

NOTA EDITORIAL

LA EVOLUCION ECONOMICA DURANTE 1996 Y LAS POLITICAS DEL BANCO DE LA REPUBLICA

El objetivo fundamental de la Junta Directiva del Banco de la República para 1996 fue reducir la inflación de 19.47 % al 17.0%, al tiempo que se permitiera un adecuado crecimiento de la economía. Si bien esta meta no era muy ambiciosa, se pretendía que fuera creíble, dado que desde finales de 1995 se preveían presiones inflacionarias importantes, tal y como lo reseñamos en el Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República del mes de marzo. Así mismo, se consideraba que dicho objetivo era compatible con la estabilidad de la tasa de cambio real, lo que permitía mantener inalterada la banda cambiaria.

La meta de inflación del 17% no se cumplió, y, por el contrario, se presentó una aceleración de la inflación como se informó oportunamente en los informes al Congreso y que se comentará más adelante. Globalmente, los resultados macroeconómicos para 1996 fueron inferiores a los originalmente previstos, y como tales no pueden calificarse de satisfactorios. En efecto, el crecimiento económico estimado por el Departamento Nacional de Planeación (DNP), es de 2.9%; el desempleo aumentó en dos puntos porcentuales; la revaluación de la tasa real de cambio alcanzó cerca de 10 puntos porcentuales; la devaluación nominal fue del 1.79%, y se dio un incremento de 2.2 puntos porcentuales de la tasa de inflación, medida como la variación del índice de precios al consumidor (IPC). Estos resultados, parecieran en alguna forma inconsistentes. La aceleración de la inflación no se entiende en presencia de una revaluación del peso y de un crecimiento de los agregados monetarios por debajo de los corredores

de referencia establecidos por la Junta Directiva del Banco de la República. Como se observa en el Cuadro 1, la única variable de control macroeconómica que estuvo por fuera de los supuestos iniciales fue el déficit fiscal, lo que corrobora la relevancia de la permanente preocupación que sobre el particular ha tenido la Junta Directiva del Banco. Así mismo, pone de presente la necesidad de mejorar los mecanismos de información económica con que cuenta el país, en especial para la medición del PIB de manera trimestral y de forma más oportuna, como también en materia fiscal, donde no se cuenta con la elaboración oficial de cifras permanentes de la situación del sector público.

En la búsqueda del objetivo de reducción de la inflación, durante 1996 se formuló y se mantuvo una combinación de políticas que apuntaran al logro de esta meta en el marco de una política macroeconómica general consistente, la cual demandaba un estricto control monetario, una fuerte disciplina fiscal y una reducción en el ritmo de crecimiento de la cartera del sector financiero. En el frente monetario y crediticio, la Junta Directiva del Banco estableció metas para el crecimiento de los diferentes agregados: la base monetaria, los medios de pago (M1), la oferta monetaria ampliada (M3 más bonos), y el crédito al sector privado; debemos registrar que los diferentes indicadores, al cierre de 1996, señalan que se cumplió con estos presupuestos, inclusive a pesar de la ingente acumulación de divisas de fin de año (Véase Cuadro 1).

Cuadro 1
Meta de inflación y variables de control

	Objetivos de la programación	Comportamiento observado
Meta de inflación	17%	21.6%
VARIABLES DE CONTROL		
M3 más bonos	Mín 23%, Med 27%, Máx 31%	30.2%
M1 medios de pago	Mín 16.6%, Med 20.6% Máx 24.6%	18.8%
Cartera	no superior al 29%	24.0%
Tasa de cambio	Banda con 13.6 % de devaluación con $\pm 7\%$	
	límite inferior a fin de año \$1.004.93 por dólar	\$1.005.33
Déficit fiscal	0.6% del PIB	1.46% del PIB

Es importante mencionar que para el cumplimiento en la evolución esperada de las variables monetarias, en presencia de una relativa estabilidad de las reservas internacionales, por lo menos durante los primeros 11 meses del año, como se desprendía de las proyecciones de la balanza de pagos, fue necesaria la adopción de políticas monetarias moderadamente expansivas, lo cual permitió la disminución de los niveles del encaje y de su dispersión, y propiciaron una importante caída de las tasas de interés en los últimos meses del año. Desde finales del tercer trimestre, pero de manera muy especial en diciembre, se presentó una abrupta acumulación de reservas internacionales, cuya esterilización indujo un incremento importante del monto de las operaciones de mercado abierto (OMA), (los Títulos del Banco de la República en circulación).

I. EL SECTOR REAL

Las estimaciones preliminares del Departamento Nacional de Planeación (DNP) indican que el Producto Interno Bruto (PIB) del país creció durante 1996 en un 2.99%, inferior al crecimiento observado en 1995. Resulta importante anotar que durante 1996 se presentaron cambios importantes en los componentes del gasto, los cuales deberían haber contribuido a la reducción esperada de la tasa de inflación (Cuadro 2). De una parte, se observó una importante desaceleración en el crecimiento de la demanda interna, la cual, se estima, creció sólo en 0.4%, la cifra más baja de la presente década, cuyo promedio geométrico hasta 1995 era de 4.94%; ello como secuela de una marcada reducción del consumo final de los hogares, -1.65% en términos reales y un crecimiento importante del consumo de la administración pública, 11.3%. De otra parte, la formación bruta de capital desmejoró significativamente, al crecer sólo 2.65%, cuando el promedio de crecimiento en la primera mitad de la década llegó a 7.54%; dicho comportamiento se explica fundamentalmente por el decrecimiento de la inversión privada, 5.0%, la desaceleración en el crecimiento de la inversión pública del 23.4% al 13.9% y una menor acumulación de existencias, las cuales crecieron en un 4.0%. Las cifras de la balanza comercial en relación con el PIB muestran una reducción en el tamaño del déficit; como producto de un crecimiento en dólares de las exportaciones, del 4%, junto con una completa desaceleración en el crecimiento de las importaciones, las cuales, se estima, no presentaron variación de su valor en dólares respecto de 1995.

Cuadro 2

**Descomposición del Producto Interno Bruto (PIB) según componentes del gasto,
1990 a 1996 (estimado) 1/**

Concepto	Millones de pesos constantes de 1975						
	1990	1991	1992	1993	1994	1995pr	1996e
Consumo final	581.568	592.078	616.399	651.513	699.082	741.103	744.073
Consumo de los hogares	499.839	507.693	523.100	555.009	587.882	623.743	613.451
Consumo de la administración pública	81.729	84.385	93.299	96.504	111.200	117.360	130.622
Formación bruta de capital	115.641	105.537	150.902	208.549	264.258	290.158	297.855
Formación bruta de capital fijo	103.046	96.685	108.690	148.100	179.833	199.823	203.907
Inversión pública	37.264	38.417	48.742	56.039	60.348	74.469	84.820
Inversión privada	65.783	58.268	59.948	92.061	119.485	125.354	119.086
Variación de existencias	12.595	8.852	42.212	60.449	84.425	90.335	93.948
Absorción o demanda interna	697.209	697.615	767.301	860.062	963.340	1.031.261	1.041.928
Exportaciones	152.353	170.573	180.101	191.303	191.385	207.079	217.909
Importaciones	114.303	118.212	167.090	229.030	284.574	321.569	315.652
PIB	735.259	749.976	780.312	822.335	870.151	916.771	944.185

Concepto	Participación porcentual						
	1990	1991	1992	1993	1994	1995pr	1996e
Consumo final	79.10	78.95	78.99	79.23	80.34	80.84	78.81
Consumo de los hogares	67.98	67.69	67.04	67.49	67.56	68.04	64.97
Consumo de la administración pública	11.12	11.25	11.96	11.74	12.78	12.80	13.83
Formación bruta de capital	15.73	14.07	19.34	25.36	30.37	31.65	31.55
Formación bruta de capital fijo	14.01	12.89	13.93	18.01	20.67	21.80	21.60
Inversión pública	5.07	5.12	6.25	6.81	6.94	8.12	8.98
Inversión privada	8.95	7.77	7.68	11.20	13.73	13.67	12.61
Variación de existencias	1.71	1.18	5.41	7.35	9.70	9.85	9.95
Absorción o demanda interna	94.82	93.02	98.33	104.59	110.71	112.49	110.35
Exportaciones	20.72	22.74	23.08	23.26	21.99	22.59	23.08
Importaciones	15.55	15.76	21.41	27.85	32.70	35.08	33.43
PIB	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

Concepto	Crecimiento porcentual							Promedio geométrico
	1990	1991	1992	1993	1994	1995pr	1996e	
Consumo final	3.03	1.81	4.11	5.70	7.30	6.01	0.40	4.02
Consumo de los hogares	3.02	1.57	3.03	6.10	5.92	6.10	-1.65	3.41
Consumo de la administración pública	3.09	3.25	10.56	3.44	15.23	5.54	11.30	7.39
Formación bruta de capital	-1.17	-8.74	42.98	38.20	26.71	9.80	2.65	14.28
Formación bruta de capital fijo	-3.34	-6.17	12.42	36.26	21.43	11.12	2.04	9.71
Inversión pública	-14.07	3.09	26.88	14.97	7.69	23.40	13.90	10.06
Inversión privada	4.01	-11.42	2.88	53.57	29.79	4.91	-5.00	9.46
Variación de existencias	21.08	-29.72	376.86	43.20	39.66	7.00	4.00	36.94
Absorción o demanda interna	2.31	0.06	9.99	12.09	12.01	7.05	1.03	6.25
Exportaciones	17.59	11.96	5.59	6.22	0.04	8.20	5.23	7.71
Importaciones	7.85	3.42	41.35	37.07	24.25	13.00	-1.84	16.87
PIB	4.28	2.00	4.04	5.39	5.81	5.36	2.99	4.26

(pr) Preliminar, DANE; (e) Estimación, DNP.
1/ Las cifras de inversión pública y privada corresponden a estimaciones del DNP.
Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) y Departamento Nacional de Planeación (DNP).

Por sectores de actividad económica, la evolución del PIB durante 1996, muestra una desaceleración generalizada en todos los sectores: con excepción de los servicios personales, que pasaron del 7.4% de crecimiento en 1995 a un 8.6% en 1996; y del sector financiero que mantuvo su tasa de crecimiento en el 4.6%. Dicha evolución reproduce de manera más intensa lo observado desde 1995 (Cuadro 3). En efecto, en dicho año solamente el sector agropecuario y la explotación de minas y canteras se mostraron más dinámicos, al tiempo que los demás redujeron sus tasas de crecimiento.

Cuadro 3
Crecimiento porcentual del PIB por grandes agrupaciones
de actividad económica a precios constantes de 1975

Sectores económicos	1993	1994	1995(pr)	1996(e)
1. Agropecuario, silvicultura, pesca y caza	3,24	0,94	5,24	2,00
Agropecuario	3,47	1,10	5,18	1,80
Café pergamino	(15,24)	(11,68)	13,85	(13,70)
Agropecuario sin café	6,59	2,79	4,19	3,90
Sector agrícola	5,86	(2,11)	5,20	2,90
Sector pecuario	7,39	6,92	5,15	4,70
Silvicultura, pesca y caza	(2,41)	(3,05)	7,00	7,00
2. Explotación de minas y canteras	(1,66)	1,62	17,77	8,60
3. Industria manufacturera	1,65	1,56	1,01	0,50
Café elaborado	(16,91)	(10,65)	(18,30)	10,00
Resto de la industria	4,78	3,20	3,25	(0,40)
4. Electricidad, gas y agua	14,03	6,16	6,15	3,00
5. Construcción	18,20	19,23	5,24	0,10
6. Comercio, restaurantes y hoteles	9,14	6,08	5,20	0,30
Comercio	10,32	6,92	4,00	1,10
Restaurantes y hoteles	4,60	2,67	10,20	(3,00)
7. Transporte, almacenamiento y comunicaciones	4,35	5,80	5,99	4,80
Transporte y almacenamiento	4,45	5,54	4,35	2,00
Comunicaciones	3,96	6,78	12,60	15,00
8. Sector financiero	5,29	13,02	4,54	4,60
Financieros y otros servicios a empresas	6,38	18,77	6,42	5,40
Alquileres de vivienda	4,00	6,10	2,00	3,40
9. Servicios comunales, sociales y personales	1,05	3,81	7,37	8,60
Servicios del gobierno	0,20	2,74	7,80	9,80
Servicios personales	2,89	6,49	7,00	7,00
Servicios domésticos	2,40	2,39	3,00	0,00
Menos: Servicios bancarios imputados	13,80	16,20	10,00	5,00
Subtotal valor agregado	3,75	4,71	4,93	3,20
Más: Derechos e imptos. sobre importaciones	48,19	25,99	11,80	-1,20
Producto Interno Bruto	5,39	5,81	5,36	3,00

(pr) preliminar, DANE; (e) estimación, DNP.

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

Para 1996 inclusive estos sectores vieron reducidas sus tasas de crecimiento. El sector agropecuario incluyendo el café y sin incluirlo desmejoró su crecimiento de manera significativa al pasar de 5.18% a 1.80% y de 4.19% a 3.90% de 1995 a 1996, respectivamente. El sector de minas y canteras, incluida la extracción de petróleo, pasa de un crecimiento en 1995 del 17.77% a sólo el 8.6% durante 1996, siendo, con los servicios personales, los sectores económicos de mayor crecimiento.

A. Generación de empleo

De acuerdo con la Encuesta Nacional de Hogares, en el mes de diciembre la tasa de desempleo para las siete principales ciudades fue de 11.55%, superior en dos puntos porcentuales a la tasa observada en el mismo período en 1995. Por ciudades, Santafé de Bogotá presenta la menor tasa de desempleo, 9.57%, mientras Cali, Manizales, Pasto, y Medellín con tasas superiores al 13.6%, registran los niveles más altos. En las cuatro mayores áreas metropolitanas (Bogotá, Medellín, Cali y Barranquilla) la tasa de desempleo en diciembre también resulta superior a la observada en 1995, al pasar de 9.3% al 11.4% (Cuadro 4). La situación en materia de empleo es reflejo de la marcada desaceleración que presentó la economía durante 1996, a nivel de casi todos los sectores económicos.

El aumento generalizado de la tasa de desempleo, además, estuvo acompañado de una ligera reducción de la tasa de participación, que para las siete ciudades pasó de 61.4% a 59.8%, comportamiento que se explica por un aumento relativo de las personas presentes en el mercado de trabajo.

B. Generación de ahorro

Como se ha comentado en diferentes oportunidades, uno de los aspectos más destacados en la evolución de la economía colombiana en los últimos años es la permanente reducción en los niveles del ahorro doméstico, que al estar acompañada de incrementos en el consumo y la inversión se reflejan en un aumento significativo del déficit en cuenta corriente financiado con ahorro externo.

Durante 1996, se estima que nuevamente se presentó una reducción en la generación de ahorro interno al alcanzar un 17,5% del PIB, frente a 18.4% de 1995. La generación de ahorro privado mostró una ligera recuperación al situarse en el 9.2% del PIB, con un incremento de 0.5 puntos porcentuales respecto de 1995, lo que compensó el descenso de 1.4 puntos

Cuadro 4

Tasa de desempleo, participación global y bruta de las áreas metropolitanas
(Diciembre 1995 - Diciembre 1996)

Áreas metropolitanas	Tasa de desempleo				
	Diciembre	Marzo	Junio	Septiembre	Diciembre (p)
	1995	1996	1996	1996	1996
Santafé de Bogotá, D.C.	7,7	8,2	9,5	10,3	9,5
Medellín-Valle de Aburrá	11,9	11,6	12,0	13,3	13,6
Cali - Yumbo	10,8	13,1	14,4	14,9	14,3
Barranquilla - Soledad	10,1	10,9	12,5	12,1	11,1
Total cuatro áreas	9,3	10,0	11,2	11,9	11,4
B/manga - Floridablanca	11,0	10,6	13,2	10,8	12,1
Manizales - Villa María	11,7	13,3	12,5	12,9	13,8
Pasto	11,9	12,6	14,7	15,5	13,9
Total tres áreas	11,3	11,7	13,4	12,2	12,8
Total siete áreas	9,5	10,2	11,4	11,9	11,5
Áreas metropolitanas	Tasa de participación global				
	Diciembre	Marzo	Junio	Septiembre	Diciembre (p)
	1995	1996	1996	1996	1996
Santafé de Bogotá, D.C.	64,3	63,4	60,6	61,3	61,2
Medellín-Valle de Aburrá	58,4	57,5	56,8	56,9	57,9
Cali - Yumbo	58,4	60,0	58,5	57,5	58,6
Barranquilla - Soledad	57,3	55,1	54,2	52,6	54,5
Total cuatro áreas	61,2	60,6	58,7	58,7	59,2
B/manga - Floridablanca	65,6	63,7	64,1	64,0	67,2
Manizales - Villa María	58,3	54,7	57,1	55,2	55,3
Pasto	63,5	62,4	64,2	65,2	64,3
Total tres áreas	63,4	61,1	62,3	62,1	63,8
Total siete áreas	61,4	60,6	59,1	59,1	59,8
Áreas metropolitanas	Tasa de participación bruta				
	Diciembre	Marzo	Junio	Septiembre	Diciembre (p)
	1995	1996	1996	1996	1996
Santafé de Bogotá, D.C.	49,5	49,0	47,4	47,8	47,7
Medellín-Valle de Aburrá	45,0	44,5	43,9	44,2	44,6
Cali - Yumbo	44,9	45,9	45,6	45,2	45,3
Barranquilla - Soledad	42,6	41,6	41,0	39,4	40,8
Total cuatro áreas	46,9	46,6	45,5	45,6	45,8
B/manga - Floridablanca	50,2	48,6	48,9	49,4	50,8
Manizales - Villa María	44,9	42,0	43,6	43,2	43,0
Pasto	47,9	46,7	49,0	50,3	48,7
Total tres áreas	48,4	46,5	47,5	48,1	48,6
Total siete áreas	47,1	46,6	45,8	45,9	46,1

(p) provisional.

Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadísticas (DANE).

porcentuales en el ahorro público (Cuadro 5). Debemos reiterar la importancia de resolver el fenómeno de la reducción del ahorro interno, puesto que éste es fundamental para el logro de una tasa de desarrollo económico creciente y sostenible¹.

Cuadro 5
Ahorro interno
Participación % sobre PIB nominal

Año	Total	Público	Privado
1970	16,33	5,05	11,28
1971	13,29	3,93	9,36
1972	16,18	3,46	12,72
1973	18,28	3,87	14,41
1974	18,85	4,78	14,07
1975	17,07	5,57	11,49
1976	19,03	7,25	11,78
1977	21,60	8,09	13,51
1978	20,44	7,73	12,70
1979	19,77	5,79	13,98
1980	19,58	6,22	13,36
1981	16,91	4,66	12,25
1982	15,08	3,25	11,83
1983	14,67	2,54	12,13
1984	15,50	3,79	11,72
1985	17,06	4,87	12,19
1986	22,00	8,16	13,84
1987	20,96	7,56	13,41
1988	22,50	7,80	14,70
1989	20,92	8,30	12,63
1990	21,36	8,66	12,70
1991	22,68	10,55	12,12
1992	19,00	9,74	9,26
1993	19,55	9,14	10,40
1994	18,95	10,35	8,60
1995pr	18,42	9,70	8,71
1996e	17,48	8,28	9,20

(pr) preliminar; (e) estimación.
Para 1994,1995 y 1996 las estimaciones de ahorro corresponden al Departamento Nacional de Planeación (DNP).
Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) y Departamento Nacional de Planeación (DNP).

II. EL SECTOR EXTERNO

Los resultados de la balanza de pagos del país para 1996 no estuvieron en línea con las proyecciones iniciales de comienzos del año, como resultado de la evolución de la cuenta de capital. La cuenta corriente presentó un déficit que se estima en US\$4,790 millones (5.5% del PIB), al tiempo que la cuenta de capital registró un superávit de US\$6,334 millones (Cuadro 6). La balanza de bienes mostró un déficit de US\$2,122 millones, como resultado de exportaciones por US\$10,633 millones e importaciones de US\$12,755 millones, lo que significó crecimiento del 4% y -1,3%, respectivamente. La cuenta de servicios alcanzó un déficit de US\$3,156 millones que se explica en su totalidad por el pago neto de servicios financieros (intereses, dividendos y remisión de utilidades) que ascendió a US\$3,409 millones.

Cuadro 6
Balanza de pagos de Colombia
(Millones de dólares)

	1990	1991	1992	Preliminar			Estimación
				1993	1994	1995	1996
I. CUENTA CORRIENTE	543.5	2,346.7	875.6	(2,219.4)	(3,262.9)	(4,381.9)	(4,789.7)
A. BIENES	1,971.5	2,959.4	1,234.1	(1,657.2)	(2,291.5)	(2,698.7)	(2,122.4)
Ingresos	7,079.4	7,507.4	7,263.2	7,428.5	8,748.5	10,222.4	10,633.0
Egresos	5,107.9	4,548.0	6,029.1	9,085.7	11,040.0	12,921.1	12,755.4
B. SERVICIOS	(2,454.5)	(2,309.9)	(2,092.3)	(1,700.2)	(1,833.7)	(2,361.8)	(3,156.2)
Ingresos	1,947.4	1,983.7	2,431.6	3,081.1	3,981.1	4,540.0	4,404.7
Egresos	4,401.9	4,293.6	4,523.9	4,781.3	5,814.8	6,901.8	7,560.9
C. TRANSFERENCIAS	1,026.5	1,697.2	1,733.8	1,138.0	862.4	678.6	488.9
II. CUENTA DE CAPITAL	(1.3)	(777.3)	183.0	2,701.4	2,891.4	5,189.4	6,333.6
A. CAPITAL DE LARGO PLAZO	196.2	149.2	170.0	1,522.2	3,790.6	3,828.2	7,175.4
Inversión directa	484.1	432.6	678.7	719.1	1,515.5	2,217.1	3,487.4
Inversión de cartera	(4.1)	86.0	125.9	497.6	567.8	35.8	1,571.7
Endeudamiento externo neto	(202.8)	(369.4)	(634.6)	317.5	1,164.1	1,330.0	1,747.1
Arrendamiento financiero	0.0	0.0	0.0	0.0	578.9	333.7	406.5
Aportes organismos internacionales	(81.0)	0.0	0.0	(12.0)	(35.6)	(88.4)	(37.3)
B. CAPITAL CORTO PLAZO	(197.5)	(926.5)	13.0	1,179.2	(899.2)	1,361.2	(841.8)
Endeudamiento neto	(178.2)	(404.1)	650.0	1,097.5	844.5	1,069.3	(26.7)
Movimiento de activos en el exterior	(19.3)	(522.4)	(637.0)	81.7	(1,743.7)	291.9	(815.1)
III. CONTRAPARTIDAS	(14.0)	(51.2)	(55.9)	228.6	5.0	2.5	(92.6)
IV. ERRORES Y OMISIONES	97.8	357.5	164.6	(504.2)	533.8	(455.8)	25.0
V. VARIACION RESERVAS BRUTAS 1/	626.0	1,875.7	1,167.3	206.4	167.3	354.3	1,476.2
VI. SALDO RESERVAS BRUTAS 1/	4,696.8	6,572.5	7,739.8	7,946.2	8,113.5	8,467.8	9,944.0
PIB nominal en dólares (millones)	46,563.9	48,920.9	52,528.5	56,906.4	68,838.7	80,853.0	87,413.6
Meses importaciones bienes	11.0	17.3	15.4	10.5	8.8	7.9	9.4
Meses importaciones bienes y servicios	5.9	8.9	8.8	6.9	5.8	5.1	5.9
VII. PASIVOS CORTO PLAZO BCO. REP. 1/	195.6	152.3	26.6	77.1	111.2	144.5	47.5
VIII. SALDO RESERVAS NETAS (VI-VII)	4,501.2	6,420.2	7,713.2	7,869.1	8,002.2	8,323.2	9,896.4
IX. VARIACION RESERVAS NETAS	634.4	1,919.0	1,293.0	155.9	133.1	321.0	1,573.2

1/ Según metodología de balanza de pagos.

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

La cuenta de capital refleja incrementos muy significativos del capital de largo plazo (US\$7,175 millones), el más elevado en la historia del país, y una reducción del capital de corto plazo (US\$842 millones). Si bien el comportamiento señalado permite afirmar que la financiación del déficit en cuenta corriente sigue presentándose de una manera “sana” donde no se percibe entrada de capitales especulativos que puedan comprometer en el corto plazo la situación cambiaria del país; de otra parte, debemos llamar la atención por la pronunciada sustitución del crédito interno por crédito externo que esto significa, en presencia de una desaceleración de la actividad económica como la ya enunciada. El mayor endeudamiento externo conlleva una marcada desintermediación financiera, que además de restarle posibilidades de crecimiento al sector financiero nacional, también aumenta el grado de exposición internacional del país.

El crecimiento de las exportaciones, US\$411 millones, provino exclusivamente de incrementos de las exportaciones de petróleo, US\$707 millones, y carbón, US\$255 millones; las exportaciones no tradicionales mantuvieron su valor en dólares, US\$4,708 millones, mientras que se presentaron disminuciones de: US\$16 millones en ferroníquel, US\$255 millones en café, US\$281 millones en esmeraldas. Las importaciones, por su parte, se redujeron en US\$166 millones como resultado de disminuciones de US\$111 millones en los bienes de consumo y US\$539 millones en los de capital, pese al incremento de US\$485 millones en los bienes intermedios (Cuadro 7).

Respecto al superávit de la cuenta de capital, US\$6,334 millones, éste se explica por la evolución de la inversión directa neta, la cual sumó US\$3,487 millones, con crecimiento de US\$1,270 millones respecto de 1995, por el mayor endeudamiento externo neto, el cual alcanzó US\$1,747 millones durante 1996 y por ingresos de inversión de cartera por US\$1,572 millones. La inversión directa neta es el resultado de inversión extranjera directa en Colombia por US\$3,562 millones, marginalmente compensada por una inversión colombiana en el exterior de US\$75 millones. Es de resaltar que en el último año los ingresos de capital de inversión extranjera se dirigieron principalmente hacia los sectores petrolero (US\$ 1.100 millones); electricidad, gas y agua (US\$ 763.9 millones)²; manufacturero (US\$ 550 millones) y financiero (US\$ 635 millones)³. Adicionalmente, la inversión extranjera a través de Fondos de Inversión fue de US\$ 290 millones. El crecimiento del endeudamiento externo se explica por el significativo endeudamiento del sector privado, US\$2,270 millones (incluyendo arrendamiento financiero). Si bien el endeudamiento externo directo neto

Cuadro 7

Cuenta Corriente

(Millones de dólares)

	1990	1991	Preliminar			Estimación	
			1992	1993	1994	1995	1996
CUENTA CORRIENTE	543.5	2,346.7	875.6	(2,219.4)	(3,262.9)	(4,381.6)	(4,789.8)
A. BIENES	1,971.5	2,959.4	1,234.1	(1,657.2)	(2,291.5)	(2,698.6)	(2,122.4)
1. Exportaciones FOB	7,079.4	7,507.4	7,263.2	7,428.5	8,748.5	10,222.5	10,633.0
Café	1,399.2	1,323.6	1,258.9	1,139.7	1,990.5	1,831.7	1,577.0
Petróleo y derivados	1,951.0	1,460.5	1,395.6	1,323.0	1,312.7	2,185.0	2,892.1
Carbón	544.8	630.2	555.4	567.0	552.8	594.5	849.4
Ferroníquel	146.3	143.5	125.1	102.0	118.8	185.0	169.0
Oro	374.4	408.5	363.5	312.5	304.6	266.2	266.1
Esmeraldas	112.9	142.8	179.7	399.6	422.3	452.2	171.0
No tradicionales	2,550.8	3,398.3	3,385.0	3,584.7	4,046.8	4,707.9	4,708.4
2. Importaciones FOB	5,107.9	4,548.0	6,029.1	9,085.7	11,040.0	12,921.1	12,755.4
Bienes de consumo	520.0	570.4	825.3	1,665.7	2,151.0	2,485.2	2,374.2
Bienes intermedios	2,706.7	2,522.3	3,258.9	3,797.1	4,380.0	5,659.8	6,144.5
Bienes de capital	1,881.2	1,455.3	1,944.9	3,622.9	4,509.0	4,776.1	4,236.7
B. SERVICIOS	(2,454.5)	(2,309.9)	(2,092.3)	(1,700.2)	(1,833.7)	(2,361.5)	(3,156.3)
a. Embarques	(133.0)	(102.4)	(161.4)	(300.3)	(422.3)	(470.0)	(656.5)
Ingresos	130.0	135.9	132.8	186.8	215.2	238.9	238.5
Egresos	263.0	238.3	294.2	487.1	637.5	708.9	895.0
b. Otros transportes	(70.7)	(71.8)	71.7	352.2	458.5	557.8	552.5
Ingresos	367.2	393.8	524.1	804.4	982.9	1,211.8	1,196.0
Egresos	437.9	465.6	452.4	452.2	524.4	654.0	643.5
c. Viajes	(48.7)	(40.4)	64.6	61.1	50.2	43.4	45.8
Ingresos	405.7	468.2	705.3	755.1	806.1	859.3	908.9
Egresos	454.4	508.6	640.6	694.0	755.9	815.9	863.1
d. Otros bienes, servicios y rentas	(121.8)	(263.2)	(214.9)	(118.7)	217.6	133.6	311.0
Transacciones petroleras	(170.2)	(194.9)	(144.4)	(16.1)	406.2	377.0	511.0
Ingresos	124.5	77.1	81.7	220.7	608.0	618.0	805.0
Egresos	294.7	272.0	226.1	236.8	201.8	241.0	294.0
Otras transacciones	48.4	(68.3)	(70.5)	(102.6)	(188.6)	(243.4)	(200.0)
Ingresos	579.9	532.5	549.5	566.0	600.1	615.0	631.6
Egresos	531.5	600.8	620.0	668.6	788.7	858.4	831.6
e. Renta de la inversión	(2,080.3)	(1,832.1)	(1,852.4)	(1,694.5)	(2,137.7)	(2,626.2)	(3,409.1)
Ingresos	340.1	376.2	438.2	548.1	768.8	997.1	624.6
Intereses	320.1	363.5	430.0	482.3	579.3	933.0	541.3
Sector oficial	295.2	330.4	395.9	416.1	458.9	710.7	321.1
Sector privado	24.9	33.1	34.2	66.2	120.4	222.3	220.2
Utilidades y dividendos	20.0	12.7	8.2	65.8	189.5	64.1	83.3
Egresos	2,420.4	2,208.3	2,290.7	2,242.6	2,906.5	3,623.3	4,033.7
Intereses	1,644.1	1,491.9	1,348.2	1,220.9	1,557.7	1,879.9	2,152.1
Sector oficial	1,325.9	1,267.9	1,135.5	982.3	1,057.3	1,129.1	1,304.0
Sector privado	318.2	224.0	212.6	238.6	500.4	750.8	848.1
Utilidades y dividendos	776.3	716.4	942.5	1,021.7	1,348.8	1,743.4	1,881.6
C. TRANSFERENCIAS	1,026.5	1,697.2	1,733.8	1,138.0	862.4	678.6	488.9
Ingresos	1,042.7	1,742.5	1,870.9	1,350.0	1,055.4	860.8	658.0
Egresos	16.2	45.3	137.1	212.0	193.0	182.2	169.1

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

del sector público fue negativo, en US\$116 millones, debido a las significativas amortizaciones de la deuda, su financiamiento mediante colocación de bonos, US\$1,717 millones, fue superior a las emisiones acumuladas de los últimos 6 años, US\$1,611 millones, (Cuadro 8).

Cuadro 8
Cuenta de Capital
(Millones de dólares)

	1990	1991	Preliminar			Estimación	
			1992	1993	1994	1995	1996
CUENTA DE CAPITAL	(1.3)	(777.3)	183.0	2,701.4	2,891.4	5,189.4	6,333.7
A. CAPITAL DE LARGO PLAZO	196.2	149.2	170.0	1,522.2	3,790.7	3,828.2	7,175.5
1. Inversión directa	484.1	432.6	678.7	719.1	1,515.5	2,217.1	3,487.4
Extranjera en Colombia	500.5	456.9	728.7	959.1	1,667.2	2,501.1	3,562.0
Colombiana en el exterior	16.4	24.3	50.0	240.0	151.7	284.0	74.6
2. Inversión de cartera	(4.1)	86.0	125.9	497.6	567.8	35.8	1,571.7
a. Sector oficial	(4.1)	81.3	59.5	352.6	403.6	401.0	1,717.0
Emisión bonos deuda externa	0.0	100.0	100.0	375.0	516.3	520.0	1,877.0
Amortización bonos deuda externa	4.1	18.7	40.5	22.4	112.7	119.0	160.0
b. Sector privado	0.0	4.7	66.4	145.0	164.2	(365.2)	(145.3)
3. Endeudamiento externo	(202.8)	(369.4)	(634.6)	317.5	1,164.1	1,330.0	1,747.1
a. Sector oficial	(27.0)	(359.0)	(677.8)	(478.9)	(594.5)	(318.0)	(116.0)
Desembolsos	1,817.9	1,615.3	1,622.5	1,482.6	1,803.4	1,402.0	1,803.0
Amortizaciones	1,844.9	1,974.3	2,300.3	1,961.5	2,397.9	1,720.0	1,919.0
b. Sector privado	(175.8)	(10.4)	43.2	796.4	1,758.6	1,648.0	1,863.1
Desembolsos	146.6	159.1	508.3	1,297.3	2,600.0	2,609.3	4,073.9
Amortizaciones	322.4	169.5	465.1	500.9	841.4	961.3	2,210.7
4. Arrendamiento financiero	0.0	0.0	0.0	0.0	578.9	333.7	406.5
5. Aportes organismos internal.	(81.0)	0.0	0.0	(12.0)	(35.6)	(88.4)	(37.3)
B. CAPITAL CORTO PLAZO	(197.5)	(926.5)	13.0	1,179.2	(899.2)	1,361.2	(841.8)
1. Endeudamiento externo neto	(178.2)	(404.1)	650.0	1,097.5	844.5	1,069.3	(26.7)
Sector oficial	(59.5)	(41.1)	194.3	94.5	169.5	379.5	(177.3)
Sector privado	(118.7)	(363.0)	455.7	1,003.0	675.0	689.8	150.6
2. Movimiento de activos							
en el exterior	(19.3)	(522.4)	(637.0)	81.7	(1,743.7)	291.9	(815.1)
Sector oficial	(45.7)	27.7	(429.5)	129.8	(1,251.7)	882.0	(594.8)
Sector privado	26.4	(550.1)	(207.5)	(48.1)	(492.0)	(590.1)	(220.3)

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

En términos de los indicadores de deuda externa, como se observa en el Cuadro 9, durante 1996 todos revierten la tendencia de mejoramiento que se presentó a lo largo de la década de los años noventa en el grado de exposición internacional. En efecto, el servicio de la deuda pública externa (amortización más intereses) se redujo de 7.9% del PIB nominal en 1990 a sólo 3.7% en 1995, hasta situarse en 3.9%, en 1996. Así mismo, el servicio de la deuda pública externa como porcentaje de las exportaciones de bienes y servicios se disminuyó de 35.2% a 20.1% entre 1990 y 1995, y ascendió luego a 22.5% en 1996, en tanto que el saldo de la deuda pública como porcentaje del PIB nominal evolucionó en iguales fechas de 37.2% a 18.7%, para ascender en el último año al 18.9%.

Cuadro 9
Indicadores de deuda externa
(Porcentajes)

	1990	1991	1992	Preliminar		Estimación	
				1993	1994	1995	1996
SERVICIO DE LA DEUDA PUBLICA (Amortización + intereses)							
Como porcentaje del PIB nominal	7.9	7.7	7.1	5.3	5.2	3.7	3.9
SERVICIO DE LA DEUDA PUBLICA (Amortización + intereses)							
Como porcentaje de exportaciones de bienes y servicios	35.2	34.4	35.9	28.2	28.0	20.1	22.5
SALDO DE LA DEUDA EXTERNA OFICIAL							
Como porcentaje del PIB nominal	37.2	34.8	28.5	24.9	20.9	18.7	18.9
CRECIMIENTO DEL SALDO DEUDA EXTERNA OFICIAL							
	4.8	(1.1)	(5.3)	(1.0)	3.4	5.3	9.4

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

III. POLÍTICAS Y RESULTADOS MONETARIOS

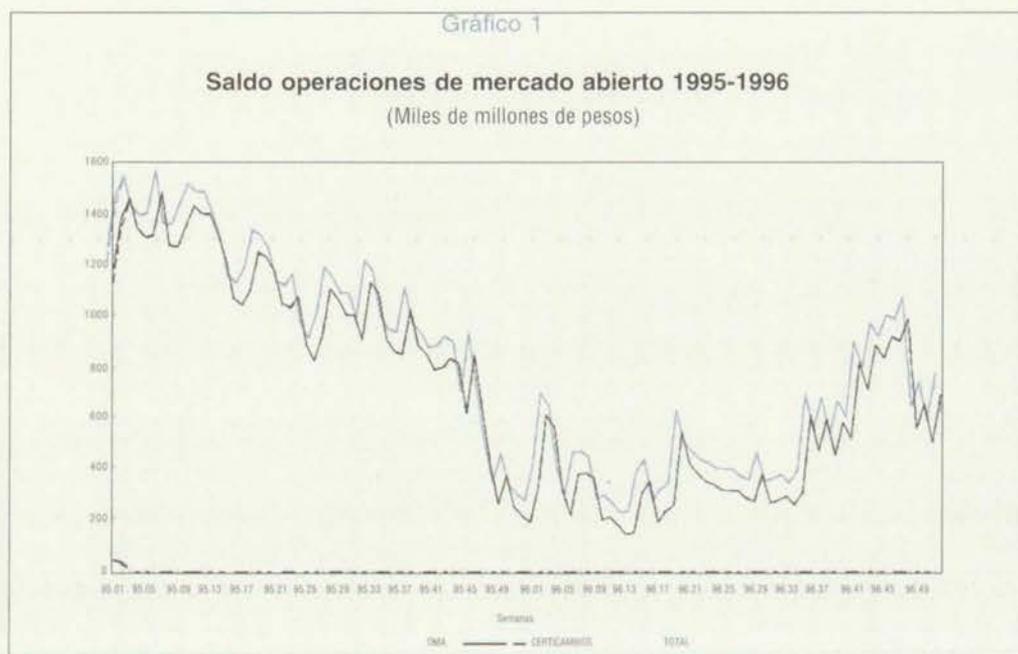
El presupuesto monetario establecido desde finales de 1995, compatible con los objetivos de reducción de la inflación y un crecimiento adecuado de la economía, preveía la necesidad de una reducción significativa en las

tasas de crecimiento de todos los agregados monetarios, lo cual en principio significaba una política monetaria restrictiva para 1996. En efecto, al cierre de 1995 las diferentes variables monetarias crecían, así: 19.7% M1, 30.2% M3 más bonos y 32% la cartera total sin FEN; la Junta Directiva del Banco estableció para 1996 metas de crecimiento del 20.6% para los medios de pago, M1, 25.3% para M3, (sustituida por 27% para M3 más bonos) y un incremento no superior al 29% para la cartera total sin FEN. Sin embargo, dado que las fuentes de emisión primaria no eran suficientes para atender adecuadamente el crecimiento previsto, se hizo necesario acudir a operaciones expansivas, como la reducción de los encajes requeridos y ajustes en la forma de cómputo de los encajes, al tiempo que no se preveía una esterilización importante mediante las operaciones de mercado abierto (OMA).

A. La política monetaria

Los ajustes logrados en los mercados monetario y cambiario hasta 1995, permitían suponer que se había readquirido un importante grado de control a las variables monetarias. Los elementos más importantes que influían sobre la efectividad de la política monetaria: la defensa de la tasa de cambio⁴ y el importante volumen de OMA de corto plazo, parecían cosa del pasado. En el primer caso, no se preveían ingresos importantes de divisas y existía un margen de revaluación amplio, antes de llegar al piso de la banda cambiaria. En consecuencia, no se esperaba monetizar volúmenes importantes de reservas internacionales. Por el contrario, era previsible que al igual que en 1995 el Banco efectuara ventas netas de divisas, como en efecto sucedió durante el primer semestre del año, como secuela del déficit de la cuenta corriente y una acumulación estimada de reservas internacionales por debajo del rendimiento esperado de las mismas, lo que sugería que el mercado cambiario estaría demandado. Por otra parte, los títulos del Banco en circulación a finales de 1995, \$217 millardos, representaban menos del 5% de la base monetaria, recursos inclusive inferiores para atender el normal crecimiento de la demanda durante 1996 por lo que originalmente se pensó que dicho saldo podría desaparecer, requiriéndose de medidas de expansión monetaria para atender adecuadamente la demanda de dinero. En consecuencia, mediante las Resoluciones 4, 10, 14, 17, 20, 21, 22 y 27 de la Junta Directiva, se redujo la dispersión y el nivel del encaje promedio requerido sobre los diferentes tipos de depósitos para el sistema financiero. En efecto, se redujo el encaje sobre los depósitos a la vista del 40% al 21% y se eliminó el

encaje marginal. Así mismo, el encaje sobre los depósitos a la vista del sector público se redujo de 40% a 21% y se les desmontó el encaje marginal. Por su parte, el saldo de títulos del Banco en circulación permaneció en niveles moderados durante la primera parte del año, pero se elevó de manera importante a finales de 1996, llegando a \$691.6 miles de millones, debido a la necesidad de esterilizar el incremento de las reservas internacionales de fin de año (Cuadro 10 y Gráfico 1).



B. Los agregados monetarios

Como ya se mencionó, la evolución de los diferentes agregados monetarios a lo largo de 1996 indica que al cierre del ejercicio se dio cumplimiento a todas las metas intermedias que se trazó la Junta Directiva. Sin embargo, es importante hacer algunas precisiones al respecto. De una parte, la demanda de medios de pago, M1 (efectivo más cuentas corrientes), mostró un cambio significativo que apartó su comportamiento de los patrones históricos y estacionales, al punto que su saldo se situó de manera sistemática por debajo del límite inferior del corredor monetario durante el año (Gráfico 2); ello como resultado de la desaceleración generalizada de la demanda interna, como también de cambios en la demanda de cuentas corrientes del sector privado, secuela de los avances tecnológicos que permiten un manejo más eficiente de los recursos líquidos, como las

Cuadro 10

Deuda interna del Banco de la República (*)

	Período	OMA	Certificados de cambio	Total
1991	Junio	931.072	81.790	1.012.862
	Julio	1.081.053	232.470	1.313.523
	Agosto	990.657	423.454	1.414.111
	Septiembre	1.210.634	621.847	1.832.481
	Octubre	1.213.598	622.542	1.836.140
	Noviembre	1.255.149	472.034	1.727.183
	Diciembre	1.260.324	372.773	1.633.097
1992	Enero	1.592.932	386.092	1.979.024
	Febrero	1.529.669	433.047	1.962.716
	Marzo	1.589.915	460.387	2.050.302
	Abril	1.521.805	602.294	2.124.099
	Mayo	1.519.467	830.752	2.350.219
	Junio	1.429.492	920.763	2.350.255
	Julio	1.401.673	1.001.199	2.402.872
	Agosto	1.321.963	1.005.710	2.327.673
	Septiembre	1.091.100	1.084.812	2.175.912
	Octubre	1.016.157	1.114.702	2.130.859
	Noviembre	826.629	1.150.614	1.977.243
	Diciembre	943.827	1.222.337	2.166.164
1993	Enero	1.230.348	1.208.213	2.438.561
	Febrero	1.337.674	1.204.680	2.542.354
	Marzo	1.398.371	1.039.737	2.438.108
	Abril	1.528.111	912.514	2.440.625
	Mayo	1.787.764	736.946	2.524.710
	Junio	1.423.027	607.159	2.030.186
	Julio	1.861.637	517.288	2.378.925
	Agosto	1.951.438	468.853	2.420.291
	Septiembre	2.234.902	409.082	2.643.984
	Octubre	2.052.039	370.397	2.422.436
	Noviembre	1.865.305	321.382	2.186.687
	Diciembre	1.371.378	339.056	1.710.434
1994	Enero	1.693.397	371.008	2.064.405
	Febrero	1.738.452	336.056	2.074.508
	Marzo	1.621.851	309.485	1.931.336
	Abril	1.462.575	300.567	1.763.142
	Mayo	1.526.277	257.592	1.783.869
	Junio	1.463.468	222.581	1.686.049
	Julio	1.393.554	205.367	1.598.921
	Agosto	1.554.546	192.487	1.747.033
	Septiembre	1.496.775	176.340	1.673.115
	Octubre	1.405.788	167.347	1.573.135
	Noviembre	1.315.983	121.690	1.437.673
	Diciembre	994.181	58.952	1.053.133
1995	Enero	1.336.726	3.070	1.339.796
	Febrero	1.272.889	1.993	1.274.882
	Marzo	1.393.950	1.951	1.395.901
	Abril	1.039.765	1.908	1.041.673
	Mayo	1.043.444	2.042	1.045.486
	Junio	821.908	1.713	823.621
	Julio	1.002.263	1.539	1.003.802
	Agosto	905.643	1.543	907.186
	Septiembre	882.285	1.566	883.851
	Octubre	833.303	1.560	834.863
	Noviembre	408.947	1.325	410.272
	Diciembre	216.110	1.072	217.182
1996	Enero	317.489	1.069	318.558
	Febrero	361.851	911	362.762
	Marzo	140.324	918	141.242
	Abril	189.608	921	190.529
	Mayo	380.129	924	381.053
	Junio	314.355	922	315.277
	Julio	265.918	910	266.828
	Agosto	303.203	898	304.101
	Septiembre	451.307	866	452.173
	Octubre	881.853	837	882.690
	Noviembre	983.535	833	984.368
	Diciembre	691.259	364	691.623

(*)Saldo al cierre monetario.

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

Gráfico 2
Medios de pago
(Corredores de seguimiento semanal)



transferencias electrónicas y el creciente número de cajeros automáticos, que permiten el retiro de efectivo de las cuentas de ahorro (tradicional y UPAC) sin pasar por cuentas corrientes.

De otra parte, la oferta monetaria ampliada M3 más bonos, también presentó durante buena parte del año un crecimiento por debajo de su comportamiento histórico que llevó su saldo a situarse en la parte inferior del corredor esperado, situación que se modificó en las dos últimas semanas, permitiendo que su nivel se ubicara en la parte alta del corredor al cierre de diciembre pasado cuando registró un crecimiento de 30,2% (Cuadro 11). Este comportamiento se explica, en principio, por la marcada desaceleración de la actividad económica, y la consecuente menor demanda de crédito.

Como consecuencia de la evolución de los medios de pago y los denominados cuasidineros, así como de las modificaciones introducidas al régimen de encajes, la demanda de reserva bancaria se modificó de manera sustancial, al punto que el encaje promedio presentado se redujo en un 20% al pasar de 13% a 11,7% de diciembre de 1995 a finales de 1996. Esta menor demanda de reserva bancaria, junto con el bajo crecimiento de los agregados monetarios permitió que la base monetaria también se apartara de sus patrones históricos y se situara a lo largo del año por debajo del límite inferior del corredor esperado por las autoridades, arrojando un crecimiento anual de 10,6% para 1996 (Cuadro 11).

Cuadro 11
Crecimiento de los agregados monetarios
(Porcentajes)

Período	Base	M1	M2	M3+BONOS	M4	
1992	Diciembre	44.7	41.0	38.7	38.8	33.2
1993	Enero	48.4	38.9	34.0	35.0	28.4
	Febrero	40.8	35.5	31.8	35.2	30.2
	Marzo	41.7	34.0	31.1	32.9	28.7
	Abril	32.9	30.3	31.1	32.1	28.1
	Mayo	37.0	31.3	31.7	32.9	28.0
	Junio	34.1	30.4	34.0	34.0	25.2
	Julio	34.6	34.2	39.4	42.1	33.9
	Agosto	38.4	34.6	43.1	46.7	38.8
	Septiembre	36.0	36.6	40.6	43.9	40.5
	Octubre	35.6	34.0	40.1	43.2	39.6
	Noviembre	37.7	40.2	45.3	46.0	43.4
	Diciembre	33.4	30.0	40.9	44.5	37.0
1994	Enero	35.9	33.6	43.9	47.4	39.8
	Febrero	36.4	37.8	45.2	45.0	37.0
	Marzo	38.3	37.4	43.6	45.4	35.8
	Abril	35.0	32.1	41.2	45.3	35.0
	Mayo	29.3	31.2	44.7	47.6	35.5
	Junio	29.8	30.4	38.7	42.3	34.0
	Julio	33.6	32.7	39.1	40.2	29.6
	Agosto	24.7	32.6	39.7	39.4	29.4
	Septiembre	31.9	30.0	41.1	41.3	31.8
	Octubre	31.0	30.2	38.7	39.4	31.4
	Noviembre	32.1	30.6	38.2	38.1	31.3
	Diciembre	27.5	25.3	38.0	38.0	34.4
1995	Enero	26.2	22.7	36.2	35.7	31.9
	Febrero	25.8	19.1	37.3	36.0	31.7
	Marzo	15.9	19.3	39.1	37.8	35.4
	Abril	26.1	19.1	39.4	37.6	35.0
	Mayo	26.5	15.8	35.4	35.2	34.0
	Junio	22.6	17.8	38.3	37.5	36.8
	Julio	18.6	16.8	35.7	34.4	35.9
	Agosto	20.8	12.9	32.2	32.1	33.2
	Septiembre	20.1	12.9	33.7	33.4	31.7
	Octubre	18.1	12.0	34.4	34.4	33.6
	Noviembre	15.7	14.0	28.5	29.8	28.8
	Diciembre	11.2	19.7	26.1	27.6	27.1
1996	Enero	15.9	13.3	24.7	27.0	26.2
	Febrero	8.8	15.4	22.9	26.4	25.8
	Marzo	22.5	18.9	19.8	24.8	23.7
	Abril	8.6	13.9	19.0	24.1	26.6
	Mayo	5.6	14.3	18.1	22.9	24.4
	Junio	6.6	15.0	16.3	23.0	25.2
	Julio	8.3	9.1	16.6	24.0	24.6
	Agosto	6.9	10.3	16.3	25.2	26.0
	Septiembre	5.2	14.7	14.5	23.2	24.5
	Octubre	-0.5	12.7	13.4	21.5	24.2
	Noviembre	-4.9	8.7	15.1	23.3	27.2
	Diciembre	10.6	18.8	22.6	30.2	33.1

Base = Efectivo + Reserva del sistema financiero.

M1 = Efectivo + Cuentas Corrientes.

M2 = M1 + cuasidineros.

M3 = M2 + Depósitos a la vista + Depósitos fiduciarios + Bonos del sistema financiero.

M4 = M3 + OMA + Certicambios + CEV + TAN + Aceptaciones bancarias + TER + TES + Tesoros.

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

Cuadro 12
Evolución de la cartera total 1/
(Miles de millones de pesos)

Semana	Fecha (1996)	Cartera Total		
		M/N	M/E	TOTAL
1	Enero 6	24.811,3	4.073,5	28.884,8
2	Enero 13	24.881,7	4.074,0	28.955,6
3	Enero 20	24.871,7	4.109,5	28.981,2
4	Enero 27	25.148,3	4.145,2	29.293,5
5	Febrero 3	25.183,6	4.164,7	29.348,3
6	Febrero 10	25.264,4	4.189,4	29.453,8
7	Febrero 17	25.408,7	4.180,6	29.589,4
8	Febrero 24	25.526,6	4.186,2	29.712,8
9	Marzo 2	25.628,2	4.173,7	29.802,0
10	Marzo 9	25.721,4	4.164,5	29.885,9
11	Marzo 16	25.832,8	4.177,0	30.009,8
12	Marzo 23	26.004,6	4.179,8	30.184,4
13	Marzo 30	26.184,0	4.179,9	30.363,9
14	Abril 6	26.236,2	4.181,2	30.417,4
15	Abril 13	26.458,5	4.180,1	30.638,6
16	Abril 20	26.539,3	4.205,2	30.744,5
17	Abril 27	26.700,5	4.212,9	30.913,4
18	Mayo 4	26.715,1	4.268,0	30.983,1
19	Mayo 11	26.855,1	4.280,6	31.135,7
20	Mayo 18	27.027,7	4.286,2	31.313,9
21	Mayo 25	27.186,2	4.314,9	31.501,1
22	Junio 1	27.124,4	4.329,5	31.454,0
23	Junio 8	27.376,7	4.330,8	31.707,5
24	Junio 15	27.558,2	4.285,3	31.843,5
25	Junio 22	27.675,9	4.267,2	31.943,1
26	Junio 29	27.787,3	4.328,4	32.115,8
27	Julio 6	27.872,5	4.326,7	32.199,3
28	Julio 13	28.036,2	4.346,7	32.382,9
29	Julio 20	28.119,6	4.343,8	32.463,4
30	Julio 27	28.255,1	4.343,9	32.599,0
31	Agosto 3	28.330,5	4.325,2	32.655,8
32	Agosto 10	28.457,9	4.297,1	32.755,0
33	Agosto 17	28.612,0	4.323,1	32.935,1
34	Agosto 24	28.626,8	4.277,2	32.904,0
35	Agosto 31	28.710,7	4.312,8	33.023,5
36	Septiembre 7	28.802,4	4.303,8	33.106,2
37	Septiembre 14	28.931,5	4.304,5	33.236,0
38	Septiembre 21	29.035,9	4.269,4	33.305,3
39	Septiembre 28	29.342,6	4.233,6	33.576,2
40	Octubre 5	29.383,8	4.166,2	33.550,0
41	Octubre 12	29.574,8	4.152,8	33.727,6
42	Octubre 19	29.607,7	4.160,0	33.767,8
43	Octubre 26	29.631,9	4.155,7	33.787,6
44	Noviembre 2	29.635,4	4.108,3	33.743,7
45	Noviembre 9	29.814,3	4.100,7	33.915,0
46	Noviembre 16	29.970,5	4.232,0	34.202,5
47	Noviembre 23	30.166,4	4.266,8	34.433,3
48	Noviembre 30	30.290,8	4.315,2	34.606,0
49	Diciembre 7	30.482,7	4.313,5	34.796,2
50	Diciembre 14	30.698,7	4.422,0	35.120,7
51	Diciembre 21	30.887,7	4.466,0	35.353,8
52	Diciembre 28	31.107,0	4.499,4	35.606,3

1/ No incluye la cartera de la FEN .

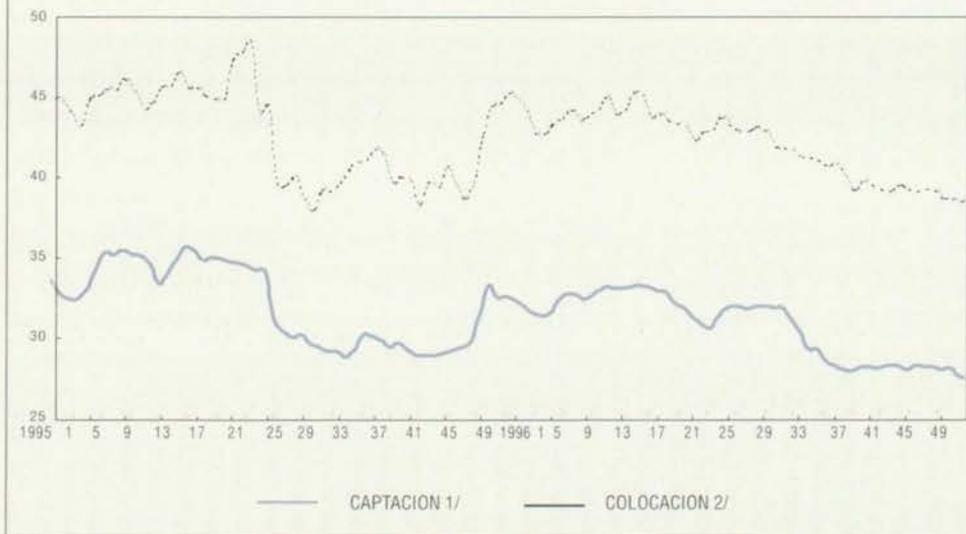
La cartera total del sistema financiero⁵ creció durante 1996 en un 24.0% para situarse en \$35.606.3 miles de millones (Cuadro 12), mientras la cartera en moneda nacional alcanzó un aumento del 26.0%, al llegar a \$31.107.0 miles de millones. Dichas variaciones significaron reducciones de 11 y 9 puntos porcentuales, respectivamente, en las tasas de crecimiento con relación a los niveles alcanzados en 1995 y en línea con los presupuestos contemplados en la programación financiera. La cartera en moneda extranjera, por su parte, presentó desaceleración en su tasa de crecimiento al pasar de 42.3% en 1995 a 11.6% al cierre de 1996 con un saldo de \$4.499.4 miles de millones. Ello como secuela de un aumento del valor en dólares de dicha cartera, proveniente en parte de la mayor demanda por el endeudamiento en dólares, como consecuencia de los diferenciales en tasas de interés, contrarrestado de manera importante por la menor devaluación de la tasa de cambio, al situarse la tasa representativa del mercado (TRM) al finalizar el año en el piso de la banda cambiaria.

C. Las tasas de interés

Como ha sido comentado en diferentes oportunidades, desde mediados de 1994, la Junta Directiva implementó y mantuvo una política monetaria restrictiva en razón a las presiones al alza sobre el nivel de precios que se percibían en la economía. En consecuencia, las tasas de interés se elevaron. Para comienzos de 1996, dichas presiones parecían mantenerse, razón por la cual la Junta Directiva en concordancia con la política general del Gobierno estableció una meta de reducción de la inflación menos ambiciosa que la de períodos anteriores. Ello, necesariamente demandaba el mantenimiento de un estricto control a la evolución de los agregados monetarios y al crédito como ya lo mencionamos, el cual se reflejó en los niveles de tasas de interés. Ya en el segundo semestre de 1996 se hizo evidente la menor presión de la demanda agregada, observándose exceso de recursos prestables en el sistema financiero, aún en presencia de un crecimiento de los agregados monetarios por debajo de los corredores de referencia establecidos por la Junta. Dicha situación se materializó como un descenso de las tasas de interés, al punto que la tasa de captación DTF se redujo en cerca de 5.4 puntos porcentuales en el año, de los cuales cerca de 4,4 puntos fueron durante el último semestre del año, y las tasas de colocación del sistema financiero también presentaron un descenso similar al pasar de 44% de comienzos de 1996 a 38% al finalizar el año (Gráfico 3).

Gráfico 3

Tasas de interés de captación y colocación
(Total sistema - Información semanal)



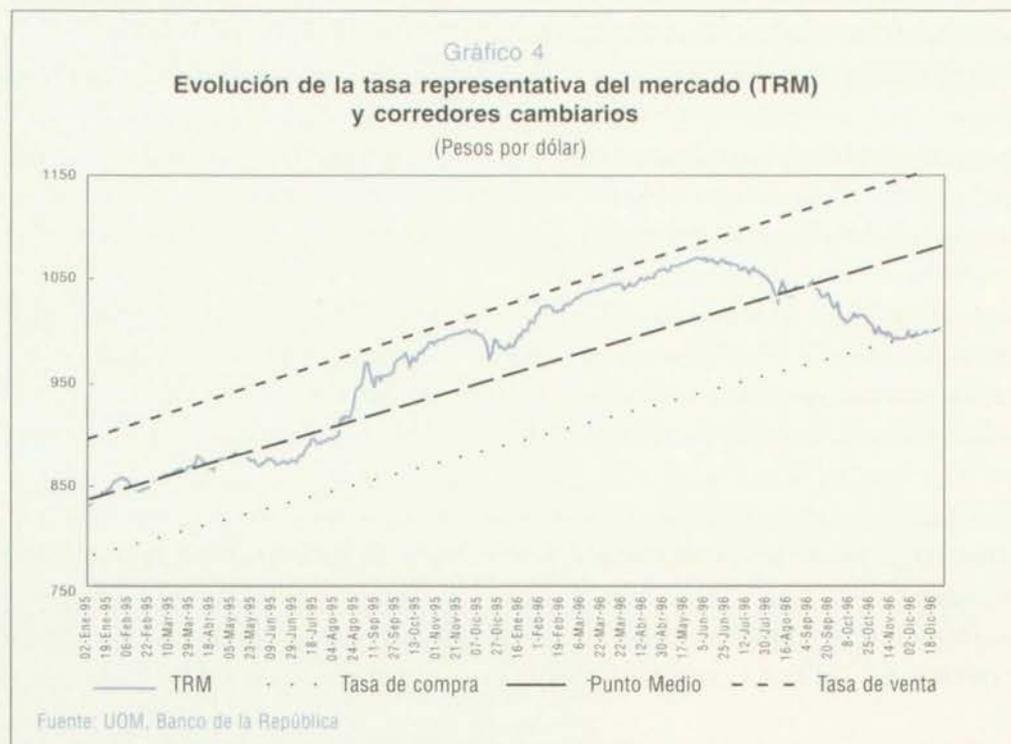
De otra parte, ha sido preocupación permanente del Banco de la República el comportamiento del mercado interbancario y los movimientos de su tasa de interés. En consecuencia, se ha ido modificando el sistema de cómputo de los encajes; adicionalmente a las modificaciones introducidas en 1995, durante 1996 se introdujeron modificaciones al sistema de *carry-over*, limitándose los excesos trasladables de un período para el siguiente, con lo cual se incentiva la movilidad del mercado de dinero de muy corto plazo. Los resultados de estas medidas sobre el comportamiento del mercado interbancario fueron evidentes. En efecto, a pesar de mantenerse una política monetaria restrictiva durante 1996, la tasa interbancaria redujo sustancialmente su variabilidad con respecto a años anteriores, gracias también al mayor desarrollo de los mecanismos de intervención del Banco de la República. Es importante mencionar que el Emisor, con el ánimo de prevenir efectos inconvenientes sobre otros mercados, como las tasas de captación de mediano plazo y/o efectos en el mercado cambiario, ha mantenido una política activa de intervención en el mercado de muy corto plazo, permitiendo la captación de recursos con títulos entre uno y siete días para absorber excesos transitorios de liquidez y operaciones REPO para irrigación de recursos en momentos de estrechez del mercado interbancario. Simultáneamente, durante 1996 el Banco redujo sus tasas de intervención en el mercado de dinero, tanto las de irrigación de liquidez, operaciones REPO, como las de esterilización monetaria vía las OMA.

IV. RESULTADOS CAMBIARIOS

Uno de los supuestos centrales de la programación macroeconómica es evitar sorpresas sobre la tasa de cambio. Se supone que si se parte de un nivel apropiado de tasas de cambio, y la política fiscal y monetaria son congruentes con las metas de inflación, es posible obtener el crecimiento esperado de la economía y mantener la tasa de cambio real. Sin embargo, existen factores como la evolución del mercado internacional de capitales y las condiciones, así sean transitorias, del mercado monetario doméstico que pueden influir en la determinación de la tasa de cambio nominal, en especial si en éste se permite cierto grado de flexibilidad o libre determinación en el mercado, como es el caso del mercado cambiario colombiano que, como bien se sabe, se mueve en la actualidad dentro de una franja de fluctuación predeterminada por la Junta Directiva.

A. Tasa de cambio

Desde finales de 1994, la banda cambiaria no se ha modificado y ha sido congruente con la programación financiera macroeconómica, el comportamiento del mercado cambiario, y la evolución esperada de las reservas internacionales. Así, para 1996 se mantuvo su inclinación (devaluación esperada) en 13.6% (Gráfico 4). A lo largo de casi todo el



primer semestre, la tasa representativa del mercado (TRM) permaneció muy cerca del techo de la banda cambiaria. Sólo en el segundo semestre se presentó una marcada reducción de la tasa de cambio del mercado que la situó en la parte baja del corredor cambiario. El comportamiento de comienzos de año, se explica en buena medida por los resultados esperados de la balanza de pagos, los cuales permitían suponer que el mercado cambiario estaría demandado, como también por las incertidumbres derivadas de la situación política del país, en especial por los efectos que podría tener la aplicación de sanciones económicas por parte de los Estados Unidos. El resultado de final de año, estuvo determinado fundamentalmente por la evolución de la cuenta de capital tanto pública como privada.

La evolución de la tasa de cambio nominal junto con la variación de los precios domésticos e internacionales validaron una reducción del índice de la tasa de cambio real del peso colombiano (ITCR), el cual para las diferentes mediciones presenta una revaluación del orden del 11% al 13% (Cuadro 13), con excepción del índice de transables y no transables (ITCR4) que muestra una disminución de 9 puntos porcentuales.

B. Reservas internacionales

En materia de reservas internacionales, como se comentó en el acápite del sector externo, los resultados en materia de balanza de pagos no estuvieron en línea con las proyecciones iniciales, en especial los movimientos de capital; así, el Banco cerró 1996 con un saldo de reservas internacionales netas de US\$9,896.4 millones, US\$1,573.2 millones más que al cierre de 1995, lo que significa 9.4 meses de la importación de bienes y 5.9 meses de los pagos por bienes y servicios, nivel que se considera por encima de los términos internacionales (Cuadro 6). Esta acumulación de reservas internacionales no significa que el mercado cambiario haya estado en ofrecimiento (exceso de oferta sobre demanda) a lo largo del año; por el contrario, el mercado de divisas estuvo demandado hasta los tres primeros trimestres del año, al punto de haberse generado, en dicho período, un exceso de demanda sobre oferta del orden de US\$840 millones, el cual fue atendido mediante una venta neta de divisas en el mercado cambiario por parte del Banco de la República de US\$440 millones, liquidación de posición propia de los intermediarios cambiarios por US\$260 millones, y mediante una venta neta de divisas de la Tesorería General por US\$140 millones. El resultado anual de acumulación neta de reservas internacionales, se generó en los últimos meses del año, pero de manera

Cuadro 13

Indice de la tasa de cambio real del peso colombiano

(Base diciembre 1986 = 100)

Periodo	ITCR1	ITCR2	ITCR3	ITCR4	ITCR5	
1993	Enero	102,11	103,36	104,08	106,54	112,67
	Febrero	101,22	102,58	101,37	104,88	111,26
	Marzo	102,67	104,24	101,99	104,77	111,96
	Abril	103,70	105,33	102,86	103,95	113,75
	Mayo	104,13	105,50	102,41	103,34	113,93
	Junio	103,68	104,83	101,01	102,26	112,49
	Julio	103,13	104,19	100,42	101,87	110,57
	Agosto	103,89	105,03	100,96	101,12	110,57
	Septiembre	105,06	106,02	101,63	100,58	110,92
	Octubre	105,55	106,42	101,25	100,27	109,05
	Noviembre	103,82	104,64	99,07	99,80	106,45
	Diciembre	101,59	102,25	96,57	99,54	103,21
1994	Enero	100,57	101,12	95,06	97,86	100,88
	Febrero	98,94	99,46	92,51	96,23	100,51
	Marzo	97,56	98,05	91,47	95,61	100,59
	Abril	97,14	97,58	90,53	95,18	100,05
	Mayo	96,62	97,08	89,63	94,92	100,20
	Junio	95,23	95,66	87,21	94,81	98,40
	Julio	94,24	94,59	87,23	94,21	98,40
	Agosto	93,63	93,90	86,50	93,81	97,30
	Septiembre	95,63	95,76	88,12	93,57	98,69
	Octubre	96,30	96,25	89,27	93,27	99,44
	Noviembre	94,68	94,46	87,60	92,90	96,44
	Diciembre	93,31	92,92	85,68	92,34	93,41
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(p)	Enero	99,31	98,84	87,56	88,39	97,08
	Febrero	99,37	99,01	86,63	86,91	97,08
	Marzo	99,85	99,46	86,77	86,62	97,37
	Abril	98,01	97,29	84,41	85,69	95,87
	Mayo	96,80	95,94	82,72	85,00	95,18
	Junio	97,68	96,92	82,80	84,64	94,49
	Julio	96,54	95,80	81,86	83,66	n.d.
	Agosto	95,24	94,59	80,23	82,76	n.d.
	Septiembre	94,22	93,50	79,07	82,02	n.d.
	Octubre	90,66	90,00	76,48	81,12	n.d.
	Noviembre	88,88	88,48	75,25	80,58	n.d.
	Diciembre	88,61	88,06	74,70	80,29	n.d.
Promedio	1993	103,38	104,53	101,13	102,41	110,57
	1994	96,18	96,43	89,23	94,56	99,54
	1995	97,74	98,06	88,10	89,21	96,72
	1996	95,43	94,82	81,54	83,97	96,18

(p) Provisional.

n.d No disponible.

ITCR 1: 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.

ITCR 2: Corresponde a la ITCR 1 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.

ITCR 3: ITCR 2 utilizando el IPC tanto interna como externamente. Cifras revisadas.

ITCR 4: 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 (DNP).

ITCR 5: 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.

muy marcada en el mes de diciembre cuando el Banco adquirió en el mercado cambiario US\$1,544 millones, provenientes de las privatizaciones de las centrales hidroeléctricas de Chivor y Betania, así como del reintegro de créditos externos del Gobierno Central, ECOPETROL, y el Fondo Nacional del Café entre otros, como también por reintegros de endeudamiento del sector privado y de reintegros de inversión extranjera directa, en especial por la venta de parte de algunas entidades financieras.

V. LA SITUACIÓN FISCAL

Cifras preliminares arrojan un déficit de \$1.095.4 millardos (1.2% del PIB), incluidas privatizaciones por US\$815.4 millones durante 1996, para el consolidado del sector público no financiero. Este resultado contrasta con las estimaciones iniciales, en que se proyectaba un déficit del 0.6% del PIB para hacer compatibles la política fiscal y la monetaria en pro de obtener la meta de inflación que ya significaba un importante deterioro de las finanzas públicas respecto de 1995. Este resultado provino tanto de menores ingresos, en especial del recaudo del IVA y de los impuestos del comercio exterior, como de los resultados del Fondo Nacional del Café, que se vieron negativamente afectados por la evolución de los precios internacionales (Cuadro 14). Desde mediados de los años ochenta, el manejo fiscal ha sido uno de los pilares de la consistencia del manejo macroeconómico. Los resultados de 1996 se constituyen, en consecuencia, en un llamado de alerta para las autoridades económicas y de ahí la importancia de la solución del problema fiscal. El marcado desbalance de las finanzas a nivel central y el déficit de 3.4% del PIB, deben ser centro de la mayor atención, puesto que su financiación puede ser un obstáculo para el normal desarrollo del crédito al sector privado. Así mismo, conviene resaltar que de tiempo atrás la Junta Directiva viene haciendo énfasis en la problemática fiscal.

VI. VARIACIÓN DE PRECIOS

La variación anual del IPC en 1996 fue de 21.6%, 4.6 puntos porcentuales superior a la meta definida por la Junta Directiva en noviembre de 1995. Así mismo, por primera vez, en lo corrido de la presente década la inflación al consumidor al finalizar un año supera la del año anterior. Por su parte,

Cuadro 14

Sector público no financiero 1996 (pr) 1/

(Miles de millones de pesos)

Conceptos	Sector eléctrico	Carbocol	Fondo Est. petrolera	Ecopetrol	Telecom
I. INGRESOS TOTALES	3.189,7	296,7	34,9	3.921,7	962,8
A. Explotación bruta	2.303,9	255,7	0,0	3.721,5	876,8
B. Aportes del Gob. Nal. Central	201,0	0,0	0,0	0,0	0,0
1. Funcionamiento	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
2. Inversión	201,0	0,0	0,0	0,0	0,0
C. Otros ingresos	684,9	40,9	34,9	200,2	86,0
II. PAGOS TOTALES	3.108,1	249,5	0,0	4.175,5	928,2
A. Pagos corrientes	1.768,4	273,6	0,0	2.954,9	516,4
1. Intereses deuda externa	151,4	63,2	0,0	48,6	16,9
2. Intereses deuda interna	284,0	0,0	0,0	36,9	0,0
3. Otros	1.333,0	210,3	0,0	2.869,4	499,5
a. Servicios personales	309,0	4,0	0,0	183,7	124,2
b. Op.comercial y compra	229,0	186,8	0,0	1.497,1	101,4
c. Transferencias	408,0	8,8	0,0	1.160,9	257,0
d. Resto	387,0	10,7	0,0	27,6	17,0
4. Costo financ. del faltante	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
B. Pagos de capital	1.256,7	33,9	0,0	1.203,6	411,8
1. F.B.K.F.	975,0	33,9	0,0	900,6	288,3
2. Otros	281,7	0,0	0,0	303,0	123,5
C. Préstamo neto	83,0	(58,0)	0,0	16,9	0,0
III. DÉFICIT (-) O SUPERÁVIT (+)	81,6	47,2	34,9	(253,8)	34,6
IV. FINANCIAMIENTO	(81,6)	(47,2)	(34,9)	253,8	(34,6)
A. Financiamiento externo	(149,3)	(114,9)	(34,9)	350,2	(8,3)
1. Crédito externo neto	(149,3)	(114,9)	0,0	317,2	(8,3)
a. Mediano y largo plazo	(149,3)	(67,3)	0,0	132,2	(8,3)
Desembolsos	299,5	12,6	0,0	230,7	12,4
Amortizaciones	448,8	79,9	0,0	98,5	20,7
b. Corto Plazo Neto	0,0	(47,6)	0,0	185,0	0,0
2. Movimiento de activos en el exterior	0,0	0,0	(34,9)	33,0	0,0
B. Financiamiento interno neto	67,7	67,7	0,0	(96,4)	(26,3)
DEFICIT/PIB %	0,090	0,052	0,039	(0,280)	0,038
PIB	90.619,9				
TASA DE CAMBIO PROM.	1.036,7				

(pr): Preliminar.

1/ Incluye los ingresos de las ventas de activos por un valor de US\$ 738.8 miles de millones.

Fuente: Departamento Nacional de Planeación, Consejo Nacional de Política Fiscal (CONFIS) y Banco de la República.

Metro Medellín	Resto entidades	Seguridad social	Regional y local	Ent. no incluidas	Fondo Nal. del Café	Gobierno nacional	Total 1996	% PIB
72,4	3.332,4	7.477,7	8.502,1	0,0	1.065,3	12.748,5	41.604,2	45,9
20,7	1.287,2	82,1	557,1	0,0	808,5	0,0	9.913,5	10,9
0,0	861,0	1.810,1	4.331,9	0,0	0,0	0,0	7.203,9	7,9
0,0	198,3	1.810,1	4.251,3	0,0	0,0	0,0	6.259,6	6,9
0,0	662,8	0,0	80,6	0,0	0,0	0,0	944,3	1,0
51,7	1.184,1	5.585,5	3.613,1	0,0	256,8	12.748,5	24.486,7	27,0
114,4	3.207,1	5.482,6	8.640,0	14,0	994,4	15.785,9	42.699,7	47,1
123,3	1.821,5	5.391,9	6.253,5	0,0	911,8	13.174,2	33.189,6	36,6
73,1	106,4	0,0	34,2	0,0	5,5	467,1	966,5	1,1
24,1	55,9	0,0	417,3	0,0	49,3	1.411,3	2.278,8	2,5
26,1	1.659,2	5.391,9	5.802,0	0,0	857,0	11.295,8	29.944,3	33,0
9,6	484,3	292,2	3.218,2	0,0	66,9	2.551,4	7.243,3	8,0
13,9	100,5	899,9	1.849,7	0,0	715,7	0,0	5.594,0	6,2
0,7	716,4	4.199,9	674,9	0,0	74,4	7.848,6	15.349,6	16,9
1,9	358,0	0,0	59,3	0,0	0,0	895,8	1.757,3	1,9
0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
86,2	1.475,0	90,7	2.440,4	0,0	70,7	2.441,1	9.510,1	10,5
86,2	1.429,7	85,3	2.124,1	0,0	50,2	2.229,5	8.202,8	9,1
0,0	45,3	5,4	316,3	0,0	20,5	211,6	1.307,3	1,4
(95,0)	(89,5)	0,0	(54,0)	14,0	11,9	170,6	0,0	0,0
(42,0)	125,3	1.995,1	(137,9)	(14,0)	70,8	(3.037,4)	(1.095,4)	(1,2)
42,0	(125,3)	(1.995,1)	137,9	14,0	(70,8)	3.037,4	1.095,4	1,2
51,8	77,8	0,0	0,0	(12,0)	(99,7)	639,2	700,0	0,8
51,8	77,8	0,0	0,0	(12,0)	(157,7)	1.085,0	1.089,7	1,2
51,8	77,8	0,0	0,0	(12,0)	0,0	1.085,0	1.109,9	1,2
80,1	167,4	0,0	0,0	128,1	0,0	1.822,1	2.753,0	3,0
28,3	89,6	0,0	0,0	140,1	0,0	737,1	1.643,1	1,8
0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	(157,7)	0,0	(20,2)	0,0
0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	58,0	(445,8)	(389,7)	(0,4)
(9,8)	(203,1)	(1.995,1)	137,9	26,0	28,8	2.398,2	395,5	0,4
(0,046)	0,138	2,202	(0,152)	(0,015)	0,078	(3,352)	(1,209)	

el crecimiento anual del IPP al finalizar 1996 fue de 14.5%, cifra inferior en 0.9 puntos porcentuales a la registrada en diciembre de 1995 (Cuadro 15, Gráfico 5).

El comportamiento del IPC durante los dos últimos meses y del IPP a lo largo del año, permite un moderado optimismo sobre el rompimiento de la tendencia ascendente de la inflación, pero la magnitud y duración del quiebre dependerá, principalmente, del comportamiento pasado y futuro de la demanda nominal, de los salarios y las expectativas de inflación de los agentes, de la evolución de la tasa de cambio nominal y de la política de precios de los bienes y servicios públicos. Como es bien conocido, los precios administrados o controlados por el Estado explican en gran medida la aceleración de la inflación observada en el presente año.

Entre diciembre de 1995 y el mismo mes de 1996, el índice de precios al consumidor aumentó 21.6%. Con relación a diciembre de 1995, la tasa



Cuadro 15

Indice de precios del productor y al consumidor

(Variaciones anuales)

Fin de:	IPC	IPC sin alimentos	IPP	
1993	Enero	24,82	23,75	18,10
	Febrero	24,72	24,56	17,30
	Marzo	24,18	24,81	16,90
	Abril	23,08	24,73	16,60
	Mayo	22,22	25,37	14,40
	Junio	21,38	25,82	13,00
	Julio	20,47	26,22	11,90
	Agosto	21,07	26,96	12,50
	Septiembre	21,43	26,90	12,80
	Octubre	21,69	26,99	12,50
	Noviembre	22,37	27,06	12,70
	Diciembre	22,61	26,84	13,20
1994	Enero	22,51	26,18	12,40
	Febrero	23,01	25,58	14,10
	Marzo	23,42	25,49	15,50
	Abril	23,94	25,25	15,60
	Mayo	23,87	24,71	16,00
	Junio	23,09	23,91	15,70
	Julio	22,70	23,51	17,30
	Agosto	22,36	22,58	18,70
	Septiembre	22,32	22,57	18,60
	Octubre	22,38	22,43	19,90
	Noviembre	22,16	22,25	20,40
	Diciembre	22,60	22,39	20,70
1995	Enero	21,05	21,19	18,69
	Febrero	20,86	21,28	18,39
	Marzo	21,34	21,75	18,72
	Abril	21,17	21,81	19,66
	Mayo	21,30	21,77	20,01
	Junio	21,67	22,13	21,51
	Julio	21,51	22,14	19,35
	Agosto	21,09	22,22	17,80
	Septiembre	20,80	21,77	17,20
	Octubre	20,52	21,73	15,65
	Noviembre	20,14	21,50	15,77
	Diciembre	19,47	21,02	15,43
1996	Enero	20,25	21,27	17,72
	Febrero	20,81	22,06	17,44
	Marzo	20,21	21,96	16,31
	Abril	19,91	22,46	14,63
	Mayo	19,78	22,97	14,58
	Junio	19,71	22,99	13,05
	Julio	20,58	23,34	13,77
	Agosto	21,14	23,55	14,00
	Septiembre	21,55	23,84	14,42
	Octubre	21,87	23,65	15,49
	Noviembre	21,88	23,28	14,99
	Diciembre	21,63	23,18	14,54

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

de crecimiento anual del IPC se aceleró en 2.1 puntos porcentuales (Cuadro 16).

La aceleración de la inflación al consumidor durante lo corrido del presente año se origina principalmente en el comportamiento de los precios de la educación, del transporte y de algunos componentes del rubro "vivienda" (Cuadro 16). Los precios de la educación, luego de crecer a tasas anuales alrededor del 25% a lo largo de 1995, pasaron a hacerlo el pasado mes de noviembre a una tasa cercana al 37%. Situación similar se presenta en el caso de los combustibles y servicios públicos de los hogares, los cuales forman parte del grupo vivienda, que luego de venir creciendo a tasas inferiores al 19% en los últimos meses del año anterior, llegaron en diciembre a crecer cerca del 35%, y el transporte, que finalizó 1995 con una inflación anual de 17.6%, mostró una tendencia creciente a lo largo de 1996 y el pasado mes de diciembre se ubicó alrededor del 20%. En este último rubro, el aumento de los precios se ha originado en el subgrupo equipo de transporte, el cual venía en ascenso hasta finales del año anterior a tasas anuales inferiores al 14% y en la actualidad sus precios aumentan a tasas próximas al 21%.

Cuadro 16					
Indice de precios al consumidor					
Total nacional ponderado					
(Variaciones anuales - diciembre)					
	1992	1993	1994	1995	1996
Alimentos	27.80	14.50	23.00	16.20	18.27
Vivienda	24.30	29.50	24.70	21.60	23.95
Vestuario	18.90	18.20	12.90	12.60	10.96
Salud	31.70	27.10	26.80	23.10	22.20
Educación	25.20	28.00	25.70	25.90	36.74
Transporte	19.70	26.70	18.80	17.60	20.02
Otros gastos	25.10	23.50	18.80	23.40	18.94
Total sin alimentos	23.80	26.90	22.40	21.00	23.18
Total IPC	25.10	22.60	22.60	19.50	21.63

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

Los precios de los alimentos registraron entre marzo y junio de 1996 una tendencia decreciente en su variación anual, y desde el pasado mes de julio se han acelerado. No obstante, su incremento anual en diciembre, 18.3%, continúa siendo inferior al del IPC total en 3.3%. La favorable evolución de la inflación de alimentos se ha debido principalmente al comportamiento de los precios de la carne, las hortalizas y legumbres y los productos lácteos. La mayor disminución en la tasa de variación anual se presentó en el renglón de carne, el cual redujo su ritmo de crecimiento anual de 17.8% en enero de 1996 a 7.09% el pasado mes de diciembre. Por el contrario, se observó a lo largo del año una aceleración en los precios de los cereales⁶, los cuales elevaron su variación anual de 11.9% en diciembre de 1995 a 30.05% en diciembre de 1996. De otro lado, el rubro "plátano, papa y otros tubérculos" elevó su variación anual de -3% en julio a 51.78% en diciembre. Igualmente, desde julio se ha registrado una aceleración en los precios de las frutas frescas, rubro que arrojó al finalizar el año un incremento anual de 16.24%, desacelerando su ritmo de inflación con respecto a noviembre.

Por otra parte, los alquileres, luego de aumentar a una tasa anual superior al 28% en junio de 1995, se redujeron hasta 22% en igual mes de 1996 y desde julio presentaron aceleración, situándose su variación en diciembre en 23.4%. Esta cifra sorprende dado el aparente estancamiento del mercado de vivienda y bien puede ser el resultado de problemas en el índice o en la recolección de la información. Los precios de los renglones que conforman el rubro salud han mantenido su ritmo de crecimiento anual entre el 22% y el 23%, y los precios del vestuario lo han hecho a una tasa anual cercana al 11%.

Por último, un análisis de los factores que explican la aceleración de la inflación durante lo corrido del presente año (2.1 puntos porcentuales) muestra que 2.3 puntos porcentuales son debidos a incrementos en los precios de bienes clasificados como indizados (en particular, educación con 1.1 y servicios estatales con 1.2). 1.1 puntos porcentuales a bienes con precios flexibles (plátano, papa, hortalizas y legumbres y frutas frescas), mientras que aquellos productos agrícolas influenciados por factores cíclicos (carnes y derivados), contribuyeron en -1.0 punto porcentual a la aceleración de la inflación. Por otra parte, el conjunto de los bienes clasificados como transables contribuyeron levemente a reducir la aceleración de la inflación; no obstante, a nivel individual, los renglones tabaco, lácteos y grasas, cuero y calzado y alimentos varios contribuyeron

en la disminución de la aceleración de la inflación, al tiempo que los renglones bebidas y cereales presentaron un aporte positivo.

A. Inflación básica

Vale la pena comentar el comportamiento de la inflación básica, calculada como el crecimiento del IPC total excluidos los alimentos de origen agropecuario, los servicios estatales y el transporte. En lo corrido de 1996, su ritmo de variación anual se ha incrementado, situándose al finalizar diciembre en 22.4%, superior en 0.9 puntos porcentuales al registrado en diciembre de 1995 (Cuadro 17).

B. Índice de precios al productor

En diciembre de 1996, el índice de precios del productor aumentó 14.5% anual, 0.9 y 7.1 puntos porcentuales inferior a la inflación al productor de 1995 y del IPC de 1996, respectivamente. Si bien es cierto que las canastas del consumidor y del productor no coinciden en muchos de sus productos, la brecha entre la inflación al consumidor y al productor sorprende, dado el aparente estancamiento de la demanda nominal, (Cuadro 18 y Gráfico 5).

La desaceleración de la inflación del productor en lo corrido del presente año se debe al comportamiento de los precios de los bienes importados, los cuales disminuyeron su variación anual de 19.8% en diciembre de 1995 a 6.1% en diciembre de 1996. Por su parte, los precios de los bienes producidos y consumidos internamente, elevaron en un (1) punto porcentual su ritmo de crecimiento anual con respecto al año anterior, pasando de 14.8% en el último mes de 1995 a 15.8% el pasado mes de diciembre.

Los precios de los bienes producidos y consumidos registraron una desaceleración en su ritmo de crecimiento durante el primer semestre de 1996 y a partir del mes de julio presentaron aceleración. El comportamiento del primer semestre se originó en la baja variación de los precios de algunos productos agropecuarios, tales como tubérculos, café, ganado y carnes frescas. La aceleración en el segundo semestre se explica principalmente por alzas en los precios de los tubérculos, leguminosas y frutas.

Cuadro 17
Indice de precios al consumidor
Inflación total y "Básica" 1/
 (Variaciones anuales)

	Fin de:	Total	Alimentos	Servicios	Inflación "Básica" 1/
1995	Julio	21.5	20.2	25.2	22.4
	Agosto	21.1	18.7	25.0	22.5
	Septiembre	20.8	18.7	24.4	22.1
	Octubre	20.5	18.0	24.3	22.1
	Noviembre	20.1	17.3	24.0	21.9
	Diciembre	19.5	16.2	23.3	21.5
1996	Enero	20.2	18.1	23.4	21.7
	Febrero	20.8	18.2	24.5	22.4
	Marzo	20.2	16.5	24.4	22.3
	Abril	19.9	14.6	25.1	22.4
	Mayo	19.8	13.1	26.0	23.0
	Junio	19.7	12.8	26.4	22.7
	Julio	20.6	14.7	27.6	22.9
	Agosto	21.1	15.9	27.9	23.1
	Septiembre	21.6	16.6	28.5	23.3
	Octubre	21.9	18.0	28.4	22.9
	Noviembre	21.9	18.8	27.9	22.6
	Diciembre	21.6	18.3	27.9	22.4

1/ Excluye del total: alimentos agropecuarios, servicios estatales y transporte.

Los servicios estatales incluyen gas, cocinol, gasolina y cartas.

Los alimentos agropecuarios incluyen el total de alimentos menos el rubro bebidas y gaseosas.

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

VII. RESUMEN Y CONCLUSIONES

Durante 1996, la búsqueda de la no aceleración de la inflación fue el objetivo fundamental de la Junta Directiva del Banco de la República, inclusive reconociendo la dificultad de cumplir con la meta del 17%, pero

Cuadro 18
Índice de precios del productor
(Variaciones anuales)

Actividad	Diciembre			
	1993	1994	1995	1996
I. Según uso o destino económico				
A. Consumo intermedio	10.9	21.8	15.6	12.5
B. Consumo final	15.5	21.6	15.8	17.9
C. Formación de capital	12.9	12.7	14.2	11.8
D. Materiales de construcción	22.1	14.6	11.7	14.4
II. Según origen industrial				
A. Agricultura, silvicultura y pesca	11.6	37.5	13.0	14.7
1. Consumo intermedio	10.0	37.7	12.2	10.5
2. Consumo final	16.8	37.3	15.3	26.4
3. Formación de capital	4.4	21.6	14.0	3.3
B. Explotación de minas y canteras	10.8	4.8	15.4	16.0
1. Consumo intermedio	9.3	5.2	16.7	17.9
2. Consumo final	25.0	6.9	18.6	2.7
3. Materiales de construcción	22.2	0.1	0.6	0.1
C. Industria manufacturera	13.8	16.2	16.3	14.4
1. Consumo intermedio	11.4	14.8	17.7	13.3
2. Consumo final	15.3	18.6	15.9	16.0
3. Formación de capital	13.1	12.4	14.2	12.1
4. Materiales de construcción	22.1	15.3	12.3	15.0
III. Según procedencia				
A. Producidos y consumidos	13.7	22.3	14.8	15.8
1. Consumo intermedio	11.2	23.8	14.2	13.9
2. Consumo final	15.6	22.0	16.0	18.1
3. Formación de capital	15.4	16.3	14.8	17.3
4. Materiales de construcción	22.5	15.1	11.4	14.2
B. Importados	10.0	10.5	19.8	6.1
1. Consumo intermedio	9.3	11.3	23.5	5.4
2. Consumo final	13.2	10.5	10.9	10.7
3. Formación de capital	10.4	8.9	13.6	5.8
4. Materiales de construcción	13.1	1.7	21.3	20.7
Total	13.2	20.7	15.4	14.5

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

creando las condiciones para que esta se desacelere durante el futuro cercano, 1997 y 1998. En consecuencia, en el marco de una política macroeconómica general consistente, se mantuvo un estricto control monetario y una reducción en el ritmo de crecimiento de la cartera del sector financiero. De hecho, si bien la meta del 17% de crecimiento en el nivel general de los precios no se cumplió, sí se espera una contracción importante en los primeros meses de 1997 que debe entenderse como un logro importante en términos del control de la inflación. Respecto de la política monetaria, debemos reiterar que todos los indicadores al cierre de 1996 señalan que se cumplió con la totalidad de los presupuestos previamente establecidos por la Junta Directiva, inclusive a pesar de la abundante acumulación de reservas del mes de diciembre. Ello demuestra que el Banco de la República ha recuperado un importante grado de control sobre las diferentes variables monetarias.

En términos generales, para 1996 la evolución de la economía no fue buena. En efecto, haber obtenido un crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB), estimado de 2.99%, una revaluación de la tasa real de cambio, y la aceleración de 2.2 puntos porcentuales de la inflación, junto con un mayor desempleo, demuestran las necesidades de un ajuste más profundo de política macroeconómica, en especial del sector público, donde claramente se han detectado desbalances preocupantes.

La Junta Directiva del Banco de la República decidió, en diciembre, establecer la meta de inflación para 1997 en 18%. Para el logro de la misma, la Junta consideró que el crédito del sector financiero al sector privado debe crecer en el orden de 22%, para lo cual la Junta adoptará un seguimiento estricto del crecimiento de la base monetaria no superior al 16%, y de manera indicativa los corredores de medios de pago, y oferta monetaria ampliada M3 congruentes con la meta de inflación y el suministro de crédito. Así mismo, y de acuerdo con el programa financiero macroeconómico se decidió mantener la actual banda cambiaria, modificando ligeramente su pendiente al 15%.

Es importante reiterar que para coadyuvar al logro de la meta de inflación y mantener niveles aceptables del déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos, es fundamental mantener una fuerte disciplina fiscal, la cual demandará que el déficit fiscal consolidado para el sector público no financiero no sea superior al 1% del PIB y en consecuencia, será necesario ajustar el presupuesto y el programa de pagos del Gobierno

Nacional para 1997. Es claro que las recientes decisiones del Gobierno ponen de presente el reconocimiento del problema fiscal y esperamos que se puedan efectuar todos los ajustes necesarios para devolverle a la economía la condición de solidez que la ha caracterizado.

En todo caso, es claro que la prioridad de la Junta es mantener el valor adquisitivo de la moneda y por tanto, la evolución del nivel general de precios será analizada de manera permanente, con el fin de hacer los ajustes de política que se juzgue necesarios para lograr la meta de reducción del ritmo de crecimiento de los precios.

Miguel Urrutia Montoya
Gerente General

Esta Nota Editorial se elaboró con la colaboración de Olver Luis Bernal B.

NOTAS

- 1 Un análisis detallado de este problema se encuentra en López M. Alejandro, Gómez Carolina y Rodríguez Norberto, "La caída de la tasa de ahorro en Colombia durante los años noventa: evidencia a partir de una base de datos para el período 1950-1993", Borradores Semanales de Economía, Banco de la República, No. 057, agosto de 1996.
- 2 La compra de la Hidroeléctrica de Chivor por parte de la compañía ENDESA de Chile, significó una inversión extranjera por US\$ 238 millones y endeudamiento externo privado por US\$ 400 millones. Por su parte, la venta de la Hidroeléctrica de Betania por US\$ 302 millones atrajo capitales de inversión extranjera por US\$ 103 millones y generó endeudamiento externo por US\$ 193 millones. La recompra de acciones de Betania incrementó el endeudamiento del sector público en US\$ 95 millones.
- 3 Incluye la inversión por US\$ 327 millones del Banco Bilbao-Viscaya de España en el Banco Ganadero.
- 4 "La Estrategia de Estabilización de la Junta del Banco de la República: 1991-1994".
- 5 Incluida la cartera en moneda nacional y en moneda extranjera.
- 6 Este aumento se explica principalmente por el comportamiento de los precios internacionales. Según las estadísticas del FMI, entre abril de 1995 y junio de 1996, la tasa de crecimiento anual de los precios del trigo en los Estados Unidos se elevó de 6.1% a 33.7%, la de maíz de -3.3% a 63.8%, la de la soya de -4.6% a 27.6%, la del sorgo de -4.1% a 55% y la del arroz de -30.5% a 11%.