ubicaron durante 1997 en niveles similares a los registrados en el último trimestre

Gráfico 4

Tasa interbancaria e intervención del Banco de la República, 1996 - 1998
(Tasa efectiva anual)



Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

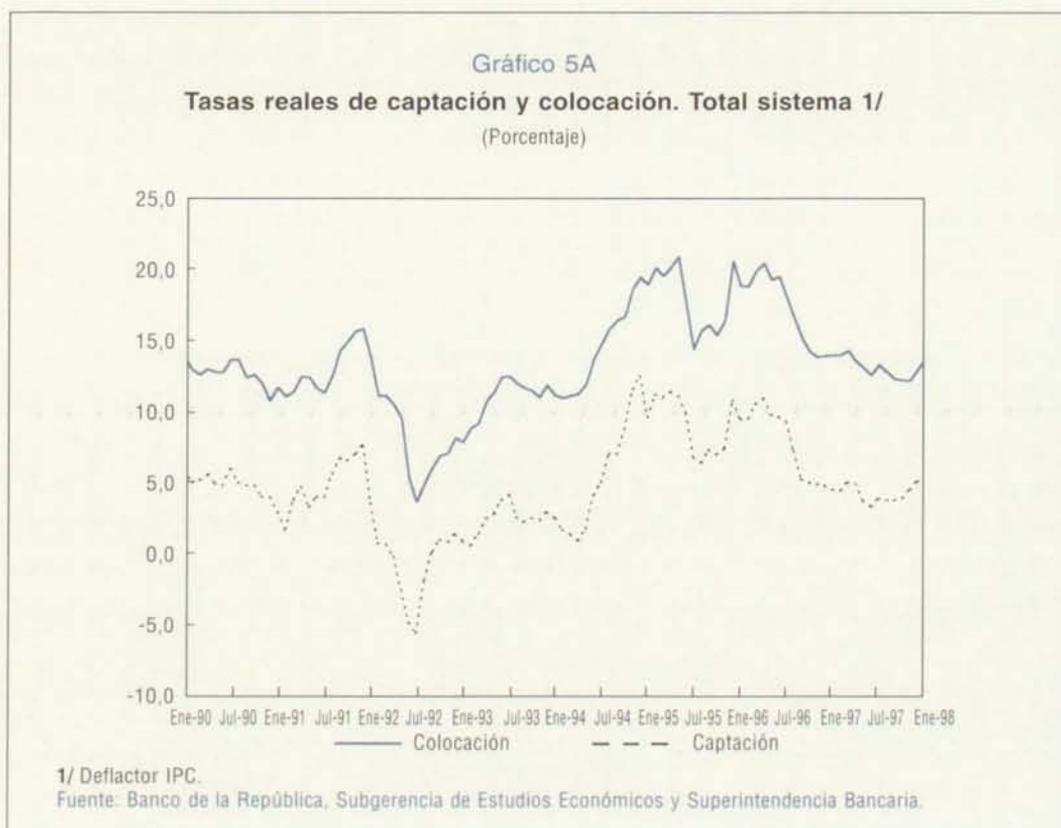
Gráfico 5

Tasa de captación y colocación - Total sistema
(Porcentaje)



Fuente: Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos y Superintendencia Bancaria.

de 1996 (Gráfico 5A). De otra parte, el margen de intermediación disminuyó en 1,7 puntos porcentuales, al pasar de 10,6% al cierre de 1996 a 8,9% al final de 1997.



En resumen, los agregados monetarios y crediticios evolucionaron durante 1997 dentro de los límites establecidos por la Junta Directiva con el fin de lograr la meta de inflación y de acuerdo con la demanda de dinero coherente con el crecimiento del producto.

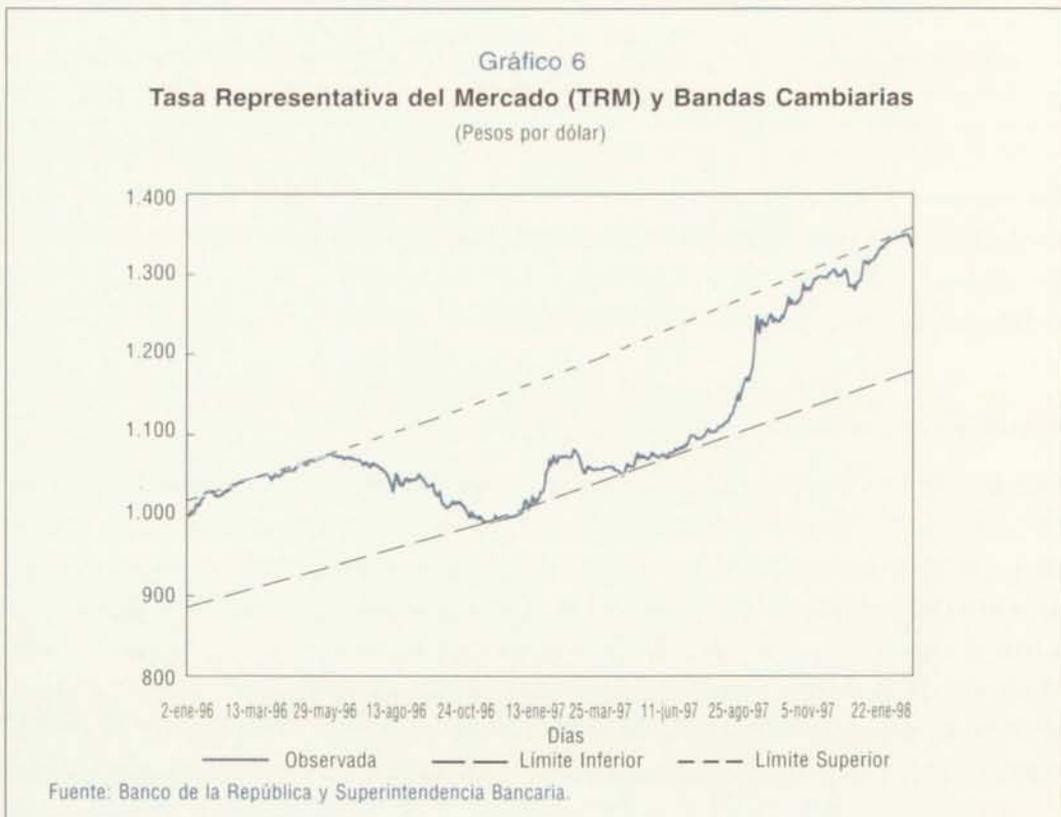
2. Política cambiaria

Desde 1994 la Junta Directiva ha manejado la política cambiaria mediante un sistema de *banda cambiaria*, en el cual se define unos límites superior e inferior dentro de los cuales fluctúa la tasa de cambio nominal de acuerdo con el mercado, y en sus límites el banco central se compromete a intervenir de manera ilimitada. Este régimen tiene la ventaja de facilitar el ajuste de la tasa de cambio ante condiciones variables de la economía, provee la flexibilidad necesaria para controlar el crecimiento de la cantidad de dinero y modera las expectativas de devaluación o revaluación. En

este contexto, la Junta guía la política cambiaria fijando dos parámetros de la banda: su amplitud y la devaluación de los límites inferior y superior. La amplitud de la banda se define en función del control monetario y del riesgo de tener una tasa de cambio real alejada de su nivel de equilibrio. Por su parte, la inclinación se define teniendo en cuenta la meta de inflación doméstica y las proyecciones de inflación de los principales socios comerciales, incorporando el hecho que la inflación colombiana está por encima de los promedios internacionales y tiene un fuerte componente inercial que podría llevar a una apreciación insostenible de la tasa de cambio real.

Tasa de cambio

La Junta Directiva tomó la determinación de incrementar en 1997 la pendiente de la banda cambiaria de 13,6% a 15%, debido a la revisión de la meta de inflación (de 17% en 1996 a 18% en 1997) y mantuvo la amplitud de más o menos 7% respecto del punto medio. La tasa de cambio comenzó el año cerca del piso de la banda, se separó transitoriamente del mismo entre febrero y marzo, y se acercó de nuevo en la segunda mitad del mes de abril (Gráfico 6). Entre el 21 de abril y finales de julio se ubicó, en



promedio, a \$15 del piso de la banda cambiaria. A partir del tercer trimestre experimentó un cambio notorio y se mantuvo cerca del techo de la banda. Durante los últimos cuatro meses se ubicó, en promedio, \$31,6 por debajo del límite superior. La tasa de cambio cerró el año en \$1.293,58, lo cual implica una devaluación anual del 28,7% y una devaluación promedio del 10,1%.

El comportamiento de la tasa de cambio durante el primer trimestre está relacionado con la promulgación y posterior declaración de inexequibilidad de la emergencia económica, la descertificación sin sanciones impuesta por los Estados Unidos y con las expectativas que se generaron en estos procesos. La depreciación que siguió obedece a varios factores, entre los cuales cabe destacar el aumento del costo relativo del endeudamiento externo. Dicho aumento se explica, a su vez, por la reducción de las tasas de interés domésticas y por el encarecimiento del depósito obligatorio para obtener financiación externa (Resolución Externa No. 5 del Banco de la República). Como consecuencia, se redujeron los desembolsos de crédito externo privado y, por el contrario, se presentó una sustitución de deuda externa por interna reflejada en pre-pagos substanciales de la primera. Otros factores que pudieron influir en la depreciación de la tasa de cambio en la segunda mitad de 1997 fueron el marcado cambio en la composición del financiamiento público a favor de la deuda interna, de acuerdo con lo programado, la recuperación de la dinámica de las importaciones y, en alguna medida, los efectos de la crisis asiática desatada en julio.

La evolución de la tasa de cambio nominal junto con la variación de los precios domésticos e internacionales, condujeron al finalizar el año a una devaluación de 7,5% del Índice de la Tasa de Cambio Real, que mide la competitividad externa del país asociada a los precios (Cuadro 4). En contraste, el índice que mide el precio relativo de los bienes transables y no transables (ITCR4), muestra una disminución de 4,3%².

B. Situación fiscal

Durante 1997 el sector público no financiero consolidado registró un déficit, antes de privatizaciones, de \$3.348 mm., nivel equivalente al 3,1% del PIB. Al incluir los ingresos por privatizaciones por \$3.966 mm, (3,67% del PIB³), el resultado fiscal es superavitario en \$618 mm., (0,57% del PIB). Frente a 1996, el déficit fiscal, antes de privatizaciones, se incrementó en 1,2% del PIB. Este deterioro se explica, principalmente,

Cuadro 4
Indice de la tasa de cambio real del peso colombiano
 (Base diciembre 1986 = 100)

Periodo	ITCR1	ITCR2	ITCR3	ITCR4	ITCR5	
1995	Enero	94,98	94,69	86,24	91,40	95,31
	Febrero	94,07	94,00	84,63	90,08	94,97
	Marzo	94,92	95,44	85,85	88,77	96,58
	Abril	95,51	96,12	86,70	88,96	97,95
	Mayo	95,14	95,59	86,05	88,49	97,08
	Junio	93,87	94,21	85,29	88,32	96,01
	Julio	95,64	95,96	86,68	89,07	96,94
	Agosto	98,87	98,89	89,10	89,31	98,62
	Septiembre	101,52	101,41	90,90	89,20	99,44
	Octubre	104,07	104,21	93,12	89,03	101,13
	Noviembre	104,81	106,04	93,98	89,01	101,21
	Diciembre	99,47	100,14	88,67	88,90	96,79
1996	Enero	99,31	98,84	87,34	88,39	97,01
	Febrero	99,37	99,01	86,40	86,91	97,08
	Marzo	99,86	99,46	86,54	86,62	97,37
	Abril	98,03	97,29	84,20	85,69	96,01
	Mayo	96,82	95,94	82,55	85,00	95,18
	Junio	97,72	96,92	82,63	84,64	94,56
	Julio	96,61	95,80	81,68	83,66	92,68
	Agosto	95,23	94,54	79,99	82,76	90,19
	Septiembre	94,31	93,53	78,84	82,02	87,95
	Octubre	90,79	90,05	76,30	81,12	84,10
	Noviembre	88,95	88,39	74,97	80,58	82,10
	Diciembre	88,61	87,99	74,39	80,29	80,68
1997 (p)	Enero	89,02	88,33	74,81	79,55	81,38
	Febrero	90,29	89,51	75,24	78,43	82,00
	Marzo	86,12	85,34	73,15	78,50	79,75
	Abril	84,27	83,50	71,97	78,45	78,60
	Mayo	84,96	84,18	72,50	78,33	79,55
	Junio	83,89	83,06	72,29	78,09	79,03
	Julio	85,24	84,29	72,70	77,78	78,74
	Agosto	86,87	85,80	73,50	76,96	78,32
	Septiembre	93,26	92,13	79,08	76,37	n.d.
	Octubre	94,90	93,82	81,65	75,87	n.d.
	Noviembre	96,32	95,27	83,13	76,22	n.d.
	Diciembre	95,28	94,17	82,25	76,81	n.d.
1998 (p)	Enero	94,26	91,10	82,14	76,62	n.d.
	Febrero	92,39	91,33	81,25	76,19	n.d.
Promedio	1995	97,74	98,06	88,10	89,21	97,67
	1996	95,47	94,81	81,32	83,97	91,24
	1997	89,20	88,28	76,02	77,61	n.d.
Variaciones anuales %	1995	6,60	7,77	3,48	(3,72)	3,62
	1996	(10,91)	(12,14)	(16,10)	(9,69)	(16,65)
	1997	7,53	7,02	10,56	(4,33)	n.d.

(p) Provisional.

n.d. No disponible.

ITCR1: Corresponde al ITCR del peso colombiano frente a 18 países. La ponderación obedece a la estructura del comercio global, sin café, en 1986. Utiliza el IPP para medir los precios internos y el IPM para todos los países excepto Francia, Perú y Ecuador.

ITCR2: Corresponde a la ITCR1 teniendo en cuenta solamente 9 de los 18 países: USA, Canadá, Alemania, España, Reino Unido, Japón, México, Venezuela y Ecuador, donde Alemania se representa a sí misma y a Holanda, Francia, Italia, Suecia y Suiza.

ITCR3: ITCR2 utilizando el IPC tanto interna como externamente. Cifras revisadas.

ITCR4: Obedece a la relación de los precios de los bienes transables y no transables. Como fuente se utiliza el IPC y la clasificación de los bienes realizada por el SITOD del Departamento Nacional de Planeación.

ITCR5: Índice del tipo de cambio efectivo real calculado para el peso colombiano frente a 18 países miembros del FMI. Utiliza el IPC para medir el comportamiento de los precios tanto internos como externos.

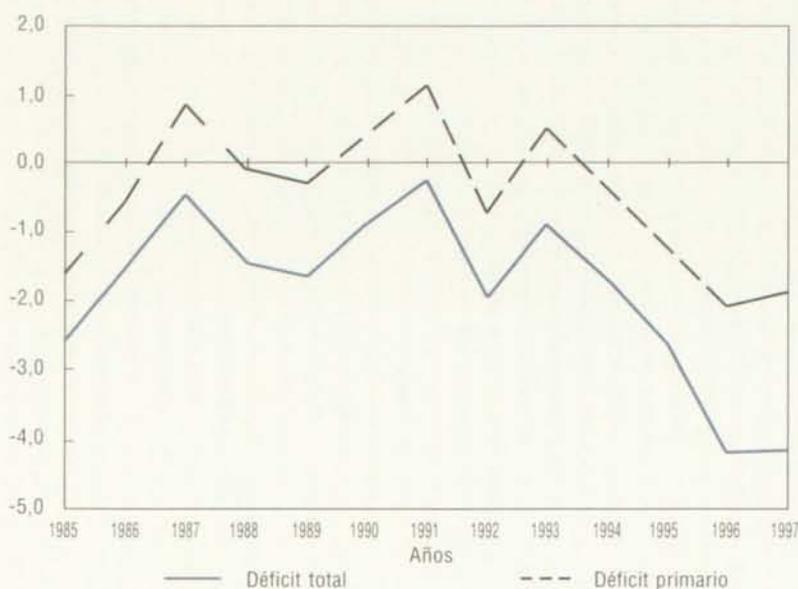
Fuente: Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos.

por el déficit del Gobierno, por la posición deficitaria del sector eléctrico y por la reducción del superávit del sector de la seguridad social.

A pesar de los mayores ingresos corrientes derivados de las reformas tributarias¹, el déficit del Gobierno se ha incrementado en los últimos años y desde 1996 supera el 4% del PIB (Gráfico 7). El gasto del Gobierno, sin incluir intereses, registró en 1997 un aumento anual de 24%, cifra levemente superior al 23% de crecimiento con el cual se había comprometido el Gobierno en la discusión de la programación financiera (véase Informe al Congreso de marzo de 1997). Es importante señalar que los pagos por intereses de la deuda representaron en 1997 el 2,3% del PIB, en tanto que para 1996 y 1995 correspondieron al 2,1% y 1,4%, respectivamente (Cuadro 5).

Al cierre de 1997, el saldo de los títulos en circulación del Gobierno Central (TES B) se incrementó en 63% anual, al pasar de \$5.897 mm. a \$9.614 mm. (Cuadro 6). El saldo de los TES equivale al 19% del agregado M3 más bonos, frente al 12% registrado al cierre de 1996, lo cual implicó una importante transferencia del ahorro financiero disponible en la economía hacia el sector público.

Gráfico 7
Déficit del Gobierno Central, 1985 - 1997
(Como porcentaje del PIB)



Nota: El déficit primario excluye el pago por intereses de deuda.
Fuente: Consejo Superior de Política Fiscal (CONFIS).

Cuadro 5
Gobierno Nacional Central operaciones efectivas 1/
(Miles de millones de pesos)

Descripción	1996	1997	Porcentaje del PIB	Crecimiento anual %
I. Ingresos de operaciones efectivas (A + B) 2/	12.049	15.283	14,2	26,8
A. Ingresos tributarios	10.172	13.148	12,2	29,3
Renta e IVA interno	7.022	9.171	8,5	30,6
Aduanas e IVA importaciones	2.487	3.248	3,0	30,6
Gasolina	637	636	0,6	(0,1)
Otros	25	93	0,1	265,3
B. Ingresos no tributarios y otros 3/	1.877	2.134	2,0	13,7
II. Gastos totales	15.783	19.786	18,3	25,4
A. Funcionamiento	11.169	13.930	12,9	24,7
Servicios personales	2.401	2.848	2,6	18,6
Gastos generales	853	1.329	1,2	55,7
Transferencias	7.915	9.753	9,0	23,2
B. Intereses de la deuda	1.879	2.484	2,3	32,2
Internos	1.411	1.811	1,7	28,3
Externos	467	674	0,6	44,2
C. Inversión	2.316	3.169	2,9	36,8
D. Préstamo neto a entidades	420	203	0,2	(51,7)
III. Superávit (+) o déficit (-) total (I-II)	(3.734)	(4.504)	(4,2)	
IV. Superávit (+) o déficit (-) con privatizaciones	(2.987)	(4.074)	(3,8)	

1/ Cifras preliminares.

2/ No incluye ingresos por privatizaciones.

3/ Incluye tasas, multas, contribuciones, excedentes financieros de establecimientos públicos, recuperación de cartera y rentas parafiscales.

Fuente: Consejo Superior de Política Fiscal (CONFIS).

Cuadro 6
Saldo de Títulos de Tesorería
en circulación, 1992 - 1997, TES - Clase B

Fin de año	Millones de pesos	Porcentaje del PIB
1992	289.754	0,87
1993	982.130	2,24
1994	2.091.444	3,61
1995	3.864.314	5,27
1996	5.897.200	6,64
1997	9.614.123	8,91

Fuente: Banco de la República.

Las finanzas públicas consolidadas muestran un menor déficit que el del Gobierno Central, gracias al superávit del sector de la seguridad social (1,3% del PIB), al superávit del Fondo Nacional del Café (0,17% del PIB) y a los resultados financieros de las empresas industriales y comerciales del Estado (Cuadro 7).

Cuadro 7		
Déficit total del Sector Público no Financiero 1997 (Antes de privatizaciones)		
Concepto	1997 1/	
	Mil. millones de pesos	Porcentaje del PIB
Eléctrico	(257)	(0,24)
CARBOCOL	64	0,06
F.A.E.P.	59	0,05
ECOPETROL	(308)	(0,29)
TELECOM	210	0,19
Metro de Medellín	(22)	(0,02)
Resto de entidades	142	0,13
Seguridad social	1.398	1,30
Regional y local	(297)	(0,27)
Entidades no incluidas	(13)	(0,01)
Fondo Nacional del Café	181	0,17
Gobierno Nacional	(4.504)	(4,17)
Total	(3.348)	(3,10)
1/ Cifras preliminares. Fuente: (CONFIS).		

III. EVOLUCION DE LA ECONOMIA DURANTE 1997

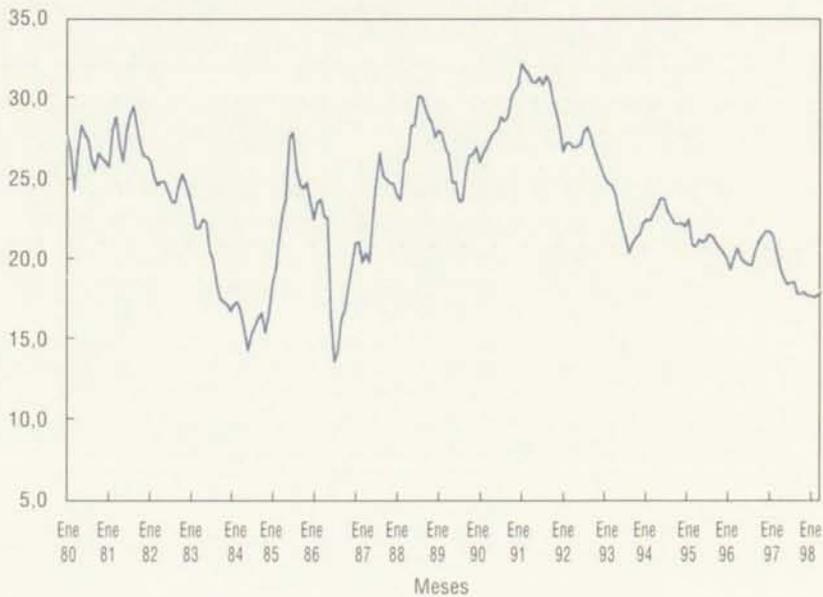
A. Precios

Inflación al consumidor

Como se mencionó, los precios al consumidor presentaron en 1997 una variación anual inferior a la meta establecida por la Junta Directiva del Banco de la República. Asimismo, la reducción de la inflación del año anterior es una de las mayores observadas en el país en las últimas décadas y el 17,7% registrado en diciembre es la tasa más baja desde octubre de 1986 (Gráfico 8 y Cuadro 8).

Al igual que lo ocurrido en años anteriores, los subgrupos que en 1997 registraron variaciones anuales de precios por encima del total corres-

Gráfico 8
Indice de precios al consumidor
(Variaciones Anuales)



Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE).

Cuadro 8
Indice de precios al consumidor
Total nacional ponderado 1993 - 1997
(Variaciones anuales - diciembre)

Descripción	1993	1994	1995	1996	1997
Alimentos	14,5	23,0	16,2	18,3	16,4
Vivienda	29,5	24,7	21,6	24,0	17,6
Vestuario	18,2	12,9	12,6	11,0	9,4
Salud	27,1	26,8	23,1	22,2	21,5
Educación	28,0	25,7	25,9	36,7	22,8
Transporte	26,7	18,8	17,6	20,0	21,3
Otros gastos	23,5	18,8	23,4	18,9	18,2
Total sin alimentos	26,8	22,4	21,0	23,2	18,2
Total IPC	22,6	22,6	19,5	21,6	17,7

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

ponden en gran parte al sector de servicios: educación y esparcimiento (22,8%), salud (21,5%), transporte (21,3%) y otros gastos (18,2%). En contraste, registran crecimientos acumulados inferiores a los del IPC total, los subgrupos de alimentos (16,4%), vestuario (9,4%) y vivienda (17,6%). El comportamiento de los precios de este último grupo es sobresaliente, ya que desde 1993 venían creciendo a tasas muy superiores a la de inflación total y se habían constituido en uno de los obstáculos mayores a la reducción de la inflación.

Inflación básica

Los cambios en el índice de precios al consumidor con frecuencia reflejan fenómenos temporales, ajenos a las tendencias de la inflación de mediano y largo plazo. Este es el caso de la caída en la oferta de alimentos, ocasionada por variaciones extremas en el clima, cuyo efecto sobre los precios tiende a revertirse en el transcurso de uno o dos semestres. Para las autoridades monetarias, es de gran importancia determinar si un repunte en la inflación responde a factores pasajeros o si está reflejando impulsos inflacionarios más permanentes.

La inflación básica es aquella que excluye el efecto de los choques de oferta de corto plazo y, por ende, es de gran valor en la formulación de la política anti-inflacionaria. En el Cuadro 9 se presentan algunos indicadores de inflación básica. Dos de ellos -la media truncada y el IPC básico- muestran un incremento de precios inferior al registrado por el IPC en 1997.

Cuadro 9
Indicadores de inflación básica
(Variaciones porcentuales anuales)

	Diciembre		
	1995	1996	1997
Inflación básica			
1. IPC sin alimentos 1/	21,0	23,2	18,2
2. IPC básica 2/	21,5	22,4	17,1
3. Mediana 3/	18,7	18,9	18,0
4. Media truncada 4/	19,0	18,4	16,4

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

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

3/ Corresponde a la mediana ponderada de toda la canasta.

4/ Corresponde a la media ponderada truncada al 10% en cada cola.

Fuente: Banco de la República. Subgerencia de Estudios Económicos y DANE.

De otra parte, los dos restantes, el IPC sin alimentos y la mediana ponderada, excedieron levemente la inflación. En general, estos índices sugieren que la inflación básica en 1997 parece haber estado muy cercana a la inflación medida a través del IPC y que no se produjeron grandes choques temporales de precios relativos.

Inflación del producto

El IPP es un indicador que está diseñado para captar las fluctuaciones de los precios en sus etapas anteriores a la presentación final al consumidor. El IPP no incorpora tarifas de servicios pero sí los precios de productos e insumos de sectores como la minería y la agroindustria que no aparecen en el IPC. Por consiguiente, el IPP es un indicador que contiene más productos que se comercian internacionalmente y es más sensible que el IPC a las fluctuaciones de la tasa de cambio nominal y a los cambios en los precios internacionales.

En 1997, el índice de precios del productor (IPP) registró un aumento de 17,5%, superior en 3 puntos porcentuales al de 1996 (Cuadro 10). Se destaca el incremento en los precios de los bienes agrícolas, los cuales

Cuadro 10
Índice de precios del productor 1993 - 1997
 (Variaciones anuales - diciembre)

Actividad	1993	1994	1995	1996	1997
Clasificación CUODE					
Consumo intermedio	10,9	21,8	15,6	12,5	16,6
Consumo final	15,5	21,6	15,8	17,9	19,3
Formación bruta de capitales	12,9	12,7	14,2	11,8	13,3
Materiales de construcción	22,1	14,6	11,7	14,4	17,5
Clasificación por procedencia					
Producidos y consumidos	13,7	22,3	14,8	15,8	17,7
Importados	10,0	10,5	19,8	6,1	15,9
Exportados	9,7	39,4	4,3	7,5	36,5
Clasificación CIU					
Agricultura, silvicultura y pesca	11,6	37,5	13,0	14,7	23,3
Minería	10,8	4,8	15,4	16,0	5,5
Industria manufacturera	13,8	16,2	16,3	14,4	15,8
Total	13,2	20,7	15,4	14,5	17,5

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

pasaron de crecer 14,7% en 1996 a 23,3% en 1997, y la aceleración en la inflación de bienes importados, cuyo crecimiento pasó de 6,1% en 1996, a 15,9% en 1997. Esto último refleja en parte la mayor devaluación nominal registrada el año anterior. Los únicos precios que mostraron un menor ritmo de crecimiento fueron aquellos relacionados con la minería, en parte como resultado de la caída en los precios de carbón y sal y la estabilidad en las cotizaciones del gas natural.

B. Actividad económica

Producto Interno Bruto (PIB)

De acuerdo con estimaciones preliminares del Departamento Nacional de Planeación (DNP), en 1997 el valor del PIB a precios constantes registró un crecimiento de 3,2%, cifra superior al 2,1% observado en 1996. Esta aceleración del ritmo de crecimiento económico se originó principalmente en la recuperación del crecimiento de la industria manufacturera y el comercio. El sector agropecuario y el sector del transporte y las comunicaciones, se estima, crecieron a la misma tasa del año anterior y el resto de sectores registraron caída en su tasa de crecimiento (Cuadro 11).

Durante el primer trimestre de 1997 se calcula que el PIB real cayó 0,4% respecto al mismo período del año anterior, continuando así la fase de desaceleración de la actividad económica que comenzó en el segundo semestre de 1996 (Cuadro 12). En ese trimestre, la agricultura, la industria, el comercio y la minería presentaron tasas negativas de crecimiento. Sólo los servicios, y en especial los personales y del Gobierno, expandieron su actividad productiva en términos reales.

A partir del segundo trimestre del año mejoró la evolución de la actividad económica. El PIB real aumentó 3,1% en ese período y finalizó el año creciendo a tasas cercanas al 5%. La producción industrial se expandió y terminó creciendo a una tasa superior al 8% respecto al mismo período del año anterior. Algo similar ocurrió con el comercio, la minería, el sector financiero, el transporte y las comunicaciones. El resto de servicios desaceleró su crecimiento. Durante los dos últimos años tan sólo el sector de transporte y comunicaciones y el de servicios comerciales y personales exhibieron tasas de crecimiento positivas en cada trimestre.

Cuadro 11
Crecimiento porcentual del PIB por grandes agrupaciones
de actividad económica a precios constantes de 1975

Sectores económicos	1993	1994	1995 (p)	1996 (pr)	1997 (e)
1. Agropecuario, silvicultura, pesca y caza	3,24	0,94	3,83	0,18	0,20
Agropecuario	3,47	1,10	3,61	0,54	0,20
Café pergamino	(15,24)	(11,68)	13,80	(18,50)	(5,30)
Agropecuario sin café	6,59	2,79	2,45	2,95	0,80
Sector agrícola	5,86	(2,11)	(1,50)	1,40	(1,50)
Sector pecuario	7,39	6,92	5,87	4,19	2,50
Silvicultura, pesca y caza	(2,41)	(3,05)	11,22	(10,10)	1,40
2. Explotación de minas y canteras	(1,66)	1,62	21,29	7,69	3,30
3. Industria manufacturera	1,65	1,56	2,59	(2,72)	2,50
Café elaborado	(16,91)	(10,65)	(13,70)	8,70	5,70
Resto de la industria	4,78	3,20	4,23	(3,85)	2,20
4. Electricidad, gas y agua	14,03	6,16	4,73	2,84	3,50
5. Construcción	18,20	19,23	2,39	(0,48)	0,40
6. Comercio, restaurantes y hoteles	9,14	6,08	8,00	(0,33)	3,90
Comercio	10,32	6,92	10,15	(0,10)	4,30
Restaurantes y hoteles	4,60	2,67	(1,10)	(1,40)	2,00
7. Transporte, almacenamiento y comunicaciones	4,35	5,80	4,15	4,51	4,30
Transporte y almacenamiento	4,45	5,54	3,21	1,52	3,00
Comunicaciones	3,96	6,78	6,80	16,10	8,90
8. Sector financiero	5,29	13,02	7,62	4,72	3,70
Financieros y otros servicios a empresas	6,38	18,77	14,49	5,75	4,10
Alquileres de vivienda	4,00	6,10	2,00	3,20	3,00
9. Servicios comunales, sociales y personales	1,05	3,81	6,39	9,43	4,80
Servicios del gobierno	0,20	2,74	6,97	10,90	3,90
Servicios personales	2,89	6,49	5,63	7,10	7,40
Servicios domésticos	2,40	2,39	2,40	1,80	2,10
Menos: Servicios bancarios imputados	13,80	16,20	17,80	9,20	4,10
Subtotal valor agregado	3,75	4,71	5,25	1,99	2,80
Más: Derechos e imptos. sobre importaciones	48,19	25,99	12,15	2,80	7,60
Producto Interno Bruto	5,39	5,81	5,68	2,04	3,20

(p) provisional.

(pr) Preliminar.

(e) Estimado, DNP.

Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) y Departamento Nacional de Planeación (DNP).

Cuadro 12
Producto Interno Bruto trimestral, por ramas de actividad

(Millones de pesos de 1975)

Actividad	Crecimiento %					
	1996 (pr)			1997 (e)		
	III	IV	Total	I	II	III
1. Agropecuario, silvicultura, pesca y caza	1,4	(1,1)	0,2	(3,2)	4,7	2,1
Agropecuario	1,5	(0,6)	0,5	(3,3)	4,8	2,1
Agropecuario (sin café)	3,2	6,3	2,9	(0,2)	3,6	1,6
Café pergamino	(17,3)	(32,7)	(18,5)	(34,0)	18,4	9,0
Sector agrícola (sin café)	2,8	5,2	1,4	(2,0)	2,3	1,6
Sector pecuario	3,6	7,1	4,2	1,6	4,5	1,5
Silvicultura, pesca y caza	(2,1)	(13,4)	(10,1)	0,8	0,9	3,9
2. Explotación de minas y canteras	8,8	3,8	7,7	(0,6)	0,1	1,4
3. Industria manufacturera	(3,5)	(7,5)	(2,7)	(4,3)	1,6	3,8
Café elaborado	9,1	1,6	8,7	2,8	12,0	(2,8)
Resto de la industria	(4,6)	(8,5)	(3,8)	(5,0)	0,6	4,5
4. Electricidad, gas y agua	2,9	2,7	2,8	1,2	4,7	4,3
5. Construcción	(2,7)	(0,9)	(0,5)	(5,0)	(3,9)	3,3
Edificaciones	(25,5)	(22,0)	(22,1)	(7,4)	(5,0)	1,7
Obras civiles	12,5	15,6	16,0	(3,8)	(3,4)	4,0
Obras civiles públicas	(2,5)	6,7	7,8	(3,6)	(3,6)	3,5
Obras civiles privadas	60,0	60,0	49,5	(4,7)	(2,7)	5,0
6. Comercio, restaurantes y hoteles	0,5	(3,6)	(0,3)	(1,6)	2,3	5,4
7. Transporte y almacenamiento y comunicaciones	2,2	6,0	4,5	2,1	4,0	4,8
Transporte y almacenamiento	(0,1)	3,4	1,5	(0,4)	1,3	3,1
Comunicaciones	11,2	16,1	16,1	9,8	13,1	10,6
8. Sector financiero	6,3	(0,2)	4,7	2,9	1,8	3,0
Financieros y otros servicios a las empresas	8,2	(2,2)	5,8	2,6	1,5	3,0
Alquiler de vivienda	3,3	2,8	3,2	3,3	2,2	3,0
9. Servicios comunales, sociales y personales	9,7	9,9	9,4	6,0	3,3	4,2
Servicios del gobierno	13,2	12,9	12,4	6,9	3,4	4,5
Servicios personales	3,4	3,0	3,8	4,6	3,4	3,6
Servicios médicos y otros de salud	8,8	8,2	10,0	9,6	4,3	3,0
Educación privada	5,9	6,2	6,2	5,1	4,5	5,0
Otros servicios personales	(5,0)	(4,0)	(4,2)	(2,1)	1,5	3,5
Servicios domésticos	1,9	1,3	1,8	1,8	2,0	2,5
Menos: Servicios bancarios imputados	7,9	8,5	9,2	0,2	2,6	5,9
Subtotal valor agregado	2,3	(0,5)	2,0	(0,4)	2,5	3,4
Más: Derechos e Impuestos/Importaciones	2,6	(8,4)	2,8	(0,8)	10,5	17,6
Producto Interno Bruto	2,3	(1,0)	2,0	(0,4)	3,1	4,4

(pr) Preliminar.

(e) Estimado.

Fuente: DANE y DNP - Umacro.

Oferta y demanda total

Las importaciones de bienes y servicios, medidas a precios constantes, aumentaron 7,7%. Esta cifra y la expansión del PIB generaron una oferta total en 1997 superior en 4,3% a la del año anterior. Por el lado de la demanda agregada, las exportaciones y la formación de capital fijo avanzaron a un ritmo mayor que el registrado en 1996. Las exportaciones de bienes y servicios, medidas a precios constantes, crecieron 10%, muy superior al 4% de crecimiento observado un año atrás (Cuadro 13).

La formación bruta de capital aumentó en 4%, lo que contrasta con la tasa negativa de crecimiento registrada el año anterior. El comportamiento de este rubro por sector demandante indica que la inversión física de las administraciones públicas creció menos en 1997, 5,4% comparada con el 24,8% estimado para 1996, mientras la formación de capital fijo de origen privado exhibió un crecimiento de 3,2%, recuperándose de la fuerte caída de 30% registrada en 1996.

El consumo final aumentó 2,8%, cifra ligeramente inferior al 3,1% registrado en 1996. Dentro de este agregado el consumo público creció a una tasa de 4,7%, lo que contrasta con el crecimiento promedio de 9,5% registrado en los cinco años anteriores. Por su parte, el consumo privado aumentó 2,4% (frente a 1,7% en 1996). A pesar de este modesto crecimiento, lo cual pudo aumentar el ahorro, las últimas estimaciones del DNP indican que el ahorro interno se mantiene aún en un nivel inferior al 14% del PIB, cifra que contrasta con el promedio histórico del ahorro en Colombia (del 18% para el período 1970-1997, y más de 20% entre 1986 y 1991, Cuadro 14).

Empleo y desempleo

La Encuesta Nacional de Hogares reportó incrementos de las tasas de desempleo en cada uno de los trimestres de este año frente a lo observado en iguales períodos de 1996 (Cuadro 15). Para diciembre, la tasa de desempleo en el conjunto de las siete principales áreas urbanas fue 12%, superior en 0,7 puntos a la de diciembre de 1996.

No obstante, conviene hacer algunas precisiones. En primer lugar, durante el último trimestre, la tasa de desempleo, 12%, fue inferior a la observada durante los demás trimestres del año. Si bien esto obedece parcialmente al patrón estacional de esta variable, puede mostrar un quiebre en las tendencias del desempleo. Así, en septiembre y diciembre se observa

Cuadro 13
Descomposición del Producto Interno Bruto (PIB)
según componentes del gasto, 1990 a 1997 (estimado) 1/

Concepto	Crecimiento porcentual							
	1990	1991	1992	1993	1994	1995(p)	1996(pr)	1997(e)
Consumo final	3,03	1,81	4,11	5,70	7,30	4,87	3,09	2,77
Consumo de los hogares	3,02	1,57	3,03	6,10	5,92	4,30	1,66	2,37
Consumo de las administraciones públicas	3,09	3,25	10,56	3,44	15,23	7,93	10,40	4,66
Formación bruta de capital	(1,17)	(8,74)	42,98	38,20	26,71	10,52	(1,18)	4,05
Formación bruta de capital fijo	(3,34)	(6,17)	12,42	36,26	21,43	6,84	(6,60)	4,48
Inversión pública	(20,61)	3,10	26,88	14,97	40,19	5,75	24,77	5,44
Inversión privada	10,24	(11,42)	2,88	53,57	10,01	7,69	(30,50)	3,18
Variación de existencias	21,08	(29,72)	376,86	43,20	39,66	18,36	9,25	3,34
Absorción o demanda interna	2,31	0,06	9,99	12,09	12,01	6,42	1,88	3,12
Exportaciones	17,59	11,96	5,59	6,22	0,04	8,45	4,25	10,10
Importaciones	7,85	3,42	41,35	37,07	24,25	10,08	2,96	7,70
PIB	4,28	2,00	4,04	5,37	5,81	5,68	2,04	3,16

Concepto	Participación porcentual							
	1990	1991	1992	1993	1994	1995(p)	1996(pr)	1997(e)
Consumo final	79,10	78,95	78,99	79,23	80,34	79,73	80,55	80,25
Consumo de los hogares	67,98	67,69	67,04	67,49	67,56	66,68	66,43	65,92
Consumo de las administraciones públicas	11,12	11,25	11,96	11,74	12,78	13,05	14,12	14,33
Formación bruta de capital	15,73	14,07	19,34	25,36	30,37	31,76	30,76	31,03
Formación bruta de capital fijo	14,01	12,89	13,93	18,01	20,67	20,89	19,13	19,37
Inversión pública	5,07	5,12	6,25	6,81	9,03	9,03	11,05	11,29
Inversión privada	8,95	7,77	7,68	11,20	11,64	11,86	8,08	8,08
Variación de existencias	1,71	1,18	5,41	7,35	9,70	10,87	11,63	11,66
Absorción o demanda interna	94,82	93,02	98,33	104,59	110,71	111,49	111,31	111,27
Exportaciones	20,72	22,74	23,08	23,26	21,99	22,57	23,06	24,61
Importaciones	15,55	15,76	21,41	27,85	32,70	34,07	34,37	35,89
PIB	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

(p) Provisional.
 (pr) Preliminar DANE.
 (e) Estimación, DNP.
 1/ Las cifras de inversión pública y privada corresponden a estimaciones del DNP.
 Fuente: DANE y DNP.

Cuadro 14
Ahorro interno como porcentaje del PIB 1/

Año	Total	Público	Privado
1990	21,4	7,2	14,1
1991	22,7	9,7	12,9
1992	19,0	8,7	10,3
1993	19,5	8,8	10,7
1994	18,6	9,4	9,2
1995	16,9	8,8	8,1
1996	12,9	5,9	7,0
1997	13,8	6,9	6,8
1998	14,2	6,1	8,2

1/ Para 1995, 1996, 1997 y 1998 corresponde a estimaciones del DNP.

Fuente: DANE y DNP.

ron reducciones consecutivas del número de desempleados para las siete ciudades, cosa que no sucedía desde mediados de 1994.

En segundo lugar, aunque la tasa de desempleo creció para todas las áreas cubiertas por el DANE, en algunas el fenómeno fue particularmente intenso. Tal es el caso de Cali, donde la tasa de desempleo alcanzó un promedio anual del 17%, 3 puntos porcentuales por encima de lo observado en 1996. Algo similar sucedió en Medellín y Pasto, cuyas tasas de desempleo se situaron alrededor del 15%. En contraste, Bogotá, como ha sido usual durante esta década, exhibió la menor tasa de desempleo promedio para 1997: 10%.

En tercer lugar, y a diferencia de lo ocurrido durante 1996, en 1997 el ingreso de nuevas personas a la fuerza laboral (PEA) contribuyó a explicar las altas tasas de desempleo. Fue así como la Tasa Global de Participación (TGP) se incrementó considerablemente, comparada con la de 1996. En diciembre de 1997 la TGP se situó en 61,5% frente a 59,8% en igual mes del año anterior. Esto explica el crecimiento de la tasa de desempleo a pesar de un incremento del número de ocupados similar al promedio de la década.

Si bien los niveles de empleo urbano total mostraron alguna mejoría, no se puede decir lo mismo del empleo industrial. De acuerdo con la Mues-

Cuadro 15

Tasa de desempleo, participación global y bruta de las áreas metropolitanas

Áreas metropolitanas	Tasa de desempleo					
	Septiembre	Diciembre	Marzo	Junio	Septiembre	Diciembre(p)
	1996	1996	1997	1997	1997	1997
Santafé de Bogotá, D.C.	10,3	9,1	8,5	11,4	9,9	10,5
Medellín-Valle de Aburrá	13,3	13,5	16,3	15,3	13,8	12,5
Cali - Yumbo	14,9	14,0	17,2	18,4	17,0	16,5
Barranquilla - Soledad	12,1	11,2	12,8	11,4	12,1	10,6
Total cuatro áreas	11,9	11,1	12,2	13,4	12,2	12,1
B/manga - Floridablanca	10,8	12,0	12,7	11,5	9,6	11,5
Manizales - Villa María	12,9	13,8	13,8	12,0	12,1	12,2
Pasto	15,5	13,9	14,9	15,1	15,8	14,2
Total tres áreas	12,2	12,8	13,4	12,4	11,5	12,2
Total siete áreas	11,9	11,3	12,3	13,3	12,1	12,0

Áreas metropolitanas	Tasa de participación global /1					
	Septiembre	Diciembre	Marzo	Junio	Septiembre	Diciembre(p)
	1996	1996	1997	1997	1997	1997
Santafé de Bogotá, D.C.	61,3	61,1	57,8	60,0	61,5	62,7
Medellín-Valle de Aburrá	56,9	58,4	58,7	58,4	57,4	59,3
Cali - Yumbo	57,5	58,3	59,4	63,2	62,6	63,9
Barranquilla - Soledad	52,6	54,5	54,7	55,4	53,8	55,6
Total cuatro áreas	58,7	59,3	57,9	59,6	59,9	61,3
B/manga - Floridablanca	64,0	67,3	64,0	64,3	59,5	65,9
Manizales - Villa María	55,2	55,5	55,7	55,3	55,7	56,6
Pasto	65,2	64,4	62,6	64,9	65,1	65,7
Total tres áreas	62,1	63,9	61,8	62,3	59,8	63,6
Total siete áreas	59,1	59,8	58,3	59,9	59,9	61,5

Áreas metropolitanas	Tasa de participación bruta /2					
	Septiembre	Diciembre	Marzo	Junio	Septiembre	Diciembre(p)
	1996	1996	1997	1997	1997	1997
Santafé de Bogotá, D.C.	47,8	47,9	45,8	47,2	48,7	48,8
Medellín-Valle de Aburrá	44,2	45,3	45,8	45,7	45,4	46,1
Cali - Yumbo	45,2	45,3	46,2	48,5	48,8	49,8
Barranquilla - Soledad	39,4	40,8	41,4	42,4	41,5	42,6
Total cuatro áreas	45,6	46,0	45,4	46,5	47,0	47,6
B/manga - Floridablanca	49,4	50,9	49,1	49,3	45,8	50,4
Manizales - Villa María	43,2	43,3	43,4	43,7	42,8	44,0
Pasto	50,3	48,7	47,7	49,0	49,7	50,1
Total tres áreas	48,1	48,7	47,5	47,9	45,9	48,9
Total siete áreas	45,9	46,4	45,6	46,7	46,9	47,8

(p) Provisional.

1/ La participación global es la población económicamente activa / la población en edad de trabajar.

2/ La participación bruta es la población económicamente activa / la población total.

Fuente: Encuesta Nacional de Hogares, DANE.

tra Mensual Manufacturera del DANE, para octubre, el empleo del sector seguía reduciéndose frente a los niveles observados en 1996, con una caída de 5,9%. Esta disminución contrasta con el aumento, ya reseñado, de la producción industrial y se explica, muy probablemente, por el hecho que los salarios nominales del sector tuvieron un crecimiento desproporcionado: 23,5% mientras que el índice de precios del productor industrial creció 15,2%⁵.

C. Sistema financiero

Los establecimientos de crédito, al finalizar 1997, alcanzaron un volumen de activos de \$73,8 billones, cifra superior al año anterior en 28,7%, lo que significa un crecimiento real de 9.4 puntos. Por su parte, el patrimonio totalizó \$10,2 billones, con una variación anual de 22.9% y un crecimiento real de 4 puntos. No obstante, el capital pagado y las reservas aumentaron en 35,4%, que en términos reales equivalen a 15 puntos. En estas condiciones, el crecimiento de estas entidades financieras fue más dinámico en 1997 que en el año inmediatamente anterior (26,8%), siendo respaldado por una mayor capitalización efectiva derivada de los recientes ajustes en el interior del sector financiero. Sin embargo, continuó observándose un deterioro generalizado en los principales indicadores de desempeño. Los activos improductivos como proporción del activo y del patrimonio continuaron deteriorándose al situarse en 2,89% y 20,2% frente a 1,95% y 13,1%, respectivamente.

En Colombia el proceso de globalización del sistema financiero ha llevado a fusiones y adquisiciones en el interior del sistema financiero, como ha ocurrido en la mayoría de los países. En efecto, el número de establecimientos de crédito que conforman el sector cambió de manera sensible en 1997, al pasar de 139 a 126, como resultado de 9 procesos de fusión o absorción, 3 de intervención para liquidar y uno de liquidación voluntaria. Adicional a ello, se observaron más de 20 procesos de adquisición, siendo la gran mayoría de ellos, casos en los que una entidad de tamaño importante, o un grupo financiero, adquieren la propiedad de entidades pequeñas y, en general, frágiles.

Existe una clara división institucional de las funciones estatales en relación con el sistema financiero. Por una parte, compete al Gobierno a través de la Superintendencia Bancaria y FOGAFIN, expedir las regulaciones prudenciales, vigilar su cumplimiento y garantizar los depósitos del público. Por otra parte, conforme a lo previsto en la Constitución Política y

la Ley, está a cargo del Banco de la República atender problemas temporales de liquidez de los establecimientos de crédito patrimonialmente solventes. Para cumplir esta tarea, la Junta Directiva ha estructurado dos procedimientos de apoyos transitorios de liquidez, uno denominado "ordinario" y el otro "especial", consistentes en el descuento o redescuento de activos de alta calidad de entidades que están observando problemas de caja. Por el procedimiento "ordinario", establecimiento de crédito con una pérdida reciente de depósitos pueden obtener liquidez del Banco durante treinta días, hasta por el 10% de dichos depósitos. Por el "especial", el apoyo del Banco puede extenderse hasta por 180 días, cubre hasta el 15% de los depósitos y puede usarse para cubrir faltantes de liquidez gestados no solo en caídas del pasivo, sino también en deterioros del activo. A estos apoyos tienen acceso los bancos, corporaciones financieras, corporaciones de ahorro y vivienda y compañías de financiamiento comercial, bajo la demostración de su solvencia y la aceptación de un control más cercano por parte de la Superintendencia Bancaria durante la utilización del apoyo. Aunque el mecanismo está permanentemente abierto a las necesidades del sector, durante 1997, sólo una entidad hizo uso de él por el procedimiento ordinario, y ninguna por el especial. Finalmente, debe anotarse que las entidades cooperativas no tienen acceso a estos apoyos, al no tratarse de establecimientos de crédito. A este respecto, el Banco considera conveniente una supervisión más fuerte ahora que las cooperativas financieras entraron bajo la jurisdicción y vigilancia de la Superintendencia Bancaria.

D. Balanza de pagos

Según estimaciones del Banco de la República, al finalizar 1997 la cuenta corriente de la balanza de pagos presentó un déficit de US\$5,523 m. (5,8% del PIB), al tiempo que la cuenta de capital registró un superávit de US\$6,360 m. (6,7% del PIB), (Cuadro 16). Se estima que las exportaciones de bienes crecieron 9,4% para situarse en US\$11,648 m., mientras que las importaciones aumentaron 11,5%, alcanzando un nivel de US\$14,251 m., con lo cual la balanza de bienes arrojó un déficit de US\$2,603 m. La cuenta de servicios fue deficitaria en US\$3,511 m., por efecto de los mayores pagos de intereses, dividendos y remisión de utilidades. La balanza de capital registró recursos netos de largo plazo por US\$7,941 m. y salidas netas de corto plazo por US\$1,581 m. Así, como en años anteriores, el financiamiento externo de la balanza de pagos provino principalmente de recursos de largo plazo.

Cuadro 16
Balanza de Pagos de Colombia - Resumen

	Millones de dólares				Como porcentaje del PIB			
	Preliminar		Proyección		Preliminar		Proyección	
	1995	1996	1997	1998	1995	1996	1997	1998
I. CUENTA CORRIENTE	(4.375,7)	(4.816,9)	(5.522,7)	(4.538,5)	(4,5)	(5,6)	(5,8)	(4,8)
A. BIENES	(2.698,7)	(2.133,1)	(2.603,2)	(968,5)	(3,3)	(2,5)	(2,7)	(1,0)
1. Exportaciones FOB	10.222,4	10.651,1	11.648,3	13.295,5	12,5	12,4	12,3	14,2
Café	1.831,7	1.576,6	2.171,7	2.089,4	2,8	1,8	2,3	2,2
Petróleo y derivados	2.185,0	2.892,1	2.698,0	3.489,1	1,9	3,4	2,8	3,7
Carbón	594,5	849,4	926,5	1.092,4	0,8	1,0	1,0	1,2
Ferroniquel	185,0	169,0	169,5	221,8	0,2	0,2	0,2	0,2
Oro	266,2	268,0	234,0	239,5	0,4	0,3	0,2	0,3
Esmeraldas	452,2	174,5	148,5	148,5	0,6	0,2	0,2	0,2
No tradicionales	4.707,9	4.721,4	5.300,0	6.014,9	5,8	5,5	5,6	6,4
2. Importaciones FOB	12.921,1	12.784,2	14.251,5	14.264,0	15,7	14,9	15,1	15,2
Bienes de consumo	2.485,2	2.384,6	2.906,5	2.837,6	3,1	2,8	3,1	3,0
Bienes intermedios	5.659,8	6.046,6	6.444,4	6.585,9	6,2	7,1	6,8	7,0
Bienes de capital	4.776,1	4.353,0	4.900,6	4.840,5	6,4	5,1	5,2	5,2
B. SERVICIOS	(2.355,6)	(3.215,4)	(3.511,2)	(4.176,5)	(2,4)	(3,8)	(3,7)	(4,5)
Ingresos	4.448,0	4.799,1	5.244,7	5.487,5	5,8	5,6	5,5	5,9
Egresos	6.803,6	8.014,6	8.755,9	9.664,0	8,2	9,4	9,2	10,3
1. Servicios no financieros	412,5	(9,6)	(72,1)	(47,4)	0,6	(0,0)	(0,1)	(0,1)
Ingresos	3.592,9	3.938,3	4.191,8	4.389,5	4,8	4,6	4,4	4,7
Egresos	3.180,3	3.947,9	4.263,9	4.436,9	4,1	4,6	4,5	4,7
2. Servicios financieros	(2.768,1)	(3.205,9)	(3.439,1)	(4.129,1)	(3,1)	(3,7)	(3,6)	(4,4)
Ingresos	855,1	860,8	1.052,9	1.098,0	1,0	1,0	1,1	1,2
Egresos	3.623,2	4.066,7	4.492,0	5.227,1	4,1	4,7	4,7	5,6
Intereses	1.879,8	2.004,2	2.337,8	2.806,3	2,2	2,3	2,5	3,0
Sector oficial	1.129,1	1.092,2	1.140,8	1.471,8	1,5	1,3	1,2	1,6
Sector privado	750,8	912,0	1.196,9	1.334,4	0,7	1,1	1,3	1,4
Utilidades y dividendos	1.743,4	2.062,5	2.154,3	2.420,8	1,8	2,4	2,3	2,6
C. TRANSFERENCIAS NETAS	678,6	531,6	591,7	606,5	1,2	0,6	0,6	0,6
II. CUENTA DE CAPITAL	4.673,4	7.014,8	6.360,4	4.268,2	4,0	8,2	6,7	4,6
A. CAPITAL DE LARGO PLAZO	3.365,2	7.829,2	7.941,5	5.041,0	5,1	9,1	8,4	5,4
1. Inversión extranjera neta	1.473,7	3.461,7	5.723,6	2.216,8	2,2	4,0	6,0	2,4
a. Inversión directa neta	2.032,9	3.253,6	5.437,6	2.066,8	2,2	3,8	5,7	2,2
b. Inversión de portafolio neta	(559,2)	208,1	286,0	150,0	0,0	0,2	0,3	0,2
2. Endeudamiento externo	1.979,9	4.404,8	2.252,6	2.864,2	3,0	5,1	2,4	3,1
a. Sector oficial	83,0	1.578,3	654,0	2.005,6	(0,4)	1,8	0,7	2,1
Desembolsos	1.922,0	3.487,8	2.998,5	4.074,6	3,3	4,1	3,2	4,3
Amortizaciones	1.839,0	1.909,5	2.344,5	2.069,0	3,7	2,2	2,5	2,2
b. Sector privado	1.896,9	2.826,5	1.598,6	858,6	3,3	3,3	1,7	0,9
Endeudamiento neto no financiero	1.648,0	2.608,2	864,5	508,0	2,5	3,0	1,5	0,9
Desembolsos	2.609,3	3.960,0	2.941,2	2.366,9	3,7	4,6	3,1	2,5
Amortizaciones	961,3	1.351,7	2.076,8	1.858,9	1,2	1,6	2,2	2,0
Endeudamiento neto financiero	n.d.	n.d.	551,4	373,1	0,0	0,0	0,6	0,4
Desembolsos	n.d.	n.d.	1.372,7	1.235,4	0,0	0,0	1,4	1,3
Amortizaciones	n.d.	n.d.	821,3	862,4	0,0	0,0	0,9	0,9
Arrendamiento financiero	248,9	218,3	182,7	(22,5)	0,8	0,3	0,2	(0,0)
3. Aportes organismos internacionales	(88,4)	(37,3)	(34,7)	(40,0)	(0,1)	(0,0)	(0,0)	(0,0)
B. CAPITAL DE CORTO PLAZO	1.308,2	(814,4)	(1.581,1)	(772,8)	(1,1)	(1,0)	(1,7)	(0,8)
1. Endeudamiento externo neto	1.061,9	340,8	147,6	291,9	1,2	0,4	0,2	0,3
2. Mov. de activos en el exterior	246,3	(1.155,2)	(1.728,7)	(1.064,6)	(2,3)	(1,3)	(1,8)	(1,1)
III. CONTRAPARTIDAS	354,4	(236,9)	(333,4)	(250,0)	0,0	(0,3)	(0,4)	(0,3)
IV. ERRORES Y OMISIONES	(304,2)	(478,9)	(534,4)	0,0	0,7	(0,6)	(0,6)	0,0
V. VARIACION RESERVAS BRUTAS 1/	348,0	1.482,0	(30,1)	(520,3)	0,2	1,7	(0,0)	(0,6)
VI. SALDO RESERVAS BRUTAS 1/	8.461,5	9.943,5	9.913,4	9.390,6	11,6	11,6	10,5	10,0
PIB nominal en millones de dólares	80.394,2	85.691,5	94.669,8	93.770,5	100,0	100,0	100,0	100,0
Meses importaciones - Bienes	7,9	9,3	8,3	7,9				
Meses importaciones - Bienes y servicios	5,1	5,7	5,2	4,7				
VII. VARIACION RESERVAS NETAS	322,1	1.572,3	(15,0)	(520,3)	0,2	1,8	(0,0)	(0,6)
VIII. SALDO RESERVAS NETAS (VI-VII)	8.324,3	9.896,6	9.881,6	9.361,0	11,4	11,5	10,4	10,0

1/ Según metodología de la Balanza de Pagos.

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

El crecimiento de las exportaciones totales se originó básicamente en los incrementos en las ventas de productos no tradicionales (US\$579 m.), café (US\$595 m.) y carbón (US\$77 m.), estos últimos como consecuencia de las mayores cotizaciones internacionales y el aumento en los volúmenes exportados. En contraste, la caída en los precios externos generó una reducción en las exportaciones de petróleo y derivados (US\$194 m.), oro (US\$34 m.) y esmeraldas (US\$26 m.). Por su parte, el mayor ritmo de la actividad económica explicó el dinamismo de las importaciones, destacándose los incrementos en las compras externas de bienes de capital (US\$542 m.) y de bienes de consumo (US\$522 m.). Los bienes intermedios aumentaron US\$398 m.

El superávit de la cuenta de capital refleja el desarrollo del mayor nivel de inversión extranjera directa registrado en la historia del país (US\$5,438 m.), impulsado, entre otros factores, por el proceso de privatizaciones de empresas del sector público y por las inversiones en el sector petrolero. También se presentaron ingresos netos de inversión de portafolio por US\$286 m. y endeudamiento externo neto por US\$2,253 m. Por el contrario, las salidas netas de recursos de corto plazo obedecieron principalmente al aumento de activos en cuentas del exterior por US\$1,729 m., tanto privados (US\$1,321 m.), como públicos (US\$408 m.). El endeudamiento neto de corto plazo ascendió a US\$148 m.

En materia de reservas internacionales, el Banco de la República desacumuló US\$15 m., para cerrar 1997 con un saldo de US\$9,882 m., equivalente a 8,3 meses en términos de la importación de bienes y 5,2 meses como pagos de bienes y servicios⁶.

IV. METAS Y PROYECCIONES DE POLITICA PARA 1998

La Junta Directiva del Banco de la República estableció para 1998 la meta de inflación en 16%. Para definir esta meta, y como parte del objetivo de reducir gradualmente la inflación, se llevó a cabo una evaluación detallada de las presiones inflacionarias existentes en el corto y en el mediano plazo, y se elaboraron proyecciones de inflación con base en modelos econométricos y de simulación⁷. Por su parte, el Gobierno estimó para este año un crecimiento del PIB de 4,5% y otros analistas han calculado crecimientos por debajo del 4%⁸. Con base en un estimativo que contempla las cifras anteriores se definió un crecimiento de la base monetaria al finalizar el año de 16% respecto al punto medio del corredor del año

anterior, en el agregado M3 más bonos de 21,3%, y una banda cambiaria que mantiene la amplitud vigente desde 1994 (14%) y una pendiente de 13%.⁹ Al igual que en el esquema descrito en la Sección II, la base monetaria es la meta intermedia, el Banco mantiene su compromiso de defender la banda cambiaria, y mueve la tasa de interés de intervención en el mercado interbancario frente a desviaciones o presiones sobre estas variables. También acordó examinar de manera indicativa los corredores de medios de pago (M1), de medios de pago ampliados (M3 más bonos) y el comportamiento del crédito.

La coherencia contable entre las variables descritas anteriormente se evalúa por medio del ejercicio de la programación financiera. En particular, el crecimiento proyectado del PIB y la meta de inflación permiten un cálculo inicial del crecimiento en el gasto nominal que tiene que ser financiado con aumento de la liquidez. Esta cifra, junto con las proyecciones de la balanza de pagos y de las finanzas del sector público, son la base utilizada para calcular la coherencia de los flujos financieros y los efectos de la política monetaria y fiscal sobre los precios, la tasa de cambio y la tasa de interés. Si el resultado final muestra que los objetivos de la política fiscal y monetaria no son coherentes, se analizan alternativas de ajuste en el gasto o se lleva a cabo un nuevo ejercicio de programación con diferentes supuestos de crecimiento del producto, tasa de cambio o tasa de interés.

A continuación se presenta una síntesis de los resultados del ejercicio de proyecciones de la balanza de pagos y las finanzas públicas para 1998 y se concluye con una nota sobre la coherencia del programa macroeconómico. En cuanto a la política crediticia, si bien no existe una meta explícita para este agregado, se espera que, con el cumplimiento de la política monetaria, la oferta de recursos de crédito al sector privado crezca a una tasa superior entre cero y cuatro puntos porcentuales a la del PIB nominal.

A. Balanza de pagos

Se ha proyectado un escenario básico de la balanza de pagos el cual arroja un déficit en cuenta corriente de US\$4,539 m. (4,8% del PIB), un superávit en la cuenta de capital de US\$4,268 m. y una desacumulación de reservas internacionales de US\$520 m.¹⁰ (en el Cuadro 16 se presenta en detalle la proyección de la balanza de pagos). El déficit de la cuenta corriente sería el resultado de un desbalance comercial por US\$969 m. y uno de servicios por US\$4,177 m. Esto sugiere una disminución del desequilibrio comercial explicada en buena medida por el mayor volumen exportado

de petróleo y un mayor déficit en la cuenta de servicios asociado a la remisión de utilidades al exterior y al pago de intereses de deuda externa.

Por su parte, el superávit proyectado en la cuenta de capitales, en el escenario básico, se origina en los flujos estimados de inversión extranjera neta (US\$2,217 m.)¹¹ y en el ingreso de endeudamiento externo neto de largo plazo (US\$2,864 m.). Estos últimos estarían en su mayoría dirigidos al financiamiento del sector público (US\$2,006 m. de endeudamiento neto de largo plazo, de los cuales el 73%, US\$1,474 m., corresponde a endeudamiento neto del Gobierno Central). Las entradas de capitales de largo plazo son parcialmente compensadas con un movimiento neto de capitales de corto plazo de US\$773 m.¹² Las proyecciones en materia de reservas internacionales pueden variar dependiendo de cambios en la cuenta corriente como en la de capital, debido a cambios en los precios internacionales de los productos exportados e importados, así como en los ingresos netos de capital, especialmente del sector privado.

B. Finanzas públicas

Las proyecciones fiscales para 1998 arrojan un déficit del sector público consolidado, antes de privatizaciones, de \$3.701 mm. (2,8% del PIB). Las privatizaciones proyectadas ascienden a \$970 mm. (0,7% del PIB)¹³, con lo cual el déficit consolidado, luego de privatizaciones, sería de 2,1% del PIB¹⁴.

El origen de este desequilibrio se encuentra en el Gobierno Central, ya que su déficit proyectado asciende a \$6.693 mm. (5,1% del PIB). El mismo es contrarrestado, principalmente, por la posición superavitaria del sector de seguridad social, cuyo excedente se estima en 1,4% del PIB, del Fondo Nacional del Café, que proyecta un superávit de 0,3% del PIB, y de Ecopetrol, que lo estima en 0,2% del PIB.

C. Evaluación

El Cuadro 17 muestra una aproximación a la identidad contable macroeconómica a partir de los flujos de ahorro e inversión de los sectores público, privado y externo, para el período 1990-1998. Como se puede apreciar, el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos registrado entre 1993 y 1995 tuvo como contrapartida un exceso de gasto del sector privado, al tiempo que el sector público registraba un relativo equilibrio. En contraste, el déficit en la cuenta corriente estimado para 1996 y

Cuadro 17
Identidad macroeconómica
 (Como porcentaje del PIB)

Período	Balanza de pagos	Sector público	Sector privado
1990	1,3	(0,5)	1,8
1991	5,5	0,0	5,5
1992	1,8	(0,1)	1,9
1993	(4,0)	0,1	(4,1)
1994	(4,4)	0,0	(4,4)
1995	(5,4)	(0,4)	(5,0)
1996	(5,6)	(1,9)	(3,7)
1997	(5,8)	(3,1)	(2,7)
1998 (Proy.)	(4,8)	(2,8)	(2,0)

Proy.: Proyectado.

Fuente: Datos CONFIS y Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos.

1997, y la proyección para 1998, sugiere un ajuste del gasto privado y un desbalance del sector público en los dos últimos años cercano a los 3 puntos porcentuales del PIB. Esta tendencia es preocupante si se tiene en cuenta el tamaño del déficit fiscal, particularmente el del Gobierno Central (Cuadro 18).

Cuadro 18
Gobierno Nacional
 (Como porcentaje del PIB)

Período	Déficit 1/	Gasto sin intereses
1990	(0,9)	9,9
1991	(0,3)	11,0
1992	(1,9)	13,3
1993	(0,9)	13,0
1994	(1,7)	13,6
1995	(2,6)	14,2
1996	(4,2)	15,7
1997	(4,2)	16,0
1998 (Proy.)	(5,1)	15,7

Proy.: Proyectado.

1/ No incluye ingresos por privatizaciones.

Fuente: CONFIS.

Los problemas asociados con el desajuste fiscal pueden ilustrarse a partir del ejercicio de programación financiera. En efecto, de acuerdo con la

proyección de la balanza de pagos y de las finanzas públicas, y dados unos supuestos de crecimiento de crédito al sector privado y del ahorro financiero, el déficit proyectado para el sector público consolidado probablemente es superior entre 0.5% y 2% del PIB al que la economía podría financiar sin modificar su crecimiento esperado, la tasa de interés, la tasa de cambio o la meta de inflación¹⁵. De persistir este desequilibrio, se podrían presentar las siguientes consecuencias:

- a. Si no hay mayor crédito externo, el déficit tendría que financiarse internamente, lo cual presionaría al alza las tasas de interés domésticas. En este caso se desplazaría el gasto del sector privado (consumo e inversión), podría reducirse el crecimiento económico y aumentaría la fragilidad del sistema financiero al deteriorarse la calidad de su cartera.
- b. Si el déficit se financia con mayor crédito externo, hacia el futuro se produciría un mayor deterioro del déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos, debido al mayor giro de intereses, comprometiéndose su sostenibilidad hacia el futuro.

Lo anterior pone en evidencia la urgencia de corregir el desequilibrio fiscal. De lo contrario, los efectos descritos anteriormente harían más costoso el cumplimiento del compromiso constitucional de la Junta Directiva de reducir permanentemente la inflación.

D. La economía en lo corrido de 1998

Entre enero y febrero del presente año, la tasa de cambio se situó muy próxima al borde superior del corredor cambiario, tocándolo en algunas oportunidades, lo que obligó al Banco de la República a intervenir con ventas de divisas. En el primer bimestre del año, las reservas internacionales disminuyeron US\$514 millones. Para contrarrestar esta situación, la Junta Directiva modificó en 300 puntos básicos la banda de intervención de tasas de interés interbancaria, situando la tasa mínima en 23% y la máxima en 30%. Adicionalmente, debido a la caída del diferencial de tasas de interés internas y externas, redujo de 30% a 25% el porcentaje de depósito sobre desembolsos de crédito externo, y disminuyó el plazo del mismo de 18 a 12 meses. La reducción de las reservas internacionales generó una contracción de la base monetaria, que la llevó a la parte inferior de su corredor. Paralelamente, se presentó un mayor dinamismo de la cartera del sistema financiero respecto al incremento de sus fuentes de

recursos. En respuesta a estos factores, la tasa de interés interbancaria y el DTF aumentaron. Como resultado de estas medidas, la tasa de cambio se ha despegado ligeramente del techo del corredor y el nivel de las reservas internacionales se ha estabilizado.

En lo concerniente a la banda cambiaria, la Junta Directiva considera que se encuentra en un nivel adecuado por las siguientes razones:

- a. En 1997 la tasa de cambio se depreció en 28,6% dentro de la banda. Esto claramente mejoró la competitividad externa del país.
- b. Dada la devaluación de 1997, la prevista para 1998 y la amplitud de la banda cambiaria, se considera que la tasa de cambio de equilibrio está dentro de la banda actual. Por lo tanto, una devaluación nominal adicional a la contemplada en la banda se reflejaría en mayores niveles de inflación sin corregir el desequilibrio externo.
- c. En un sistema de bandas cambiarias es normal que la tasa de cambio se sitúe por períodos prolongados cerca al techo o al piso de la banda. Por consiguiente, la situación actual no es atípica.

Por otra parte, la variación anual del IPC se ubicó en febrero en 18%, superior en 0,3 puntos porcentuales a la de diciembre de 1997, aunque inferior en 1,6 puntos porcentuales a la obtenida un año atrás. Los rubros que registraron los mayores crecimientos fueron educación, transporte y alimentos. Las alzas en educación obedecen al ajuste que los colegios de calendario A hacen una vez al año y fueron substancialmente inferiores que en años anteriores. Los incrementos en los precios del transporte se explican por alzas en la gasolina y el transporte urbano. En el caso de los precios de los alimentos, se había previsto un crecimiento superior al del año pasado como consecuencia del fenómeno del Niño.

El Banco de la República calcula algunos indicadores de inflación que buscan medir la tendencia de los componentes menos volátiles de la canasta familiar, con el fin de aislar el impacto de fenómenos transitorios y cíclicos, tales como los que se presentan en los alimentos no procesados y en los servicios públicos. Estos indicadores de inflación básica reflejan las presiones de demanda y el comportamiento de la inflación en el largo plazo. Todos los indicadores de inflación básica calculados por el Banco muestran una tendencia decreciente. La Junta Directiva, luego de analizar esta información y el comportamiento de las variables monetarias y

cambiarias, considera que el resultado de la inflación en lo corrido del año es coherente con el logro de la meta. La Junta continuará observando la evolución de los precios y adelantará los ajustes en la política monetaria que sean del caso para garantizar dicho logro.

V. RESERVAS INTERNACIONALES Y SITUACION FINANCIERA DEL BANCO DE LA REPUBLICA

A. Reservas internacionales

Saldo de las reservas internacionales

Al finalizar el año 1997, las reservas internacionales netas¹⁶ alcanzaron un monto de US\$9,881.5 m., con un descenso de US\$15,1 m. frente al saldo obtenido el año anterior. Del saldo total, US\$8,985.1 m., 90,9%, está constituido por inversiones financieras en el exterior en depósitos y títulos valores y el saldo restante, US\$896.4 m., 9,1%, está distribuido de la siguiente forma: US\$575.4 m. en aportes al Fondo Monetario Internacional y al Fondo Latinoamericano de Reservas; US\$172.3 m. en Derechos Especiales de Giro (DEG); y US\$178.1 m. en oro, pesos andinos y disponibilidades en caja. Se registraron también US\$29.4 m. en pasivos de corto plazo, los cuales afectan negativamente las reservas (Cuadro 19).

Criterios de administración

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 externas 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 la disponibilidad inmediata de divisas.

El Banco de la República tiene invertidos directamente US\$6,945.3 m. y por intermedio de las firmas especializadas Barclays Global Investors y J. P. Morgan Investment Management, US\$2,039.8 m. La distribución del portafolio por monedas está en concordancia con las operaciones del país con el exterior. Al final de 1997 la composición fue la siguiente: dólares americanos, 78%; marcos alemanes, 15% y yenes japoneses, 7%. Es de anotar que esta política de inversión, en el corto plazo, algunas veces

Cuadro 19
Principales componentes de las reservas internacionales
(Millones de dólares)

Descripción	Diciembre 1995	Participación %	Diciembre 1996 (p)	Participación %	Diciembre 1997 (p)	Participación %
Caja	22.7	0.3	18.2	0.2	53.8	0.5
Efectivo en caja	19.2	0.2	17.0	0.2	52.9	0.5
Depósitos a la orden	3.5	0.0	1.2	0.0	0.9	0.0
Inversiones	7,723.9	92.8	9,184.4	92.8	8,985.1	90.9
Portafolio directo	7,030.4	84.5	8,263.4	83.5	6,945.3	70.3
Portafolio en administración	693.5	8.3	921.0	9.3	2,039.8	20.6
Cuentas por cobrar	1.3	0.0	0.2	0.0	0.1	0.0
Oro	103.5	1.2	93.5	0.9	104.1	1.1
Caja	5.6	0.1	3.0	0.0	1.5	0.0
Custodia	97.9	1.2	90.5	0.9	102.6	1.0
Fondo Monetario Internacional	377.8	4.5	413.3	4.2	527.7	5.3
Derechos especiales de giro	176.7	2.1	176.4	1.8	172.3	1.7
Posición de reservas	201.1	2.4	236.9	2.4	355.4	3.6
Fondo Latinoamericano de Reservas	220.0	2.6	230.0	2.3	240.0	2.4
Aportes	200.0	2.4	210.0	2.1	220.0	2.2
Pesos andinos	20.0	0.2	20.0	0.2	20.0	0.2
Convenios internacionales	8.1	0.1	0.6	0.0	0.1	0.0
Total reservas brutas	8,457.3	101.6	9,940.2	100.4	9,910.9	100.3
Pasivos a corto plazo	132.8	1.6	43.6	0.4	29.4	0.3
Organismos internacionales	4.7	0.1	3.2	0.0	1.7	0.0
Saldo convenios internacionales	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Ordenes de pago no presentadas al cobro	6.8	0.1	5.8	0.1	3.0	0.0
Depósitos cuenta corriente tesorería	42.9	0.5	24.0	0.2	10.6	0.1
Depósitos cta. cte. otras entidades	74.0	0.9	9.3	0.1	11.3	0.1
Cuentas por pagar en compra inversiones	4.4	0.1	1.3	0.0	2.9	0.0
Total reservas netas	8,324.5	100.0	9,896.6	100.0	9,881.5	100.0

(p) Provisional.

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

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.

Seguridad, liquidez y rendimiento del portafolio

El portafolio de inversiones, incluyendo el de gestión directa y el entregado en administración, está colocado en un 72% en papeles de gobiernos soberanos y en un 28% en instituciones bancarias. El riesgo crediticio de las inversiones se distribuye, de acuerdo con las calificaciones otorgadas por las agencias especializadas¹⁷, como sigue: el 82% "AAA", el 7% "AA -", el 6% "AA +", el 4 % "AA" y el 1% "A +".

Al finalizar 1997, el capital de trabajo para asegurar la disponibilidad inmediata de divisas fue de US\$532 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 consolidada¹⁸. Estos recursos se mantienen en activos financieros con liquidez inmediata.

El rendimiento del portafolio de inversión de las reservas en 1997 fue de US\$243.7 m., producto de ingresos por rendimientos de US\$531.0 m., que equivalen a una tasa de interés del 5,7%, y de egresos por US\$287.3 m., causados 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

Resultados en 1997

Durante 1997, los activos del Banco de la República se incrementaron en \$3.384 mm., 26.4% (Cuadro 20). El 82% de este incremento se explica por la variación en pesos de las reservas internacionales, debida básicamente a la devaluación nominal de la tasa de cambio. El aumento de las reservas internacionales que se originó en la devaluación del peso, tuvo como contrapartida un incremento del patrimonio del Banco, en el rubro *superávit patrimonial -ajuste cambiario-*. Otros rubros que registraron incrementos importantes en 1997 fueron las operaciones REPO y los *otros activos netos*. El crédito suministrado mediante operaciones REPO es consecuencia del agotamiento de los títulos de participación como fuente para atender el crecimiento de la demanda por base monetaria.

Cuadro 20
Balance del Banco de la República - Resultados de 1996-1997

(Miles de millones de pesos)

	Diciembre 1996		Diciembre 1997 (*)	
	Saldos	Participación %	Saldos	Participación %
Activos	12.798,9	100,0	16.183,1	100,0
Reservas internacionales brutas	9.979,7	78,0	12.756,5	78,8
Aportes en organismos internacionales	1.032,5	8,1	1.059,4	6,5
Inversiones	716,1	5,6	564,7	3,5
Sector público	716,1	5,6	564,7	3,5
Sector financiero	0,0	0,0	0,0	0,0
Sector privado	0,0	0,0	0,0	0,0
Cartera de créditos	331,7	2,6	176,3	1,1
Sector público Gobierno Nacional	5,0	0,0	4,7	0,0
Bancos comerciales	88,3	0,7	42,6	0,3
Corporaciones financieras	190,1	1,5	92,4	0,6
Corporaciones de ahorro y vivienda	0,0	0,0	0,0	0,0
Resto del sistema financiero	48,3	0,4	36,6	0,2
Expansión de crédito interno REPOS	0,0	0,0	530,5	3,3
Cuentas por cobrar	92,7	0,7	109,6	0,7
Otros activos netos	646,2	5,0	986,1	6,1
Pasivo y patrimonio	12.798,9	100,0	16.183,1	100,0
Pasivos M/E que afectan reservas internacionales	43,8	0,3	37,9	0,2
Base monetaria	6.627,6	51,8	8.287,1	51,2
Billetes en circulación	3.887,8	30,4	5.046,1	31,2
Moneda de tesorería	232,8	1,8	317,4	2,0
Depósitos para encaje bancos	1.589,7	12,4	2.166,9	13,4
Depósitos en Cta. Cte. resto sector financiero	917,3	7,2	756,7	4,7
Otros depósitos del sector financiero	233,2	1,8	220,8	1,4
Pasivos Gobierno Nacional	55,6	0,4	119,9	0,7
Obligac. organismos internacionales	942,7	7,4	877,9	5,4
Pasivos por líneas externas	162,9	1,3	178,3	1,1
Títulos de Regulación Monetaria y Cambiaria	1.360,9	10,6	207,8	1,3
Títulos de participación	1.263,0	9,9	53,8	0,3
Certificados de cambio	0,8	0,0	0,5	0,0
Títulos a favor de las CAV	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros	97,1	0,8	153,5	0,9
Cuentas por pagar	20,3	0,2	40,8	0,3
Otros pasivos	305,6	2,4	316,9	2,0
Patrimonio total	3.046,3	23,8	5.895,7	36,4
Capital	12,7	0,1	12,7	0,1
Reservas	100,7	0,8	136,4	0,8
Superávit patrimonial	2.603,6	20,3	5.460,3	33,7
Liquidación CEC	453,5	3,5	453,5	2,8
Ajuste cambiario 1993 en adelante y superávit	2.150,1	16,8	5.006,8	30,9
Valorizaciones	191,2	1,5	222,3	1,4
Resultados	138,1	1,1	64,0	0,4
Utilidades y/o pérdidas anteriores	0,0	0,0	0,0	0,0
Utilidades y/o pérdidas del ejercicio	138,1	1,1	64,0	0,4

(*) Cifras preliminares.

Estos títulos redujeron su saldo de \$1.263 mm. a finales de 1996 a \$54 mm. a finales de 1997. A su vez, el aumento del rubro *otros activos netos* responde principalmente a la constitución de fondos para cubrir la provisión de pensiones. Así mismo, los menores montos de inversiones y de cartera de créditos, obedecen a las amortizaciones de TES y de líneas redescontadas al sector financiero.

Por otra parte, en 1997 el Banco de la República arrojó utilidades por \$64 mm., resultado de ingresos por \$970 mm. y egresos por \$906 mm. (Cuadro 21). Dentro de los ingresos, los rubros más sobresalientes fueron el rendimiento de las reservas internacionales, las diferencias en cambio y los rendimientos de TES. Dentro de los egresos, se destacaron los intereses por títulos de participación y las diferencias en cambio de líneas externas.

Constitución de reservas y distribución de utilidades

De acuerdo con los Estatutos del Banco de la República, la Junta Directiva distribuyó las utilidades generadas en el ejercicio de 1997 de la siguiente manera: i) \$10,5 mm. para reserva de resultados cambiarios; ii) \$2,6 mm. para inversión neta en bienes para la actividad cultural, y iii) el remanente, \$50,8 mm., para el Gobierno Nacional.

Por otra parte, la Junta decidió mantener la reserva creada en 1995 para fluctuaciones de moneda, \$95,1 mm., y cancelar y trasladar al Gobierno Nacional la reserva de estabilización monetaria y cambiaria, \$32,4 mm., apropiada con las utilidades de 1996, dado que no se prevén pérdidas para las vigencias de 1998 y 1999. Por lo tanto, el total de recursos a trasladar al Gobierno Nacional suman \$83,2 mm. y su ejecución está contemplada dentro del primer trimestre del presente año.

Presupuesto para 1998

La proyección de ingresos y gastos del Banco de la República para 1998, acorde con el escenario básico de la balanza de pagos, arroja utilidades de \$449 mm. (Cuadro 21). Se estima un aumento de los ingresos de \$40 mm. y una reducción de los egresos de \$346 mm. Entre los primeros, se destaca el crecimiento en los rendimientos de las reservas internacionales, los descuentos por la redención anticipada de los depósitos establecidos en la Resolución 5 de 1997 de la Junta Directiva del Banco de la República (incluidos en el rubro "otros ingresos operacionales") y el rendimiento esperado de las provisiones pensionales (incluido en el rubro

Cuadro 21

Estado de pérdidas y ganancias - Banco de la República, 1996-1998

(Miles de millones de pesos)

	1996	1997		1998
	Ejecución	Presupuesto	Ejecución	Proyección
I. Ingresos totales	607,4	1,040,4	969,5	1,009,1
1. Ingresos operacionales	561,0	940,9	873,4	866,2
Intereses y rendimientos	475,8	527,8	455,4	486,1
Reservas internacionales netas	213,9	317,9	257,6	360,6
Gobierno Nacional	0,2	0,1	0,1	0,1
Líneas externas	51,9	40,7	40,0	22,3
Res. 33/84 deuda privada	1,5	0,3	0,3	0,1
Valoración inversiones M/N prec. mdo.	204,0	167,0	152,0	99,6
Otros	4,4	1,9	5,3	3,4
Comisiones	29,5	35,2	35,7	36,9
Servicios bancarios	26,2	30,9	31,5	32,0
Metales preciosos	0,9	0,4	0,4	0,3
Compraventa de divisas	2,4	3,9	3,9	4,6
Otros	0,0	0,0	0,0	0,0
Diferencias en cambio	23,1	210,8	187,9	98,6
Moneda emitida y metales preciosos	28,9	132,4	122,2	99,0
Otros	3,6	34,6	72,2	145,6
2. Ingresos no operacionales	46,4	99,5	96,1	142,9
II. Egresos totales	469,3	925,5	905,5	559,9
1. Egresos operacionales	468,6	923,1	903,2	559,5
Intereses y rendimientos	126,2	416,3	424,9	10,8
Reservas internacionales netas	0,0	0,0	0,0	0,0
Títulos de participación	113,1	403,7	413,3	7,4
Certificados de cambio	0,0	0,0	0,0	0,0
Títulos canjeables	1,3	0,7	0,6	0,4
Títulos CAV	0,0	0,0	0,0	0,0
Líneas externas	11,8	11,9	10,9	3,0
Comisiones y honorarios	0,2	0,1	0,1	0,1
Diferencias en cambio	7,4	111,7	100,0	53,8
Certificados de cambio	0,0	0,1	0,1	0,1
Líneas externas	2,8	53,2	45,7	10,5
Otros	4,6	58,4	54,3	43,2
Valorización inversiones M/N (R.200)	0,0	0,0	0,0	0,0
Costo de emisión especies monetarias	26,4	32,3	27,8	35,6
Gastos de personal	109,7	127,6	120,0	150,2
Pensiones de jubilación	147,6	174,4	173,2	228,5
Otros	51,0	60,7	57,2	80,5
2. No operacionales	0,7	2,4	2,3	0,4
III. Utilidades o pérdidas del ejercicio incluida la depreciación	138,1	114,9	64,0	449,2

“ingresos no operacionales”). Con relación a los gastos, su reducción obedece al descenso del pago de intereses por cuenta de los títulos de participación, circunstancia asociada a los menores requerimientos de esterilización monetaria previstos para el presente año.

ANEXO

MODELOS DE INFLACION

El análisis de la situación inflacionaria exige un seguimiento de las fuerzas que alimentan tanto la oferta como la demanda agregadas. Adicional a la interpretación de los resultados de la inflación mes a mes, se requiere un esfuerzo de predicción, que permita anticipar los problemas que pueden surgir en el futuro cercano (los próximos seis meses), o en el mediano plazo (un horizonte entre seis y 18 meses). Con este propósito, la Junta Directiva analiza los resultados de tres tipos de modelos de proyección. El primero utiliza tres modelos estructurales simples, el segundo se concentra en las características temporales de la serie de inflación, total y por componentes, y el tercero es un modelo de simulación. Adicionalmente, se cuenta con otra herramienta de predicción que es la de indicadores líderes.

Modelos estructurales

Estos modelos son de dos tipos. El primero busca identificar las condiciones de demanda que pueden explicar la inflación, y el segundo se concentra en los factores de costos. El uso de varios modelos para explicar el mismo fenómeno puede parecer curioso a primera vista. No obstante, la literatura académica ha llegado a la conclusión según la cual distintos modelos explotan conjuntos de información diversos. Al consultarlos simultáneamente, el proceso de toma de decisiones se enriquece. De hecho, el pronóstico combinado puede ser superior al mejor de los pronósticos individuales¹⁹. En particular, los modelos utilizados son los siguientes:

1. El primer modelo de demanda hace depender la inflación de las siguientes variables : i) el nivel de inflación del período (trimestre) anterior; ii) las desviaciones del producto (PIB) con respecto a su nivel potencial²⁰, y iii) el crecimiento de la cantidad de dinero. Este modelo es útil en la medida que trata de evaluar en qué grado la economía está subutilizando o sobreutilizando los recursos productivos de que dispone. Presiones de demanda por encima de lo que la economía puede ofrecer, conducen hacia aumentos en la inflación.

2. El segundo modelo del lado de la demanda, parte de una formulación de la demanda de dinero. Se postula que la inflación depende de aquellos movimientos de la oferta de dinero que sobrepasen la cantidad de saldos líquidos que la economía desea mantener. Para estimar el modelo, se incluye la evolución de algunos elementos que afectan la demanda de dinero, como son: el nivel de actividad real y el costo de oportunidad de mantener liquidez, frente al crecimiento observado (y esperado) del dinero. Este modelo es útil en la medida que asocia la inflación con el *exceso* de liquidez en la economía.
3. En contraste con los dos anteriores, el tercer modelo, denominado escandinavo, dado su uso frecuente para predicción en los países de dicha región, hace énfasis en factores de costos. Este hace depender la inflación del crecimiento tanto de los salarios como de la tasa de cambio nominal *por encima* del nivel observado de inflación en el período inmediatamente anterior. Este modelo es útil dado que, inclusive en ausencia de presiones de demanda, la economía puede experimentar inflación empujada por sensibles aumentos en costos. Por lo tanto, en cada momento del tiempo se debe hacer un seguimiento a las principales variables que afectan el crecimiento en los costos: los salarios y la tasa de cambio.

Estos tres modelos explotan conjuntos de información diferentes y, en esa medida, enriquecen el diagnóstico de la inflación.

Modelos de series de tiempo

Hay un segundo grupo de ejercicios que se concentra en las características estadísticas de las series temporales de inflación, denominados modelos ARIMA. Estos últimos se aplican tanto a la inflación observada, bien sea total o por componentes, como a ciertas medidas de inflación básica.

Modelo de Simulación

Como una herramienta adicional, se emplea un modelo de simulación que hace énfasis en la credibilidad de la meta de inflación. En él, la inflación se expresa como un promedio de los incrementos de los precios de los bienes transados y no transados internacionalmente. Dichos incrementos se determinan por variables internas y externas, dentro de las cuales cabe mencionar la devaluación nominal, el incremento de los salarios nominales y el crecimiento monetario. Adicionalmente, las variacio-

nes de precios y salarios nominales se ven afectados por la credibilidad de la meta de inflación, la cual depende de su cumplimiento previo, de la tendencia pasada de la inflación, del nivel de actividad económica prevaleciente y de lo ambicioso de la meta misma (en un contexto donde se reconoce una alta inercia inflacionaria). Los parámetros del modelo se ajustan de tal forma que se replique el comportamiento observado de la inflación y sus componentes en los últimos años. De esta manera, el modelo permite evaluar la posibilidad de alcanzar una secuencia de metas futuras de inflación, dados un nivel de credibilidad inicial y unos supuestos sobre las políticas monetaria y cambiaria en el futuro.

Indicadores líderes

Estos consisten en variables que típicamente se mueven en la misma dirección de la inflación, pero lo hacen con una anticipación determinada. No es fácil identificar variables de este tipo. En la actualidad se analiza la capacidad predictiva de aquellos productos que en un mes determinado exhiben las variaciones más bajas dentro de la canasta. Esos productos se hallan situados en lo que se conoce como *la cola inferior* de los 195 bienes. Se ha identificado que el hecho que algunos bienes registren crecimiento muy negativo en sus precios mes a mes, sirve de predictor de la dirección en la que se va a mover la canasta hacia el futuro. Naturalmente, el poder predictivo de estos indicadores puede cambiar, y su utilización está sujeta a un constante escrutinio sobre su efectividad.

El Banco está elaborando un documento para explicar el análisis técnico y presentar los resultados y proyecciones de los modelos de inflación utilizados por la Junta Directiva.

NOTAS

- 1 A la tasa máxima, el Banco otorga liquidez a los intermediarios financieros mediante las llamadas operaciones REPO, en las cuales las entidades entregan al Banco, temporalmente, títulos públicos elegibles. A la tasa mínima, el Banco capta a corto plazo los excesos de liquidez de las entidades a través de las Operaciones de Mercado Abierto (OMA).
- 2 El Banco de la República calcula dos clases de indicadores de tasa de cambio real, basados en: i) la teoría del poder adquisitivo (PPA) y ii) la relación de precios de bienes transables y no transables. En el primer caso, se calculan tres índices (ITCR1, ITCR2 e ITCR3) incluyendo los países con mayor intercambio comercial en 1986, sin incluir café. El cálculo corresponde al promedio geométrico ponderado del tipo de cambio nominal de Colombia respecto a cada moneda de los países considerados, multiplicado por la relación de precios externos e internos. El ITCR1 y el ITCR2 se calculan con el IPP, y se diferencian en que el ITCR1 incluye 18 países y el ITCR2, 9; por su parte, el ITCR3 se calcula con 9 países y con el IPC. En el segundo caso (ITCR4), la canasta del IPC se clasifica en bienes transables (productos industriales y agropecuarios procesados) y no transables (servicios y productos agropecuarios sin procesar). La diferencia entre las variaciones del ITCR1 y del ITCR4 obedecen a rezagos en la transmisión de los efectos de la devaluación, entre el Índice de Precios del Productor (IPP) y el Índice de Precios al Consumidor (IPC).
- 3 Los ingresos por privatizaciones incorporan la venta de activos de Ecopetrol por US\$170 millones (m.), de Chivor por US\$638 m., de EPSA por US\$498 m., de Cerromatoso por US\$154 m., la capitalización de la Empresa de Energía de Bogotá por US\$2,177 m. y la venta de otros activos de Carbocol y Telecom por US\$18.5 m.
- 4 Estas reformas son: la Ley 223 de 1995, cuyo énfasis fue el aumento del IVA del 14% al 16%. La Ley 383 de 1997 que aumentó las tarifas de Timbre de 0,5% a 1% e incrementó los controles para reducir la evasión y el contrabando.
- 5 El salario promedio (obreros y empleados) creció a esa tasa entre enero y noviembre de 1997 comparado con el mismo período de 1996. El índice de precios de la producción industrial creció 15,2% entre noviembre de 1996 y el mismo mes de 1997.
- 6 La balanza de pagos se elabora con base en el Manual IV del Fondo Monetario Internacional. Tiene cuatro cuentas principales: corriente, capital, contrapartidas y errores y omisiones. Las dos primeras miden las transacciones de bienes y servicios y los flujos de financiamiento del país con el resto del mundo. Las contrapartidas incorporan la variación de las reservas internacionales, debida a cambios en los precios de mercado en los activos financieros que la conforman. Los errores y omisiones recogen problemas de medición, tales como errores estadísticos y movimientos corrientes y de capital no registrados. Nótese entonces que el dato de variación de reservas internacionales no coincide exactamente con la diferencia entre el déficit en la cuenta corriente y el superávit en la cuenta de capital.
- 7 Para una breve descripción de las características de estos modelos, véase Anexo.
- 8 Según el DNP, este crecimiento se sustenta en una expansión de los sectores de minas y canteras (22%) y comercio (4,6%); los demás sectores crecerían a tasas iguales o inferiores al crecimiento promedio de la economía. La industria, por ejemplo, crecería 4,4%, favorecida por el desempeño de la trilla de café (10%). La demanda interna crecería 2,7%, variación similar para el consumo interno y para la formación bruta de capital. La inversión privada crecería 8%, lo que permitiría compensar la reducción en la tasa de crecimiento de la inversión pública. Por su parte, las exportaciones de bienes y servicios crecerían 12%, impulsadas por el sector de hidrocarburos (40%) y por las exportaciones no tradicionales (12%).
- 9 Dado que la tasa de cambio inició el año cerca del techo de la banda, la tasa máxima de devaluación para 1998 sería de 16,2% y la mínima de 1%.

- 10 La diferencia entre la cuenta corriente y la cuenta de capitales y la desacumulación de reservas internacionales se explica por una proyección de contrapartidas por -US\$250 m., que refleja diferenciales cambiarios por ajustes entre el dólar y las demás monedas del portafolio de reservas.
- 11 Se prevé ingresos de capital de inversión extranjera directa por US\$2,317 m., de los cuales US\$700 m. estarían dirigidos al sector petrolero, US\$420 m. al sector manufacturero, US\$336 m. al sector de transporte, almacenamiento y comunicaciones, US\$628 m. al de electricidad, gas y agua, y US\$78 m. a la inversión en establecimientos financieros.
- 12 Sobresalen los siguientes movimientos de activos en el exterior: un aumento de US\$322 m. correspondiente al Fondo de Estabilización Petrolera (FAEP). Una disminución de US\$295 m del sector eléctrico y un aumento de activos del sector privado por US\$1,587 m. Con ellos los saldos de activos en el exterior quedarían del siguiente modo: US\$6,120 m. del sector privado no financiero, US\$2,062 m. del sector financiero y US\$407 m. del FAEP.
- 13 El monto de privatizaciones incorpora la venta de CORELCA, distribuidoras de energía y capitalizaciones de ISA e ISAGEN. Adicionalmente, la proyección de ingresos del Gobierno incorpora concesiones a telefonía de larga distancia y al sistema personalizado de comunicaciones.
- 14 Esta proyección corresponde a la presentada por el CONFIS en documento de marzo 9 de 1998, la cual se efectuó bajo el supuesto de un crecimiento real del PIB de 4,5%.
- 15 Para el ejercicio de programación macroeconómica se trabajó con los siguientes supuestos principales: crecimiento del PIB real de 4%, inflación de 16%, devaluación nominal de 16,2% (que corresponde al techo de la banda cambiaria), crecimiento de M3+bonos de 18% (en el punto medio del corredor), y un rango de crecimiento esperado del crédito del sector financiero al sector privado entre 25,7% y 27,8%, y de crecimiento del portafolio del sector privado entre 18% y 20%.
- 16 Son iguales al total de las reservas internacionales o reservas brutas menos los pasivos de corto plazo del Banco de la República. Estos últimos están constituidos por obligaciones a la vista en moneda extranjera.
- 17 Standard & Poor's, Moody's e IBCA.
- 18 Comprende las transacciones registradas en el mercado cambiario y en las cuentas de compensación del exterior.
- 19 La exposición rigurosa de estos planteamientos se encuentran en: Castaño, Elkin (1997) "Combinación de pronósticos", mimeo, Universidad de Antioquia.
- 20 Se define al producto potencial como aquel que no promueve presiones inflacionarias. Esta variable se obtiene de trabajos independientes que evalúan el ritmo de crecimiento real de la economía, al cual no debe presentarse un exceso de demanda con relación a la capacidad productiva.