

# NOTA EDITORIAL

## INFORME DE LA JUNTA DIRECTIVA AL CONGRESO DE LA REPUBLICA

### *I. INTRODUCCION*

El presente Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República hace una exposición de las principales características de la inflación en Colombia, y de los procedimientos de seguimiento, análisis y pronóstico empleados por la institución. Se presentan, también, los elementos de juicio para entender la evolución de la inflación en el último año, y las razones que justifican un optimismo para el logro de la meta del 18% de inflación en 1997.

Como es tradicional, se presenta la evolución reciente en los frentes cambiario, monetario y crediticio. De la misma manera, se hace una evaluación de la situación de crecimiento y empleo, dada la actual coyuntura recesiva, y se analiza la situación de ahorro e inversión.

Por último, se describe el equilibrio macroeconómico en lo que va corrido de la década y se presenta el ejercicio de programación financiera para el presente año, en el cual se compara el nivel de déficit del sector público que es consistente con el logro de las metas de inflación, devaluación y crecimiento del crédito al sector privado, con el déficit que resulta de las proyecciones financieras de los diferentes niveles de gobierno.

## **II. LA POLÍTICA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA Y LA INFLACION**

El Informe de marzo del presente año expuso los lineamientos de la política del Banco de la República en materia monetaria, cambiaria y crediticia para el año en curso. En esta sección se resume la estrategia anti-inflacionaria del Banco de la República; el seguimiento periódico a las variables que afectan el crecimiento de los precios, y la evolución reciente y perspectivas en los frentes monetario, cambiario y crediticio.

### **A. Política anti-inflacionaria**

#### ***Características del proceso inflacionario***

La Junta Directiva del Banco de la República estableció la meta de inflación en 18% para 1997. La consecución de una meta de inflación se sustenta en un análisis de los factores que alimentan dicho proceso a través del tiempo. Existe un debate académico acerca de los hechos que explican una inflación persistente, del tipo que experimenta Colombia. Las opiniones que reciben respaldo en la literatura especializada y en los estudios empíricos señalan varios factores en la base de la inflación:

1. Por definición, la inflación es un aumento en el nivel general de precios<sup>1</sup>; dicho fenómeno no se puede dar en ausencia de un crecimiento de la cantidad de dinero que valide el crecimiento de los precios. Ahora bien, no todo aumento en la cantidad de dinero es inflacionario. Cuando crece la demanda de saldos *reales*, por ejemplo, a causa de un mayor ritmo de transacciones, el dinero debe ya sea circular a mayor velocidad o crecer en términos nominales. Pero una expansión de la masa monetaria por encima de esas necesidades de saldos reales crea la condición para un aumento general en los precios.

El aumento en el dinero se puede dar de diferentes maneras, dependiendo del agregado monetario que se considere relevante. La base monetaria es el agregado que controla el Banco de la República, y se puede ver afectada por aumentos en las reservas internacionales, cambios en el crédito doméstico neto (con intermediarios financieros o con el gobierno), o variación en los pasivos no monetarios. Adicionalmente, el sistema financiero amplía este dinero base en proporción a su capacidad de multiplicación secundaria, para crear distintas medidas de dinero ampliado.

2. Esta expansión de la cantidad de dinero de la economía puede tener causas de diversa índole. Sin embargo, las mismas guardan un elemento en común, a saber: que en cada circunstancia particular el aumento en la cantidad de dinero se dirige a *grupos específicos* de la sociedad. En algunos episodios de la historia inflacionaria de Colombia, fue al Gobierno, en la época en que podía recibir crédito del Banco Emisor. En otras coyunturas se dirigió a agentes tenedores de divisas. En otras ocasiones los beneficiarios fueron los receptores de crédito subsidiado, en la época en que el mismo era redescontado por el Banco Emisor. En la medida en que se han ido desmontando total o parcialmente algunos de los mecanismos institucionales que justificaban estos tipos de transferencias, han disminuido dichos beneficiarios de la inflación. En principio, ello debería facilitar el descenso de la misma. No obstante, existen otros factores que la alimentan.
3. Una inflación prolongada crea mecanismos naturales de protección por parte de los agentes privados. Estos mecanismos consisten en ajustes periódicos de sus precios específicos en función de la inflación pasada. Es obvio que estas prácticas crean *inercia* en el proceso inflacionario.
4. La economía está normalmente sujeta a choques imprevistos, cuyo origen son las condiciones de oferta de determinados sectores. El caso clásico son los productos agrícolas, cuya disponibilidad puede variar de forma drástica en un lapso corto, debido a fuertes e imprevistos cambios en las condiciones climáticas. Si bien estos cambios en los precios de determinados bienes no representan aumentos en la inflación, sino meros ajustes de precios relativos, ha sido frecuente que la autoridad monetaria actúe acomodando el aumento en precios relativos con un incremento en la cantidad de dinero, lo cual lleva a otros precios a ajustarse. La acomodación monetaria busca evitar que caiga el gasto real en otros bienes; pero el resultado final será que los precios de los productos de la canasta crezcan, en promedio, a la misma tasa, lo cual representa una mayor inflación.
5. De estos aspectos del proceso inflacionario se deduce que prácticamente cualquier estrategia anti-inflacionaria implica costos en términos de actividad económica en el corto plazo. Por lo tanto, es menester escoger la política anti-inflacionaria que conlleve mayor efectividad con menores costos para la sociedad. Naturalmente, la

justificación de esta política se deriva de que los beneficios de largo plazo de una inflación baja superan los costos asumidos para lograrla. En lo que sigue de la presente sección se abordará cada uno de estos temas con mayor detalle.

### ***La regla monetaria***

Una estrategia anti-inflacionaria debe tener en cuenta estas características del proceso inflacionario. En primer lugar, para atacar el origen estrictamente monetario del fenómeno se debe adoptar una regla clara y simple de comportamiento del dinero. La selección del agregado monetario sobre el cual se establece dicha regla depende de ciertos factores institucionales de la economía, como son la estabilidad que exhiba la demanda de dicho agregado; la capacidad de control que se pueda ejercer sobre el mismo, y su relación con la variable última que se quiere afectar, que es el crecimiento del nivel general de precios.

Tomando en cuenta los criterios de capacidad de control y de buen indicador de política monetaria, en noviembre de 1996 la Junta Directiva adoptó como meta intermedia de la política monetaria el crecimiento de la base monetaria. Estableció que este agregado debía crecer a una tasa anual de 16%, dentro de un corredor de más/menos tres (3) puntos porcentuales. También acordó examinar, de manera indicativa, los corredores de medios de pago y oferta monetaria ampliada M3, coherentes con la meta de inflación y el suministro de crédito. Finalmente, la Junta Directiva evalúa mensualmente la situación de tasas de interés congruente con el logro de la meta de inflación y con el comportamiento de estos agregados monetarios.

La Junta acordó revisar periódicamente este corredor-meta para la base monetaria, según se fuesen comportando variables como los precios, la demanda agregada y la velocidad de circulación monetaria. En desarrollo de esta política, por decisión mayoritaria de la Junta Directiva en la primera semana de junio se corrigió hacia arriba el corredor-meta de la base monetaria, de forma que su crecimiento anual para 1997 quedó en 20%. La Junta expresó, en su momento, que este cambio obedecía a una reconsideración de la evolución de la demanda de dinero, y en particular del efectivo, de tal forma que el mismo no implicó un cambio en la meta de inflación para el año.

### ***Los intereses sectoriales sobre la inflación***

El segundo elemento explicativo de la inflación, a saber, los intereses de ciertos sectores de la sociedad para apropiarse de lo que se conoce como el impuesto inflacionario, ha sido objeto de modificaciones desde la década pasada. En efecto, en los años ochenta se reformaron algunos mecanismos institucionales que tenían consecuencias sobre la inflación, como eran la Cuenta Especial de Cambios, el FODEX, y los Fondos en el Banco de la República para crédito de fomento. Y, a raíz de la Constitución Política de 1991, se limitó de forma estricta al Emisor otorgar crédito directo a los sectores público y privado. Las disposiciones adoptadas para evitar que distintos sectores económicos tengan acceso al impuesto inflacionario son una contribución fundamental a la desaparición de este fenómeno.

### ***La inercia inflacionaria***

Existen importantes ventajas de romper con la inercia inflacionaria. Tal como se mencionó en el Informe al Congreso de marzo del presente año, una disminución de largo plazo de la inflación reduce el impuesto que ella implica sobre los saldos de los tenedores de dinero. En segundo lugar, permite una mejor previsión para las decisiones intertemporales de consumo e inversión. Adicionalmente, ahorra aquellos recursos que deben gastar los agentes para protegerse de la misma. Y, por estas razones, posibilita un mayor crecimiento real de la economía. Naturalmente, dado el carácter descentralizado de las decisiones económicas, y del papel crucial que juegan las expectativas, es menester comprometer a la sociedad entera con la estrategia de desinflación.

La literatura académica ha identificado varios mecanismos para atacar la inercia. En primer lugar, se encuentra el mecanismo de la *independencia* del banco central. El argumento a su favor parte de reconocer que el principal problema es la credibilidad que los actores envueltos tienen sobre el cumplimiento de la estrategia anti-inflacionaria<sup>2</sup>. Tanto los modelos teóricos como la experiencia de los países con menor inflación muestran que el mecanismo efectivo para proveer credibilidad a la estrategia es colocar los instrumentos de control bajo la responsabilidad de unos agentes perfectamente identificados, cuya función sea preservar la estabilidad de las variables nominales y el poder adquisitivo de la moneda.

Un punto crucial es reconocer que los actores económicos, incluido el gobierno nacional, tienen esquemas de incentivos que premian los

resultados de corto plazo. Con el mecanismo del banco central independiente se dota a una instancia decisoria de una estructura de incentivos que premia la estabilidad de largo plazo. Naturalmente, el Banco de la República tiene que responder por sus políticas ante la sociedad y, específicamente, ante el Congreso de la República.

Una vez la sociedad reconoce el objetivo de esta autoridad, su estrategia gana en credibilidad haciendo que sus anuncios en términos de inflación sean considerados seriamente en el momento de negociar los contratos laborales y de arrendamiento, y en el proceso de fijación de precios finales de los productos. Este convencimiento lleva a que sea menos costoso disminuir la tasa de inflación. Esto por cuanto aquellos agentes que apuesten al no cumplimiento de las metas de inflación del Banco de la República, y reajusten salarios y/o precios por encima de la meta anunciada, deben asumir, a la postre, un costo en términos de menores utilidades o menor participación en el mercado.

En segundo lugar, la literatura considera el mecanismo de una política concertada de ingresos y precios. La misma consiste en que los distintos agentes se comprometen a restringir sus pretensiones salariales y sus aumentos de precios a una cifra preacordada en una mesa de negociaciones. Si todos los agentes cumplen su promesa y creen en el mecanismo de concertación, se podrá dar una disminución veloz y prácticamente inofensiva de la inflación.

Naturalmente, existe el riesgo de que algunos incumplan su promesa, y aumenten los precios por encima de la cifra pactada. Si hay el temor de que esto suceda, los demás agentes, que habían planeado comportarse de acuerdo con lo pactado, tendrán un fuerte incentivo a renegar también de su promesa. Este juego de promesas incumplidas dará al traste con el pacto original.

### ***Los choques de precios relativos***

Existe un tipo de choques de precios relativos de carácter transitorio, y otros de un carácter más persistente. En el primer caso el precio mismo revierte el choque en un lapso razonable. Se plantea, entonces, el problema de cómo debe reaccionar la autoridad monetaria ante este tipo de cambios de precios relativos. Este caso se puede ilustrar con un ejemplo: supóngase que en un mes determinado ocurre un hecho climático que aumenta drásticamente el precio de la papa, pero deja inalterados al resto de precios

de la economía. Este fenómeno no es inflacionario; es simplemente el aumento de un precio relativo. Sin embargo, el Índice de Precios al Consumidor es un promedio ponderado de 195 componentes, entre los cuales, bienes como la papa, la carne o los arrendamientos tienen una ponderación significativa e invariable. Dada esta metodología de cómputo, el promedio aumentará a raíz del ascenso en el precio de la papa. Es decir, el medidor disponible de la inflación registrará un incremento de la misma, aun cuando se sabe que tan sólo cambió un precio relativo.

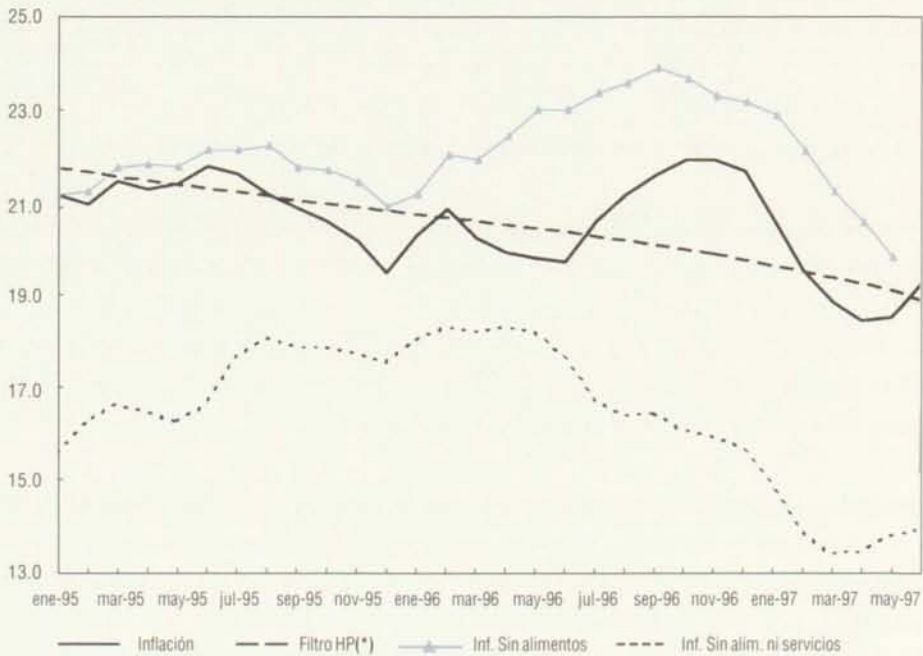
Ante estos hechos *no* se debe responder con un cambio en la *postura* de la política monetaria. La razón es que, en un lapso razonable, el precio del producto específico descenderá de nuevo y la inflación volverá a su cauce. Para justificar esta decisión se hace imperioso poseer medidas de la inflación que sean invariantes ante estos choques de oferta. Estas medidas se conocen como de *inflación básica*.

Las medidas de inflación básica más comunes y sencillas excluyen bien sea los alimentos<sup>3</sup>, o estos y los servicios. Otras medidas más sofisticadas utilizan métodos econométricos para aislar el componente básico de la inflación total. Si la inflación básica empieza a ascender, entonces sí se podrá concluir que la demanda agregada está subiendo por encima de la oferta agregada, creando genuinas presiones inflacionarias. En ese caso, la autoridad monetaria debe fortalecer su postura monetaria, de forma que contrarreste el brote de inflación que se avecina.

Un choque de tipo más persistente, que se transmita a la economía dentro de un ambiente de precios rígidos a la baja, puede producir una recesión, en ausencia de una acomodación por parte de la autoridad monetaria. La recesión llevaría a eliminar el efecto inflacionario del choque pero con un rezago.

Un caso reciente donde se hace relevante esta distinción es el brote inflacionario que se registró entre junio y octubre de 1996, parcialmente responsable de que no se cumpliera la meta de inflación del año pasado. Para ilustrar lo sucedido se debe observar el Gráfico 1, que muestra tres medidas de inflación básica. La primera excluye del IPC los alimentos; la segunda excluye los alimentos y servicios<sup>4</sup>; y la última utiliza una herramienta estadística conocida como el filtro de Hodrick-Prescott, que aísla el componente de largo y de corto plazo de la inflación. Es claro que tanto la medida sin alimentos y servicios como el filtro Hodrick-Prescott mostraban que en el segundo semestre de 1996 no se estaba dando un

Gráfico 1  
**Inflación observada y medidas de inflación básica (1995-1997)**  
 (Porcentaje)



(\*) Filtro de Hodrick - prescott.

Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) y Cálculos del Banco de la República, Subgerencias de Estudios Económicos.

brote inflacionario al que la autoridad monetaria debiese responder. Algunos precios relativos de los grupos de alimentos y servicios experimentaron un aumento súbito, que debían corregir por sí mismos unos meses después. Los hechos confirmaron esta predicción, y el enfoque de la inflación básica probó su utilidad.

### **Los costos de la disminución en la inflación**

El último punto que se mencionó en la lista hace referencia al costo de la política de disminución de la inflación. Los estudios señalan que la estrategia óptima para enfrentar una inflación moderada y persistente es el gradualismo, en el cual la meta de inflación esté siempre por debajo de la inflación esperada, y dicha meta sea menor año por año. Estudios como el de Mervyn King (1996)<sup>5</sup> reconocen la dificultad de enfrentar una inflación arraigada, y ponen énfasis en que su disminución lleva implícito un proceso de aprendizaje por parte de los agentes económicos.



La transición de una inflación alta a una de un dígito implica considerar seriamente el proceso de aprendizaje tanto de los agentes económicos, como del banco central. Los agentes deben aprender la regla de funcionamiento de la autoridad monetaria, lo cual no sucede por un anuncio aislado, sino que se debe reconfirmar, a través del tiempo, en el tipo de reacción que la autoridad monetaria exhiba ante las novedades inflacionarias que se le presentan. Con dichas reacciones el banco central hace claridad a la sociedad sobre su visión del comportamiento de la economía, y sus preferencias frente a la inflación. El mejor trabajo que puede hacer el banco central en este proceso es transmitir claramente al público sus prioridades, sus metas hacia el futuro, y la forma como va a operar para conseguirlas.

En síntesis, en los anteriores párrafos se ha expuesto que el objetivo primordial del Banco de la República es la estabilidad de precios. La autoridad independiente debe adoptar una regla clara de operatividad de sus políticas, de forma que la estrategia gane transparencia y credibilidad. Se ha aclarado que debe responder ante aquellas novedades que impliquen una amenaza sobre el nivel general de precios, pero no ante simples cambios transitorios en precios relativos. Finalmente, la estrategia debe ser gradualista, de forma que conlleve los menores costos para la actividad económica, pero persistente, para que los agentes sepan cuál es su prioridad en cada momento del tiempo.

En los párrafos que siguen se señalan las herramientas que utiliza el Banco de la República para hacer el seguimiento de la inflación mes a mes.

### ***Herramientas de previsión***

El análisis de la situación inflacionaria en un momento determinado conlleva un seguimiento de las fuerzas que alimentan tanto la oferta como la demanda agregadas. Naturalmente, 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, bien en el futuro cercano (los próximos seis meses), o bien en el mediano plazo (un horizonte entre seis y 18 meses). Con este propósito, se han desarrollado dos tipos de modelos de proyección: el primero utiliza tres modelos estructurales simples, y el segundo se concentra en las características temporales de la serie de inflación, total y por componentes.

Los modelos estructurales 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, al igual que diferentes expertos, explotan conjuntos de información diversos. Al consultarlos simultáneamente, el tomador de decisiones enriquece su criterio con miradas al problema desde varios ángulos. De hecho, el pronóstico combinado es superior al mejor de los pronósticos individuales. En suma, la mejor predicción es, la que combina los resultados que emergen de estos ejercicios separados<sup>6</sup>.

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 potencial<sup>7</sup>, 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 deben conducir hacia aumentos en la inflación.
2. El segundo modelo del lado de la demanda parte de una formulación de la demanda de dinero. El mismo hace depender la inflación de aquellos movimientos de la oferta de dinero que sobrepasen la cantidad de saldos líquidos que la economía desea mantener. Para estimarlo 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, vis-a-vis el 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. El mismo 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. Los mismos son usados en el Banco de la República, y han probado su utilidad para predecir la inflación. 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.

Adicional a los modelos de predicción de la inflación, existe otro tipo de herramienta que ha ganado aceptación: los llamados *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 el Emisor posee dos de estos indicadores. El primero está construido con base en variables que permiten predecir cambios de tendencia de la inflación total (de descenso a ascenso, o viceversa). Las variables que lo componen son el índice de precios del productor de los bienes importados y la tasa de cambio nominal promedio.

El segundo explota 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. Pero hasta el presente los mismos han probado su utilidad, razón que justifica su uso.

Finalmente, el Banco de la República realiza un seguimiento pormenorizado de las variables que afectan tanto la oferta como la demanda agregadas. Para este fin se analiza un cúmulo de indicadores de los sectores productivos, el empleo, el comercio exterior, el consumo y la inversión de los sectores privado y público. Se otorga una importancia especial a las encuestas que realizan diferentes centros de análisis como Fedesarrollo, la ANDI y otros gremios industriales, y el CINSET. Sobre las expectativas

de los agentes económicos el Banco Central también realiza una encuesta a 250 empresarios, ejecutivos, académicos y especialistas de diversas ramas de la actividad productiva, la cual trata de medir lo que esperan estos agentes con respecto a variables de particular interés para las políticas monetaria y cambiaria.

Con base en la evaluación mensual de este conjunto de información, la Junta Directiva adopta la postura de la política monetaria. Es importante resaltar algunos elementos propios al proceso de toma de decisiones de política macroeconómica. Primero, el carácter mismo de la economía real, que es una organización cambiante que depende del aprendizaje continuo de los agentes económicos, el cual se nutre de sus condiciones particulares de tiempo y situación geográfica. Segundo, la limitación intrínseca del conocimiento económico, el cual depende de algunas relaciones que se pueden estudiar estadísticamente, y de otro tipo de comportamientos que escapan a esta caracterización. Y tercero, la condición misma de la interpretación económica, la cual emerge de la teoría considerada acertada por cada analista particular.

La permanente discusión en el interior del Banco de la República parte de reconocer estas determinantes, y está orientada a proveer al país de un proceso de toma de decisiones serio y sujeto a constante escrutinio.

## **B. Resultados y perspectivas en el frente inflacionario**

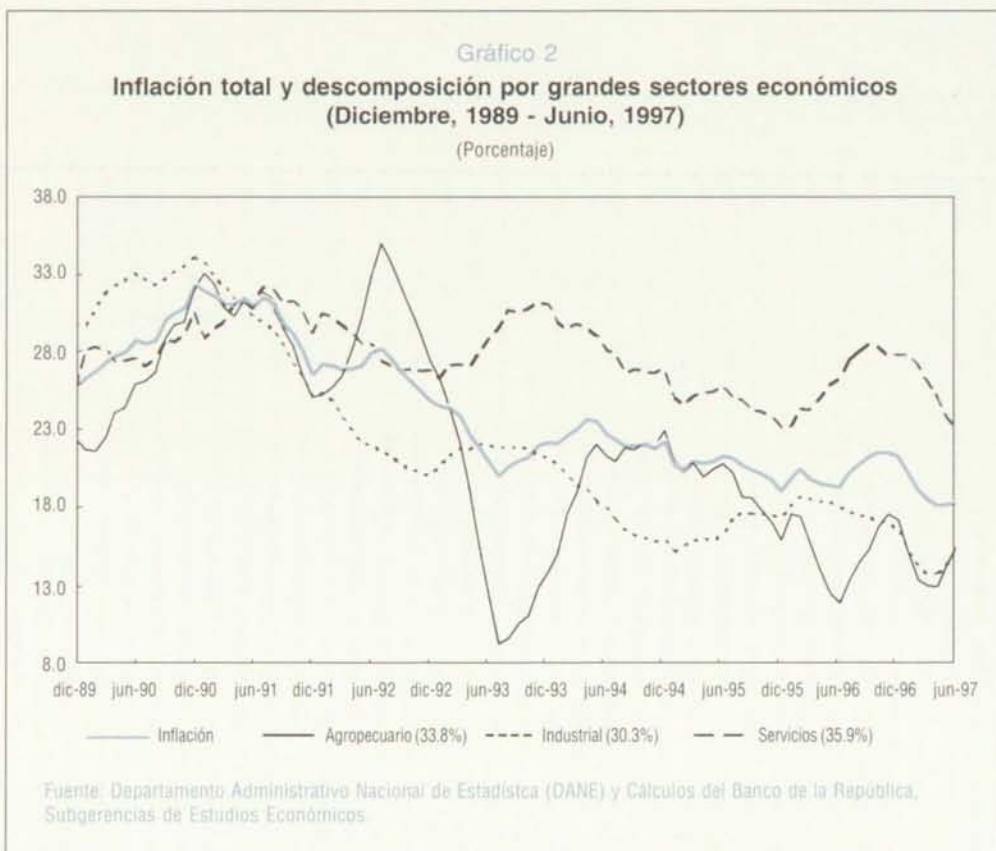
En lo que va corrido del presente año la inflación se ha comportado de acuerdo con las metas fijadas por la Junta Directiva, y las proyecciones hacen esperable que se va a cumplir al final del año con los objetivos fijados. En efecto, el crecimiento anual del IPC pasó de 21,6% en diciembre de 1996 a 18,7% en junio de 1997. El análisis de este descenso, frente a la subida sorpresiva sucedida en el segundo semestre de 1996, permite algunas reflexiones.

Los hechos que llevaron al incumplimiento de la meta el año pasado no estaban motivados por presiones profundas hacia un aumento sostenido en el nivel general de precios. Tal como ya se mencionó en la sección anterior, las presiones tuvieron un carácter sectorial y coyuntural, que lamentablemente se tradujeron en un mayor crecimiento del promedio del índice. Los sectores responsables de dicho ascenso pertenecían a los grupos de alimentos, servicios y vivienda. En particular, la papa, los precios de la educación y los servicios públicos.

Esta experiencia muestra que puede haber cambios en precios relativos, generados en buena medida en condiciones particulares de la oferta de ciertos bienes, y a los que, por las razones ya reseñadas, no se debe dar una respuesta por parte de la autoridad monetaria. Dichos movimientos se deben revertir en un plazo razonable de forma que converjan a la meta general de inflación. Por tanto, lo que se debe reafirmar es el compromiso de la autoridad monetaria con una tendencia descendente de la inflación, alrededor de la cual son normales pequeñas fluctuaciones coyunturales. A este respecto es interesante observar la evolución de tres grandes grupos del IPC, separados de acuerdo con un criterio sectorial en: bienes agrícolas, industriales y de servicios. Ese es el tema de la siguiente sección.

### **Análisis sectorial de la inflación**

El Gráfico 2 muestra la evolución de las tasas de crecimiento de los precios en cada uno de los grandes sectores del IPC: agropecuario (34% de la canasta), servicios (36%) e industriales (30%).



El aspecto más sobresaliente es el descenso sostenido en los cambios en precios de los productos industriales, cuya tasa anual de crecimiento ha pasado de niveles cercanos al 33% a finales de 1990 al 14% en la actualidad. Por otro lado, los precios de los productos agropecuarios exhiben una gran volatilidad, y explican en buena parte las fluctuaciones de corto plazo de la inflación. Ahora bien, estos bienes muestran también una tendencia descendente desde diciembre de 1994, que se reversó en el segundo semestre de 1996 a raíz del comportamiento atípico de la papa; pero que volvió a descender en lo que va corrido del presente año.

Por otro lado, es de gran interés lo que ocurre en el sector de servicios cuyos precios se mantienen fluctuando entre 23% y 28% desde junio de 1994. La reducción en la tasa de crecimiento de dichos precios ha sido difícil por varios motivos. Uno de ellos es su composición: el 56% de los servicios corresponde a arrendamientos, que, como es bien conocido, es un mercado altamente indexado y con una estructura de precios rígida, pues los reajustes de contratos de arrendamiento se realizan cada año. Aparte de esto, un 15% de este grupo corresponde a precios de servicios controlados por el Estado, 10% a servicios personales, 9% a educación y 10% a transporte.

El Gráfico 3 muestra la evolución de los servicios y sus dos principales componentes. En él se puede apreciar la persistencia del crecimiento de los arrendamientos, que fluctuó entre 25% y 30% desde el inicio de la década hasta principios de 1996, y que aún se mantiene por encima del 22% anual. De otro lado, los precios de los servicios estatales redujeron su crecimiento anual de más del 45% en 1991 a niveles inferiores al 20% a fin de 1995. Sin embargo, dicha tendencia se quebró drásticamente en 1996<sup>8</sup> y sólo ha venido a descender en lo que va corrido de 1997. Por lo tanto, existe la necesidad de diseñar mecanismos que permitan flexibilizar el comportamiento de los precios de algunos de estos sectores, en particular el de los arrendamientos y de los servicios educativos. Esto, naturalmente, escapa a los alcances de la política monetaria.

### *Perspectivas de precios para 1997*

El Informe al Congreso de marzo del presente año mostró cómo el país se encuentra en un momento crucial de su historia inflacionaria. Mes a mes se han logrado registros menores a los observados en los últimos 10 años. El ajuste en la demanda de los sectores privado y público ha contribuido a esta tendencia, si bien con la contrapartida de una desaceleración en el

Gráfico 3  
**Tasa de crecimiento de los precios de los servicios**  
**(Diciembre, 1989 - Junio 1997)**  
 (Porcentaje)



ritmo de actividad económica. La meta de una política exitosa es la estabilidad de precios aunada a un ritmo vigoroso de empleo y producción.

Las cifras del mes de junio mostraron un leve ascenso en la inflación total, causado, en buena medida, por una disminución estacional en la oferta de papa. No obstante, las expectativas de algunos sectores, incluidos los alimentos, permiten prever que el segundo semestre de 1997 será favorable en materia de precios. Las proyecciones señalan que es viable cumplir con las metas de la política monetaria para el presente año.

Sin embargo, es pertinente considerar desde ya las perspectivas para 1998, dado que la política que se adopte en el presente surtirá efecto durante el próximo año. El Banco de la República mantendrá su compromiso con una tendencia descendente de la inflación, orientando las políticas monetaria, crediticia y cambiaria al logro de un círculo virtuoso de estabilidad de precios con crecimiento económico. Para el logro de este propósito son necesarias acciones concretas por parte de otros actores de la vida económica nacional. En primer lugar, es imperioso que se

profundice el proceso de ajuste estructural de las finanzas del sector público. Una contribución importante le corresponde al Gobierno Nacional, que es el principal causante del déficit de las finanzas del sector público proyectado para el presente año y el próximo. En segundo lugar, las empresas de los sectores público y privado deben considerar seriamente la meta anunciada por el Emisor al momento de fijar sus aumentos de tarifas, precios y salarios.

En la medida en que los diferentes sectores económicos tomen con seriedad la política anti-inflacionaria, y transmitan a sus respectivos precios la meta fijada por la Junta Directiva del Banco de la República, serán menores los costos de la misma en términos de actividad económica.

Las siguientes secciones presentan la situación de las variables monetarias, crediticias y cambiarias, así como el análisis de la situación de actividad económica actual y las perspectivas en el futuro.

### **C. Evolución en los frentes monetario, crediticio y cambiario**

#### ***Los agregados monetarios y crediticios, y las tasas de interés***

En esta sección se presenta el comportamiento de los tres agregados monetarios a los que se les hace un seguimiento semanal explícito: i) la evolución de la base monetaria, que es el principal instrumento de control de la política monetaria en 1997, según lo definido por la Junta Directiva; ii) la evolución de M1 y M3 más bonos, comparando su comportamiento frente al mismo período de años pasados<sup>9</sup>; iii) el comportamiento de la cartera del sistema financiero, y iv) la evolución de las tasas de interés. Por último, se presentan algunos fenómenos a los que se debe prestar atención.

#### ***La base monetaria***

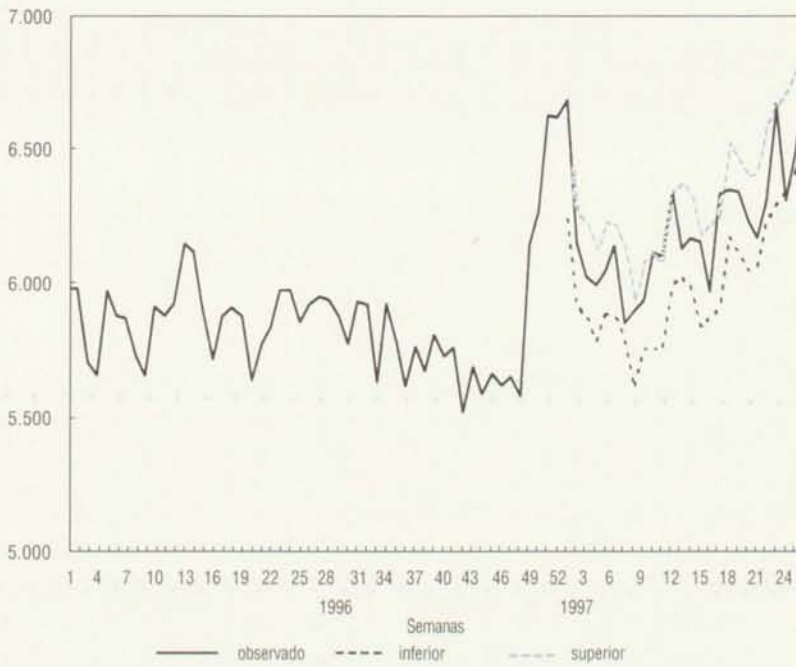
La base monetaria se situó el 27 de junio en \$ 6.785 miles de millones (mm.), cifra que está cerca del punto medio del corredor consistente con un crecimiento del 20% al finalizar 1997 (Gráfico 4). El crecimiento anual a la fecha alcanza el 14,4%. En los gráficos 5 y 6 se aprecia el crecimiento en año corrido y año completo de la base monetaria. Su aumento en año completo es superior al de 1996, pero inferior al registrado entre 1985 y 1995.

Frente a lo previsto en la programación monetaria de finales de 1996, los cambios en la composición del dinero que se presentaron en los primeros



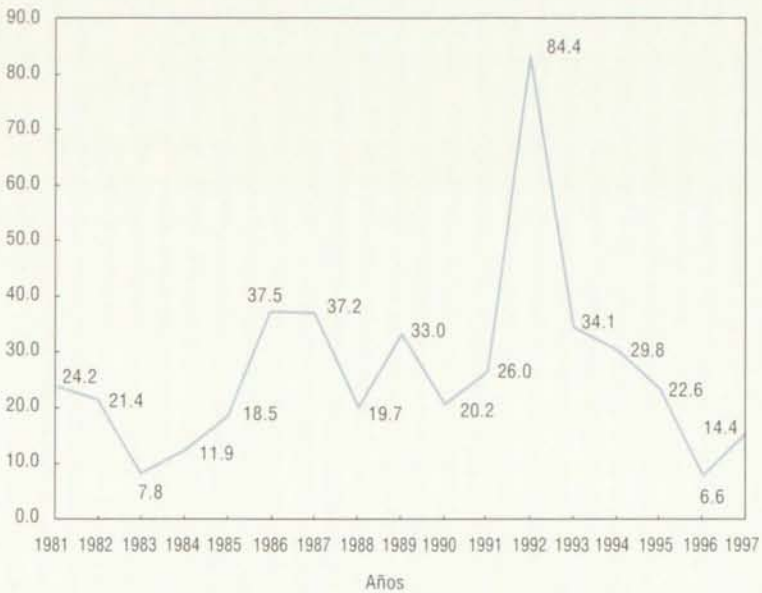
**Gráfico 4**  
**Base monetaria, 1996-1997<sup>1</sup>**

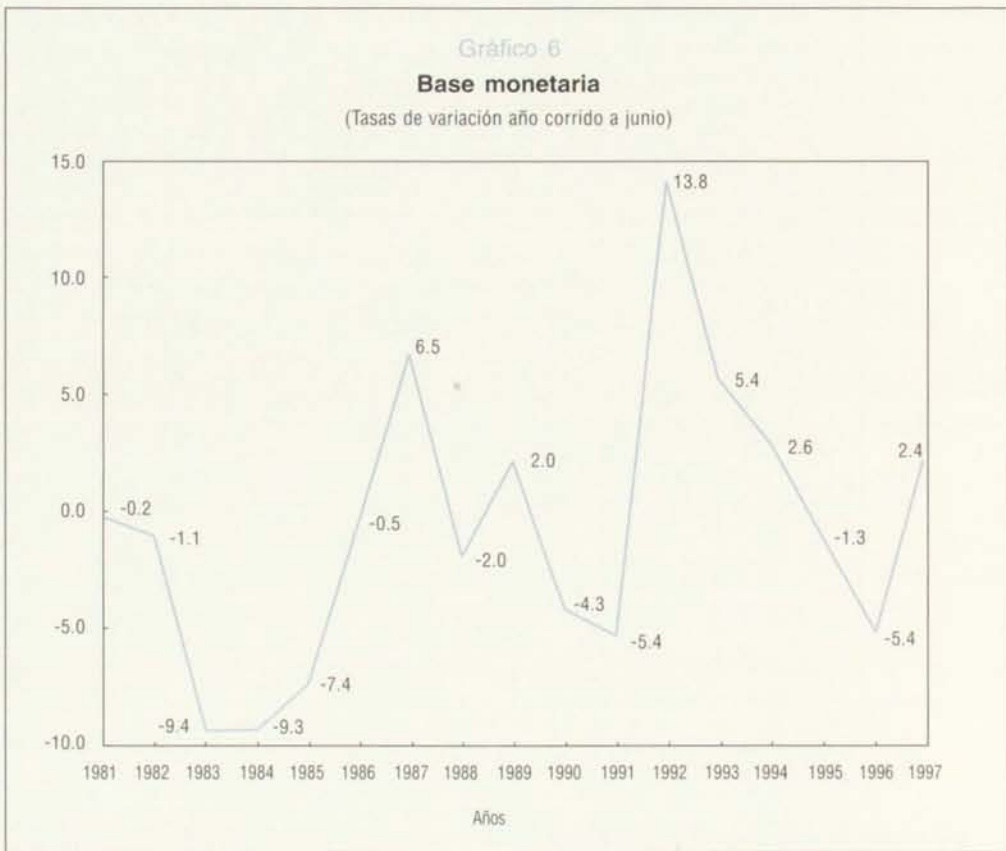
(Miles de millones de pesos)



**Gráfico 5**  
**Base monetaria**

(Tasas de variación anual a junio)





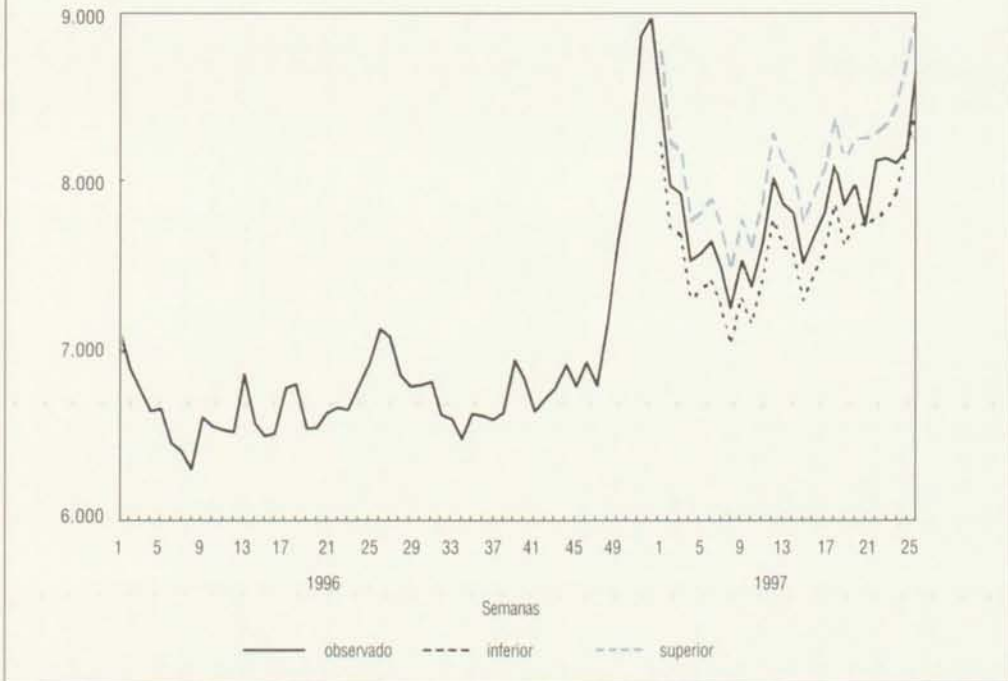
meses de 1997, obligaron a la Junta Directiva a revisar la meta para el comportamiento de la base monetaria. De acuerdo con esto, como ya se mencionó, a finales de mayo se modificó la meta de la base monetaria para finales de 1997, elevándola del 16% al 20%. La decisión tuvo en cuenta el hecho de que, con respecto a lo estimado a comienzos del año, ha ocurrido un crecimiento del efectivo en poder del público mayor que el proyectado.

La amplitud del nuevo corredor indicativo para la base monetaria se mantuvo en más o menos tres puntos porcentuales. Esta nueva meta de crecimiento de la base monetaria (20%) es inferior al ritmo esperado de crecimiento del PIB nominal consistente con la meta de inflación.

### **Medios de pago**

En lo corrido de 1997 los medios de pago muestran un comportamiento acorde con sus corredores *indicativos* (Gráfico 7). Los medios de pago se situaron el 27 de junio de 1997 en \$ 8.763 mm., con una variación anual de 22,5%. Este crecimiento es levemente superior al de los últimos dos años, durante los cuales este agregado creció a tasas atípicamente bajas

Gráfico 7  
Medios de pago M1, 1996-1997  
(Miles de millones de pesos)



por la sustitución entre cuentas corrientes y otros pasivos (Gráfico 8). Respecto a diciembre de 1996, los medios de pago han caído en 2,6%, comportamiento similar al observado desde 1995, pero inferior al registrado entre 1986 y 1994 (Gráfico 9). Por su parte, el efectivo se situó en \$ 3.157 mm. y los depósitos en cuenta corriente en \$ 5.606 mm., con crecimiento anual de 25,0% y 21,2%, respectivamente. El multiplicador monetario de M1 aumentó de 1,21 en junio de 1996 a 1,29 en junio de 1997, como consecuencia de un aumento en el coeficiente de efectivo menor que la caída en el coeficiente de reserva.

### ***Dinero ampliado***

El agregado utilizado para medir la oferta monetaria ampliada, M3 más bonos, ha permanecido dentro de su corredor *indicativo* durante los primeros meses de 1997 (Gráfico 10). Hasta el 27 de junio de 1997 este agregado se situó en \$ 44.277 mm., con una variación anual de 26,8%, frente al 24,5% y al 40% en junio de 1996 y 1995, respectivamente. Históricamente este crecimiento es similar al observado durante la década de los ochenta, pero menor que el observado en los primeros cinco años de los noventa (Gráficos 11 y 12).

Gráfico 8

**Medios de pago**

(Tasa de variación anual a junio)

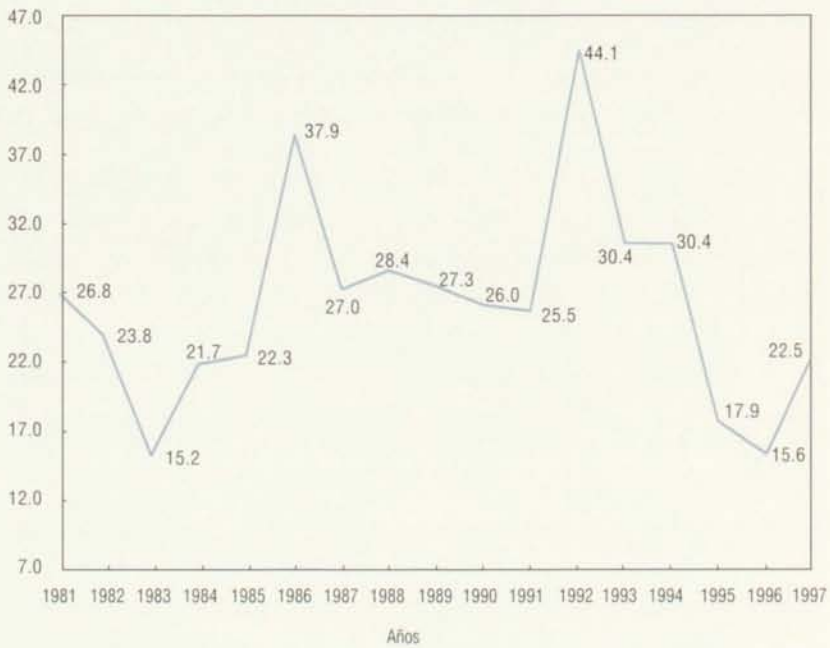


Gráfico 9

**Medios de pago**

(Tasa de variación año corrido a junio)

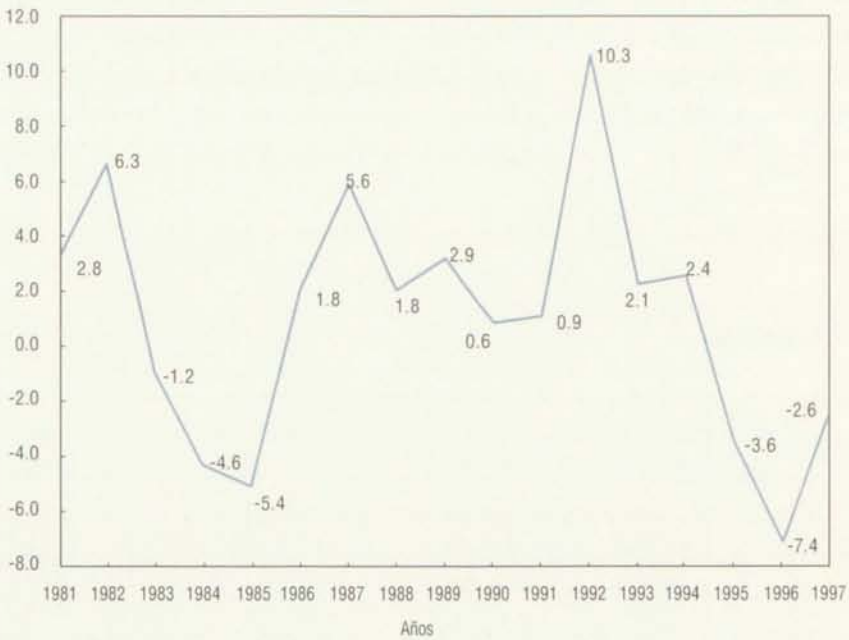


Gráfico 10

Medios de pago ampliados (M3 + bonos) 1996-1997

(Miles de millones de pesos)

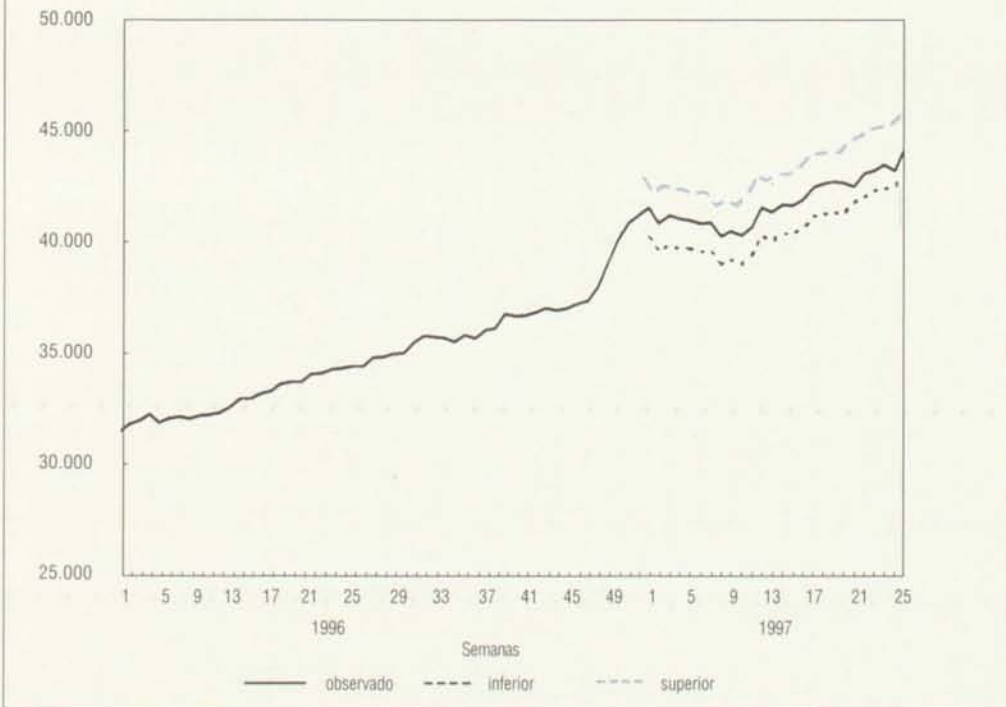


Gráfico 11

Medios de pago ampliados (M3 + bonos)

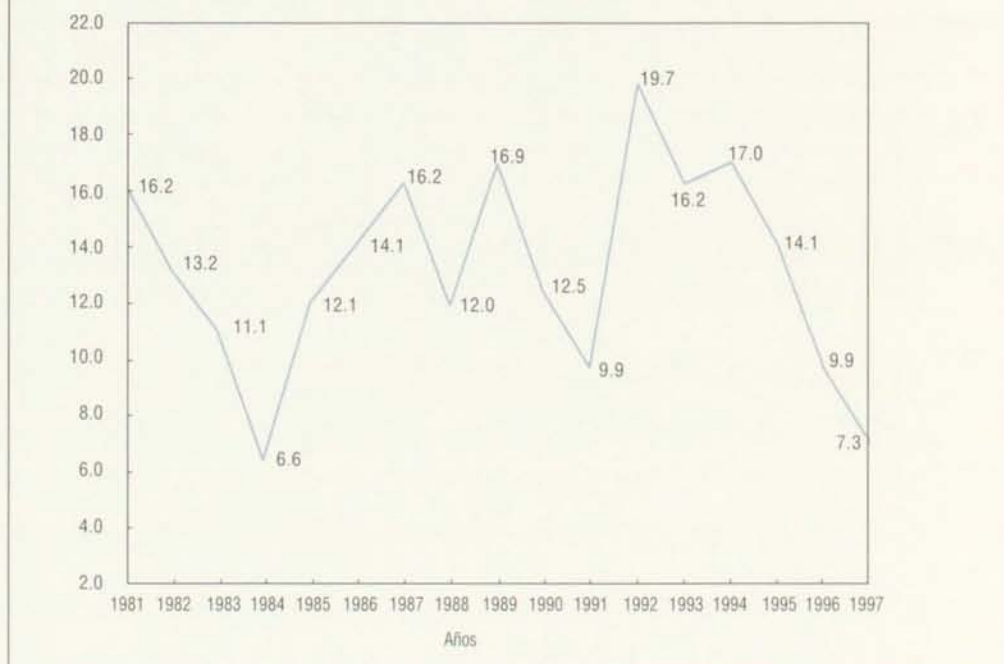
(Tasa de variación anual a junio)



Gráfico 12

**Medios de pago ampliados (M3 + bonos)**

(Tasa de variación año corrido a junio)

***Cartera de créditos***

Pese a la mayor liquidez descrita por los pasivos del sistema, la cartera total del sistema financiero creció durante los primeros cinco meses de 1997 a una tasa menor que la de los cinco años anteriores, tanto en su tasa a doce meses como en la de corrido año. En efecto, la cartera total para el 27 de junio de 1997 alcanzó \$ 39.154 mm., con un crecimiento anual de 21,9% frente al 30,4% de 1996 y al 43,0% de 1995 (Gráficos 13 y 14). Por tipo de monedas, la cartera en moneda legal aumentó en 21,9% para llegar a \$ 33.869 mm., y la cartera en moneda extranjera aumentó en 22,1% hasta alcanzar \$ 5.286 mm.; para junio de 1996 el crecimiento anual de las mismas era de 30,7% y 28,7%, respectivamente. Cabe anotar, sin embargo, que en las últimas semanas se ha acelerado el crecimiento de la cartera.

Por tipo de intermediario financiero, la cartera de las corporaciones de ahorro y vivienda (CAV) y la de los bancos es la que está creciendo con más dinamismo, al alcanzar una tasa anual a junio de 26,2% y 21,8%, respectivamente. Por su parte, la cartera de las compañías de financiamiento comercial, las cooperativas y las corporaciones financieras está creciendo a una tasa anual a junio de 5,1%, 16,8% y 20,3%, respectivamente.

Gráfico 13

**Cartera del sistema financiero sin FEN**

(Tasa de variación anual a junio)

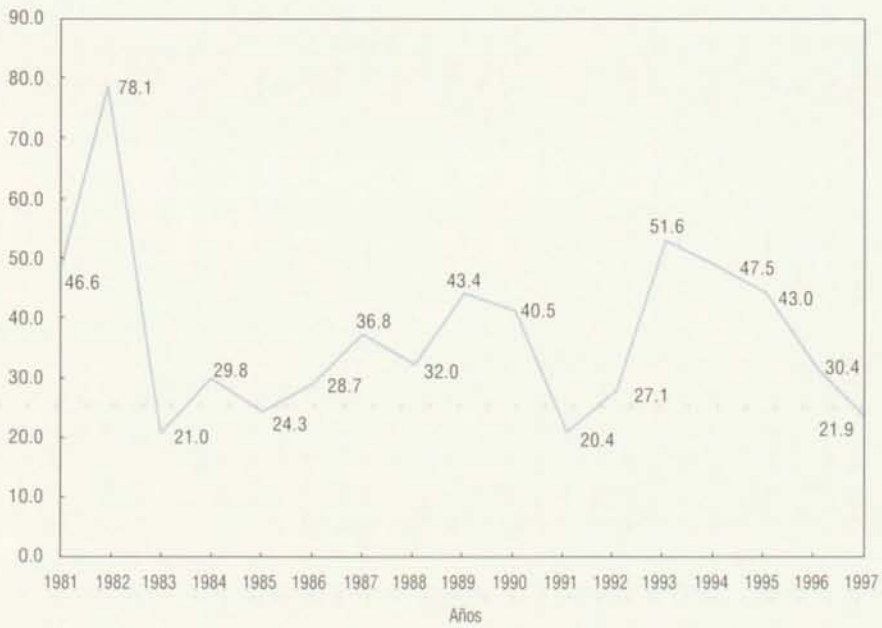


Gráfico 14

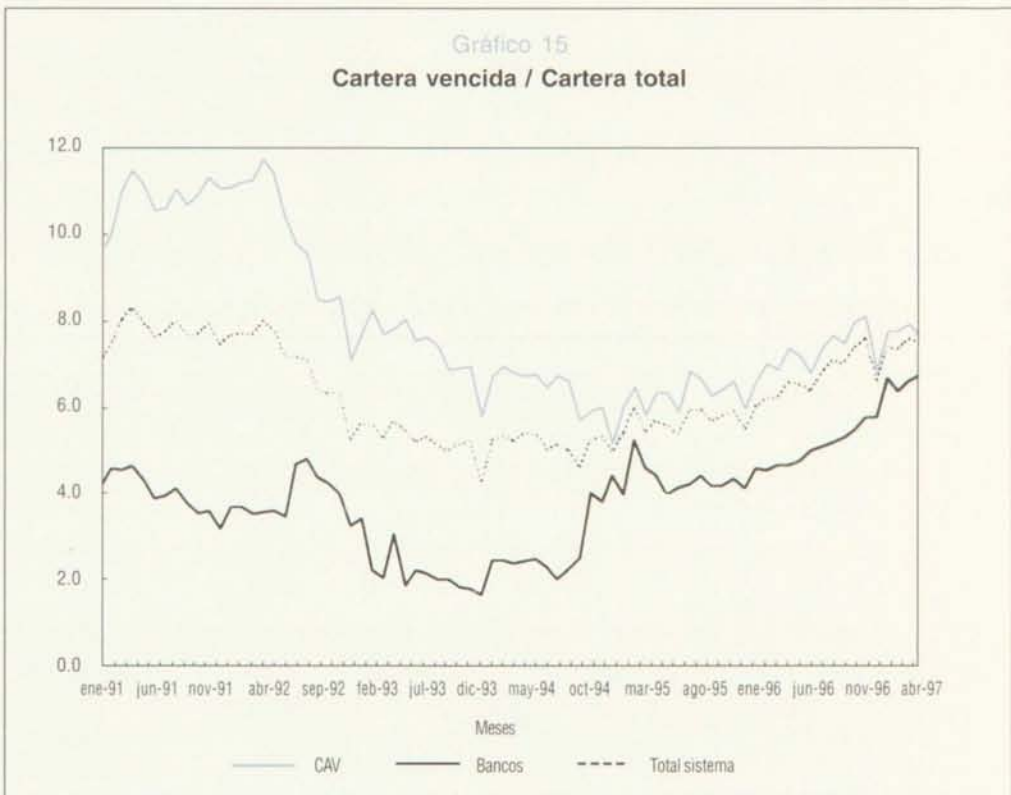
**Cartera del sistema financiero sin FEN**

(Tasa de variación año corrido a junio)



Por su parte, la cartera vencida del sistema financiero ha aumentado paulatinamente desde 1993, pero en particular en los últimos meses, llegando en abril de 1997 a representar el 7,6% de la cartera total. Para las corporaciones de ahorro y vivienda (CAV) este indicador se ha triplicado desde finales de 1993 hasta marzo del presente año, al pasar de 2,2% a 6,9%. En este caso se debe tener en cuenta el efecto del ciclo recesivo que atraviesa el sector de la construcción desde finales de 1995.

El mismo indicador para los bancos comerciales, incluyendo la Caja Agraria, ha aumentado pero en menor proporción, pasando de 6,1% en diciembre de 1993 a 7,8% en abril de 1997. El aumento en la cartera vencida ha sido grande, aunque todavía se halla en niveles que internacionalmente se consideran manejables (Gráfico 15).



### ***La situación del sector financiero***

La situación del sector financiero en la actualidad contrasta con la de los años ochenta, cuando el país enfrentó una crisis financiera. Aunque se han presentado problemas, el sector se encuentra en su gran mayoría mejor capitalizado, la calidad de la cartera no se ha deteriorado a los niveles de



esos años, y, además, se cuenta con mecanismos definidos para enfrentar los problemas de solvencia como FOGAFIN y el seguro de depósito.

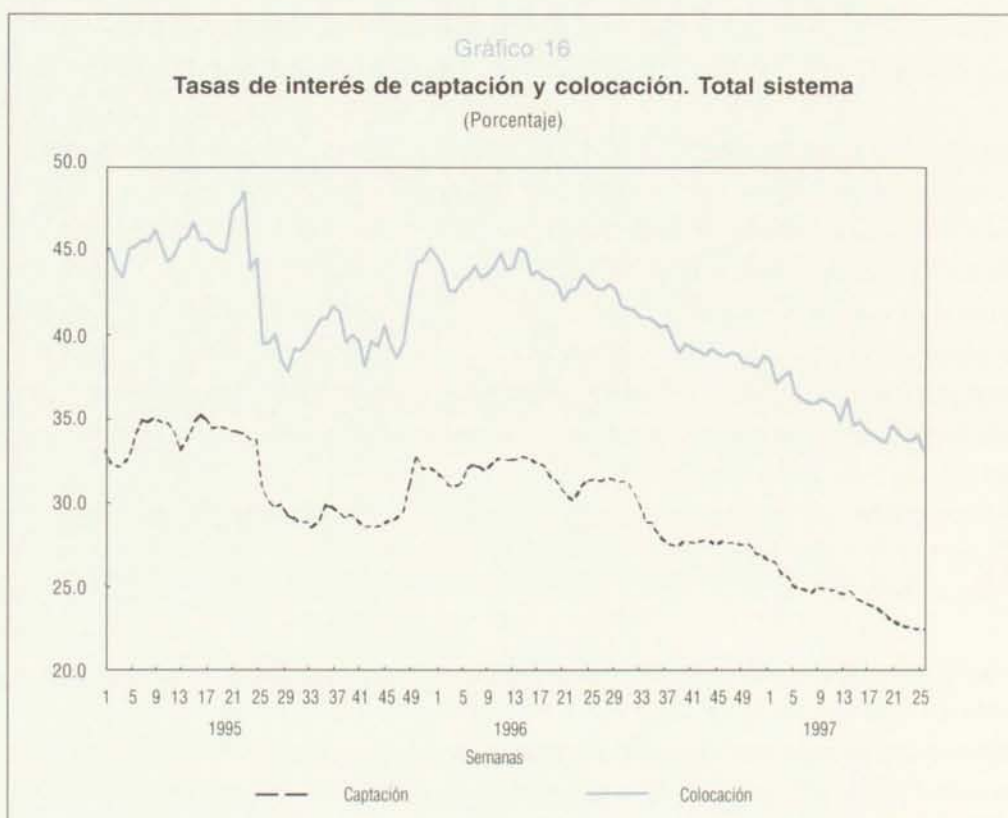
Adicionalmente, a diferencia de la década pasada, se establecieron las competencias claras entre el Banco de la República y el Gobierno, para que el primero sólo pueda resolver los problemas transitorios de liquidez de las entidades financieras. Finalmente, existe una regulación de carácter prudencial más estricta, ajustada a los estándares internacionales propuestos por el Comité de Basilea, y la Superintendencia Bancaria cuenta con mejores instrumentos de supervisión y control de los que disponía en la década pasada, los cuales, en cualquier caso, se deben seguir fortaleciendo. A nivel internacional se ha identificado que la debilidad del sector financiero es una barrera importante para el crecimiento económico. El país debe, por lo tanto, tener especial cuidado en preservar la salud de este sector.

En términos generales se puede decir que el sistema financiero presenta solidez patrimonial. A abril de 1997, todos los grupos de instituciones presentaban una relación de activos de riesgo a patrimonio técnico por encima de la requerida. No obstante, es importante que las entidades subcapitalizadas procedan rápidamente a fortalecer su respaldo patrimonial real.

### *Tasa de interés*

Las tasas de interés tanto de captación como de colocación han presentado una tendencia decreciente desde el segundo trimestre de 1996. La tasa de captación<sup>10</sup> se ubicó durante el primer semestre de 1996, en promedio, alrededor del 32%; en el segundo semestre de 1996 disminuyó situándose alrededor de 29%, y en los primeros meses de 1997 disminuyó nuevamente para llegar a 25% (Gráfico 16). En la última semana de junio la tasa de captación se ubicó en 22,8%, tasa menor en cerca de tres puntos porcentuales a la observada al finalizar enero de 1997.

Por su parte, la tasa de colocación de todo el sistema financiero al 20 de junio de 1997 era de 33,6%, frente al 37,6% en enero (Gráfico 16). Por su parte, el promedio de las tasas de colocación durante el primer semestre de 1997 se ubicó alrededor del 36%, cifra menor al 40% observado durante el segundo semestre de 1996 y al 44% observado durante el primer semestre de 1996.



Durante el primer semestre de 1997 la tasa de interés interbancaria ha mostrado menor variabilidad y una disminución en el nivel promedio, el cual pasó de 28% en 1996 a 23,8% durante el primer semestre de 1997 (Gráfico 17).

La Junta Directiva seguirá evaluando mensualmente la situación de tasas de interés teniendo en cuenta lo que sucede con la inflación y con la provisión de liquidez, medida a través de la base monetaria y de los distintos agregados monetarios cuyo comportamiento se sigue de forma indicativa.

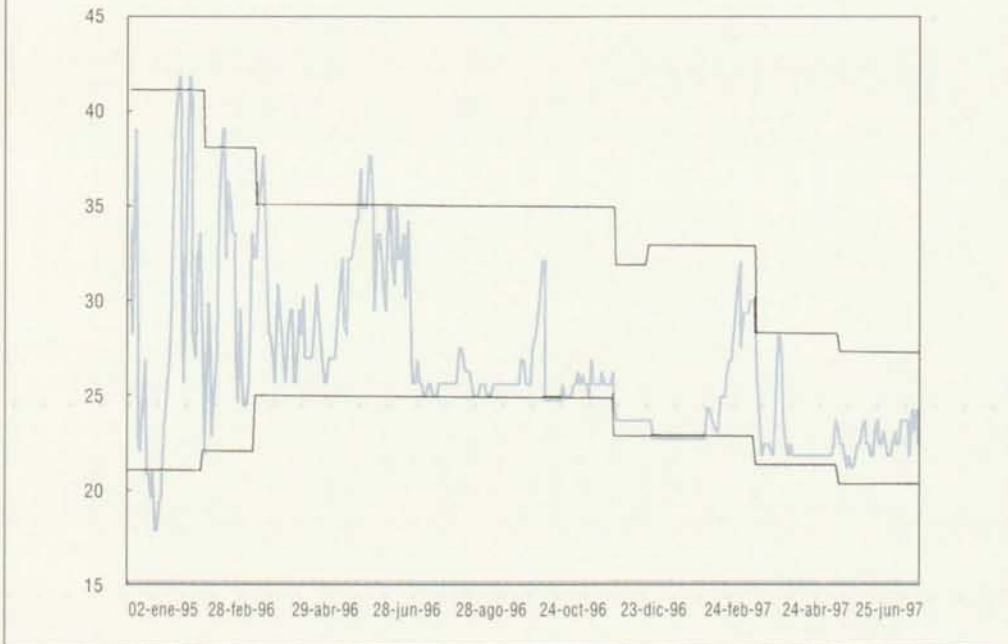
### ***Perspectivas en el frente monetario***

Con ocasión de la elevada acumulación de reservas internacionales netas a finales de 1996, cuyo valor pasó de US\$ 8.378 millones (m.) al final de octubre, a US\$ 9.897 m. en diciembre de 1996, el Emisor incrementó el saldo de operaciones de mercado abierto de \$ 882 (mm.) en octubre a \$ 2.204 mm. en febrero de 1997.

Con el objeto de mantener la base monetaria en el punto medio del nuevo corredor, la colocación neta de OMA para 1997 será, en promedio, de

Gráfico 17

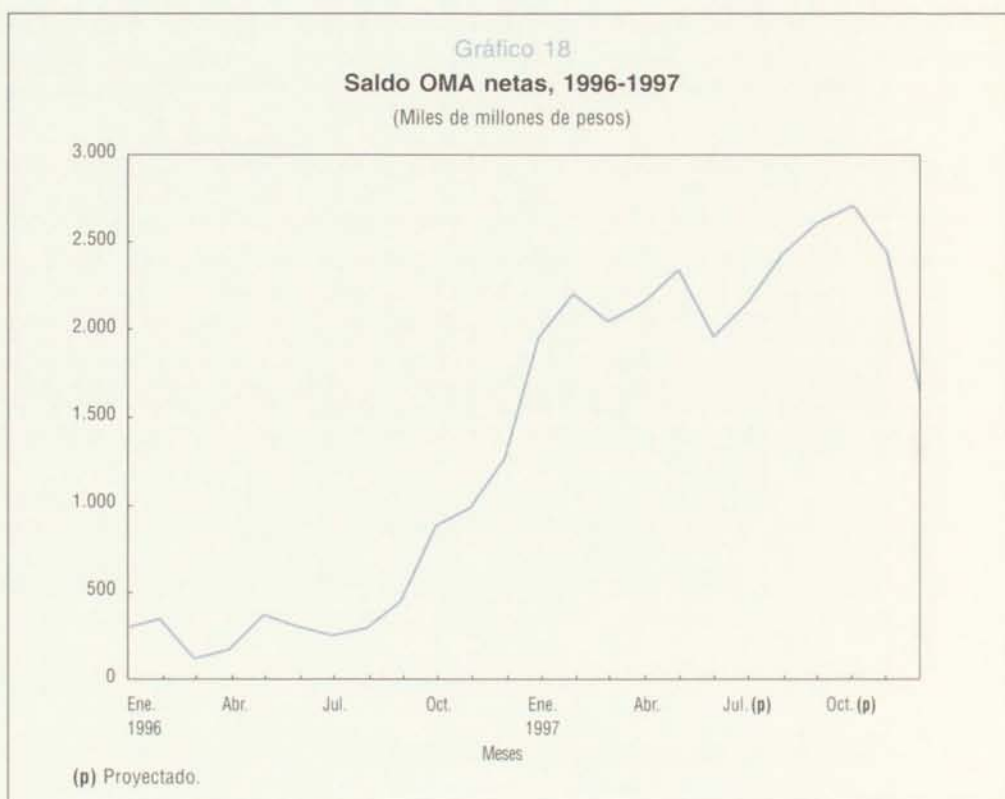
**Tasa interbancaria e intervención del Banco de la República**  
(Porcentaje)



\$ 2,2 billones (b.). En octubre se debe llegar al saldo máximo para el año, cercano a \$ 2,6 b. Adicionalmente, para los meses de julio y agosto se esperan redenciones de OMA por cerca de \$ 2,3 b., lo cual implica un esfuerzo de colocación de papeles en dichos meses (Gráfico 18). En el caso de un nuevo aumento de las reservas internacionales durante el segundo semestre de 1997 por encima de lo programado, sería necesario captar una mayor cantidad de OMA. Para 1997 el Gobierno Nacional tiene programadas colocaciones brutas de TES por \$ 6.677 mm., de las cuales a julio han sido colocadas \$ 3.839 mm. Con ellas, el saldo de TES llegaría a finales de 1997 a \$ 9.608 mm.<sup>11</sup>. Para que esto no riña con la consistencia de la política macroeconómica, sería deseable reducir el financiamiento externo neto del sector público. La Junta Directiva hará un seguimiento de las colocaciones de OMA y de TES para evitar que se generen presiones sobre el mercado interno de fondos prestables.

### ***Política cambiaria***

Para 1997 la Junta Directiva del Banco de la República ha mantenido la amplitud de la banda cambiaria, de más/menos 7 puntos porcentuales, existente desde 1994, e incrementó su pendiente al 15%, del 13,6%

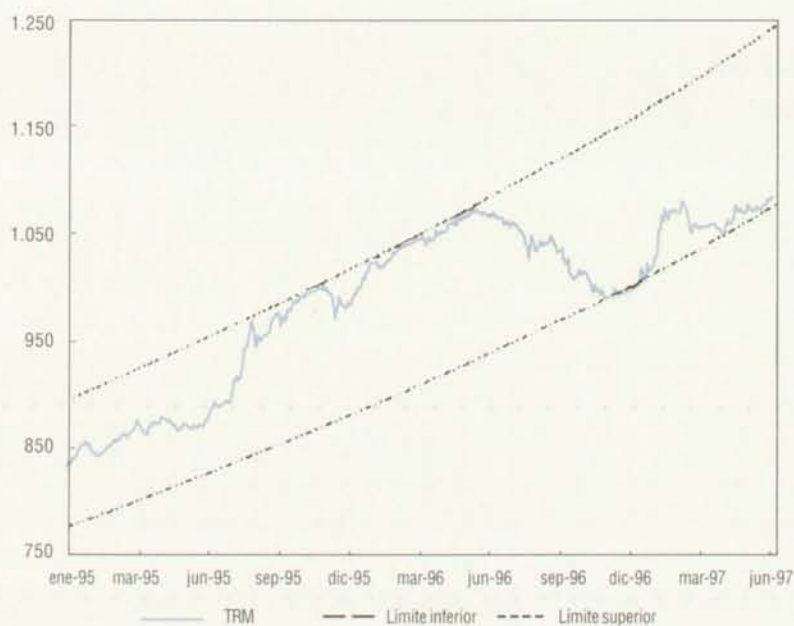


prevalciente en 1996 (Gráfico 19). Dado que al finalizar 1996 la tasa de cambio representativa del mercado se encontraba en el piso de la banda, la pendiente actual asegura una devaluación mínima de 15% y máxima de 32,3% a fin de año. No obstante, como la tasa de cambio fluctuó en el interior de la banda durante el año pasado, la devaluación mes a mes puede ser menor que estos porcentajes.

El comportamiento esperado de la tasa de cambio nominal es coherente con los supuestos de las proyecciones de balanza de pagos y con la política monetaria necesaria para el logro de la meta de inflación; ahora bien, su comportamiento en el interior de la banda depende de las transacciones de bienes y de capital de la economía en cada momento del tiempo.

En lo corrido del año se han presentado modificaciones a las regulaciones cambiarias orientadas a controlar el flujo de capitales que estaba ingresando al país; estas han afectado al endeudamiento externo y las importaciones. La primera medida fue tomada por el gobierno, y consistió en la declaratoria de Emergencia Económica. La misma estuvo motivada por “una persistente revaluación del peso como consecuencia de un desmedido y acelerado

Gráfico 19  
**Tasa Representativa del Mercado (TRM) y Bandas Cambiarias**  
 (Pesos por dólar)



endeudamiento externo de los sectores público y privado<sup>12</sup>. Esto llevó al gobierno a decretar el 13 de enero del presente año un impuesto al endeudamiento externo, incluyendo la financiación de importaciones<sup>13</sup>. Este impuesto dependía del diferencial de rentabilidad interno y externo, calculado para enero en 6%.

En marzo, la Corte Constitucional declaró inexecutable la Emergencia Económica y con ella el impuesto al endeudamiento externo. Para contrarrestar el flujo de capitales que podía producirse a raíz de este hecho, el Banco de la República modificó el depósito de 50%, requerido por 18 meses a aquellos créditos de menos de 36 meses y lo empezó a aplicar a préstamos menores de 60 meses<sup>14</sup>.

En mayo, el Banco de la República modificó el depósito al endeudamiento externo con el objetivo de hacerlo más automático, equitativo y transparente; a partir de esta medida<sup>15</sup> el mismo se aplica a todos los préstamos, y se sitúa en el 30% del valor del crédito. La resolución estipula que el depósito es en moneda legal, y que al cabo de 18 meses el Banco de la República devuelve su valor nominal<sup>16</sup>. Se espera que esta medida

contribuirá a disminuir el flujo de capitales de corto plazo, con lo que se tendrá una menor presión a la revaluación de la tasa de cambio real y se disminuirá la vulnerabilidad de la economía.

### *Tasa de cambio*

La tasa de cambio representativa del mercado (TRM) al 2 de julio era de \$ 1.093 por dólar, que implica una devaluación en año corrido de 8,7% y año completo de 2,3%. En 1997 la TRM se ha ubicado, en promedio, \$ 22 por encima del piso de la banda definida por la Junta Directiva. En febrero existieron presiones que la elevaron a \$ 51 sobre el piso, pero a partir de marzo ésta volvió a ubicarse entre \$ 10 y \$ 25 por encima del límite inferior de la banda cambiaria (Gráfico 19).

Tomando en cuenta el comportamiento de la devaluación nominal, de la inflación doméstica y externa, y de la devaluación frente al dólar de los países con que comercia Colombia, se calcula el Índice de la Tasa de Cambio Real (ITCR). A finales de junio la Tasa de Cambio Real presentaba una apreciación anual de entre 7,7% y 14,2%, dependiendo de la definición de ITCR que se tome (véase el Cuadro 1). Este resultado se ha visto afectado por las devaluaciones que han tenido las monedas de los países industrializados frente al dólar en lo corrido del año. Dado que se espera para final de año una inflación de 18% y una devaluación de la tasa de cambio nominal por lo menos del 15%, en 1997 no debe presentarse una pérdida en Tasa de Cambio Real.

Varios estamentos del sector privado han manifestado su preocupación por la evolución del tipo de cambio. Entre los factores que están presionando la apreciación de la tasa de cambio real se encuentra el auge de los sectores petrolero y cafetero, así como el nivel de gasto público y el endeudamiento privado. Para evitar este fenómeno la Junta Directiva y el Gobierno acordaron reducir el nivel de endeudamiento externo público, y, como ya se indicó, se tomaron medidas para desestimular los desembolsos de deuda externa pública y privada.

De otro lado, los aumentos de precios de los no transables se han visto afectados por altos incrementos salariales de las entidades públicas y privadas. Una mayor disciplina en las negociaciones laborales, aunada a mejoras en la productividad del sector de no transables debe contribuir a depreciar el tipo de cambio real.

Cuadro 1

## Indice de la tasa de cambio real del peso colombiano

(Base diciembre 1986 = 100)

Período	ITCR1	ITCR2	ITCR3	ITCR4	ITCR5	
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	97,13	97,58	90,53	95,18	100,05
	Mayo	96,62	97,08	89,63	94,92	100,20
	Junio	95,21	95,66	87,21	94,81	98,40
	Julio	94,56	94,86	87,23	94,21	98,40
	Agosto	93,63	93,90	86,50	93,81	97,30
	Septiembre	95,63	95,77	88,12	93,57	98,69
	Octubre	96,30	96,26	89,27	93,27	99,44
	Noviembre	94,66	94,45	87,60	92,90	96,44
	Diciembre	93,29	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	96,87
1996(p)	Enero	99,31	98,84	87,56	88,39	97,01
	Febrero	99,37	99,01	86,63	86,91	97,08
	Marzo	99,86	99,46	86,77	86,62	97,37
	Abril	98,03	97,29	84,41	85,69	96,01
	Mayo	96,82	95,94	82,72	85,00	95,18
	Junio	97,72	96,92	82,80	84,64	94,56
	Julio	96,61	95,80	81,86	83,66	92,68
	Agosto	95,23	94,54	80,17	82,76	90,19
	Septiembre	94,31	93,53	79,01	82,02	87,95
	Octubre	90,79	90,05	76,43	81,12	84,10
	Noviembre	88,95	88,39	75,10	80,58	82,10
	Diciembre	88,61	87,99	74,54	80,29	80,68

Cuadro 1 (continuación)  
**Indice de la tasa de cambio real del peso colombiano**  
 (Base diciembre 1986 = 100)

Período		ITCR1	ITCR2	ITCR3	ITCR4	ITCR5
1997 (p)	Enero	89,02	88,33	74,86	79,55	81,38
	Febrero	90,31	89,53	75,30	78,43	82,05
	Marzo	86,14	85,38	72,48	78,50	n.d.
	Abril	84,29	83,53	71,28	78,45	n.d.
	Mayo	84,99	84,23	71,88	78,33	n.d.
	Junio	84,00	83,18	71,71	78,09	n.d.
Promedio	1994	96,18	96,43	89,23	94,56	98,69
	1995	97,74	98,06	88,10	89,21	97,68
	1996	95,47	94,81	81,50	83,97	91,24
Variaciones anuales %	1994	(8,36)	(9,12)	(11,28)	(7,23)	(9,50)
	1995	6,62	7,77	3,49	(3,73)	3,70
	1996	(10,91)	(12,13)	(15,94)	(9,69)	(16,71)
	1997 (*)	(14,04)	(14,17)	(13,39)	(7,74)	n.d.

(\*) Variaciones a junio.

(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 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.

**ITCR3:** ITCR 2 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.

## Balanza de pagos

### a. Balanza comercial

Las cifras disponibles de esta balanza están para finales de abril de 1997; en ese momento la balanza comercial registró un déficit de US\$ 885 m, como resultado de importaciones por US\$ 4.430 m. y exportaciones por US\$ 3.545 m. En comparación con el mismo período en 1996, las exportaciones totales presentaron un crecimiento del 5,8% (Cuadro 2).



**Cuadro 2**  
**Exportaciones clasificadas por los principales productos**  
**y sectores económicos**  
(Millones de dólares FOB)

	Enero - Abril		Variación	
	1996	1997	Absoluta	%
<b>I. CAFE</b>	476.0	604.9	128.9	27.1
<b>II. CARBON</b>	256.8	280.8	24.0	9.3
<b>III. FERRONIQUEL</b>	46.6	48.2	1.6	3.4
<b>IV. PETROLEO Y DERIVADOS</b>	860.6	920.6	60.0	7.0
<b>V. ORO</b>	92.6	39.2	(53.4)	(57.7)
Particulares	92.6	39.2	(53.4)	(57.7)
<b>VI. ESMERALDAS</b>	65.7	43.7	(22.0)	(33.5)
<b>VII. PRODUCTOS NO TRADICIONALES 1/</b>	1,552.7	1,607.0	54.3	3.5
a. Sector Agropecuario	406.6	353.1	(53.5)	(13.2)
b. Sector Industrial	1,140.4	1,249.2	108.8	9.5
c. Sector Minero	5.7	4.6	(1.1)	(19.3)
<b>VIII. TOTAL EXPORTACIONES</b>	3,351.1	3,544.8	193.7	5.8

1/ No incluye exportaciones temporales, reexportaciones y otras.

Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE).

Este resultado se explica por el crecimiento de 27,1% de las exportaciones de café, de 9,3% de las de carbón, de 7,0% de las de petróleo, de 3,4% de las de ferróníquel y de 3,5% de las no tradicionales. Por el contrario, han caído las de oro en 57,7% y las de esmeraldas en 33,5%. El mayor valor de las exportaciones de café se debe al incremento en el precio promedio del grano en el primer trimestre del año que pasó de US\$ 1,27 por libra en 1996 a US\$ 1,81 en 1997.

Por otra parte, las importaciones al mes de abril han crecido un 2,3% (Cuadro 3). Esto se explica por el crecimiento de 17,5% de los bienes de consumo y de 3,1% de los bienes de capital, que fueron contrarrestados, en parte, por una caída de los bienes intermedios de 2,3%. Es importante destacar la caída de 12,8% de las importaciones del sector agrícola y de 3% del sector industrial.

**Cuadro 3**  
**Importaciones, según clasificación CUODE**  
(Millones de dólares CIF)

	Enero - Abril		Variación	
	1996	1997	Absoluta	%
<b>I. BIENES DE CONSUMO</b>	549.3	645.4	96.1	17.5
1. No duraderos	385.3	480.0	94.7	24.6
2. Duraderos	164.0	165.4	1.4	0.9
<b>II. BIENES INTERMEDIOS</b>	2,089.8	2,041.8	(48.0)	(2.3)
1. Combustible y lubricantes 1/	115.5	143.2	27.7	24.0
2. Para la agricultura	214.1	195.1	(19.0)	(8.9)
3. Para la industria	1,760.2	1,703.5	(56.7)	(3.2)
<b>III. BIENES DE CAPITAL</b>	1,687.0	1,739.9	52.9	3.1
1. Materiales de construcción	67.8	74.0	6.2	9.1
2. Para la agricultura	31.1	18.6	(12.5)	(40.2)
3. Para la industria	1,093.0	1,062.9	(30.1)	(2.8)
4. Equipo de transporte	495.1	584.4	89.3	18.0
<b>IV. BIENES NO CLASIFICADOS</b>	3.4	3.3	(0.2)	(4.8)
<b>V. TOTAL IMPORTACIONES</b>	4,329.5	4,430.4	100.8	2.3

1/ Incluye derivados del petróleo y del carbón.

Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística, (DANE) y Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN), sujetas a revisión.

No obstante, el mes de abril puede representar un cambio en algunas de estas tendencias. En particular, las importaciones totales crecieron 18.4% frente al mismo mes del año pasado, y las exportaciones no tradicionales lo hicieron en 26.5%.

#### *b. Balanza de capitales*

Los datos de la balanza cambiaria muestran que al finalizar junio la cuenta de capitales registra un superávit de US\$ 2.667 m. Este se debe principalmente a ingresos de capital del sector oficial por US\$ 243 m., del sector privado por US\$1.562 m. y operaciones especiales por US\$ 802 m.<sup>17</sup>.

### *c. Reservas Internacionales*

Según la información preliminar de la balanza cambiaria (Cuadro 4), al finalizar junio de 1997 se presentó un déficit en la cuenta corriente de US\$ 2.193 m. y un superávit de la cuenta de capitales de US\$ 2.667 m., por lo que la acumulación de reservas internacionales netas fue de US\$ 375 m.<sup>18</sup>. De esta manera, el saldo de las reservas internacionales se encuentra en US\$ 10.271 m. (Cuadro 5), lo que representa 5,7 meses de importaciones de bienes y servicios. Hasta el momento el Banco de la República ha hecho compras netas en el mercado cambiario por US\$ 291 m., con el objetivo de garantizar la estabilidad del tipo de cambio.

### ***Proyecciones de la balanza de pagos***

De acuerdo con la programación macroeconómica, se estima una acumulación aproximada de reservas internacionales para 1997 entre US\$ 700 m. y US\$ 1.290 m. (Cuadro 6)<sup>19</sup>, la cual es el resultado de un déficit en cuenta corriente aproximado del 4,7% del PIB y un superávit en la cuenta de capitales de 6% a 6,5% del PIB. Estas proyecciones sugieren que todo el crecimiento monetario de noviembre y diciembre se suministrará con el aumento esperado de las reservas internacionales y la reducción de las OMA.

Un ejercicio preliminar para 1998 arroja un déficit en cuenta corriente del 3,7% del PIB, y un superávit en la cuenta de capitales de 4,5% del PIB. Al interior de la cuenta corriente se presentaría prácticamente equilibrio en el balance comercial (-0,2% del PIB) y déficit de 4,1% del PIB en el de servicios. Para ese año se proyecta un crecimiento de 12,7% de las exportaciones, explicado por el auge del petróleo<sup>20</sup>. En la cuenta de servicios se estima crecimientos de 12% del pago de intereses y de 55% en la remisión de utilidades y dividendos<sup>21</sup>.

Para la cuenta de capital se tiene proyectado un superávit de 4.5% en 1988, el cual se distribuye de la siguiente manera: inversión extranjera neta, 2.1% del PIB. Endeudamiento oficial de largo plazo 1.9% del PIB, y del sector privado 0.8% del PIB. Y capital de corto plazo neto, -0.2% del PIB. No sobra recalcar que se debe controlar el monto de endeudamiento del sector público, con el objeto de lograr una mayor coherencia en la política macroeconómica, y, en particular, un mejor comportamiento en la tasa de cambio real.

## Cuadro 4

**Balanza cambiaria 1/**

(No incluye cuentas de compensación en el exterior) 2/

(Millones de dólares)

	Hasta junio 27			
	1996 (*)	1995	1996(*)	1997(*)
<b>I. CUENTA CORRIENTE</b>	(4,000.2)	(1,373.6)	(1,679.6)	(2,193.4)
Ingresos	8,160.0	4,454.3	3,871.2	4,577.8
Egresos	12,160.2	5,827.9	5,550.9	6,771.3
<b>II. MOVIMIENTO NETO DE CAPITAL</b>	5,492.7	1,570.8	1,356.1	2,666.9
<b>III. CAUSACION, VALUACION Y PROVISIONES 3/</b>	(9.6)	366.7	(104.2)	(36.1)
<b>IV. VARIACION RESERVAS (I+II+III) 4/</b>				
Brutas	1,482.9	564.0	(427.7)	437.4
Netas	1,572.2	551.8	(363.3)	374.6
<b>V. SALDO RESERVAS BRUTAS</b> (A diciembre año anterior)	8,457.3	8,103.4	8,457.3	9,940.2
<b>VI. SALDO RESERVAS BRUTAS</b>	9,940.2	8,667.4	8,029.6	10,377.6
<b>VII. PASIVOS CORTO PLAZO 5/</b>	43.6	113.2	68.4	106.4
<b>VIII. SALDO RESERVAS NETAS (VI-VII)</b>	9,896.6	8,554.2	7,961.1	10,271.2
<b>IX. SALDO RESERVAS NETAS CAJA 6/</b>	9,950.0	8,234.1	8,109.1	10,360.7
<b>Variación reservas internacionales netas de caja (1-2) 7/</b>				410.7
Explicadas por:				
1. Variación reservas netas				374.6
2. Variación de causación valuación y provisiones durante 1997				(36.1)
<b>Nota:</b> La información de la Balanza cambiaria correspondiente al mes de junio de 1997 es del 98% del total de intermediarios cambiarios.				
(*) Cifras preliminares.				
1/ Registra las operaciones cambiarias canalizadas a través del Banco de la República y de los intermediarios financieros. No incluye los movimientos de divisas efectuados en cuentas de compensación en el exterior.				
2/ El nuevo régimen cambiario permite constituir cuentas de compensación en el exterior, para canalizar los ingresos y egresos relacionados con la actividad económica. (Resolución 21 de 1993, Junta Directiva del Banco de la República).				
3/ A partir de enero de 1993, incluye los rendimientos de reservas causados pero no recibidos, las primas amortizadas de inversiones; el cambio de las reservas por fluctuaciones en las cotizaciones del oro y las divisas que componen el portafolio y el cambio en el valor de las provisiones por saldos de convenios pendientes de pago, por depósitos de reservas pendientes de pago, por depósitos de reservas en entidades intervenidas. En el acumulado a diciembre de 1995, incluye únicamente la variación de las provisiones por convenios de crédito recíproco y depósitos en entidades intervenidas, ya que las causaciones y valuaciones a final de período se incorporaron a las reservas de caja.				
4/ Corresponde a la variación de las reservas internacionales en poder del Banco de la República. La variación de las netas es igual al cambio de las reservas brutas menos la variación de los pasivos de corto plazo del Banco de la República.				
5/ Incluye aportes por pagar al Banco de Desarrollo del Caribe y al BID, saldos negativos de Convenios Internacionales y bancos del exterior. A partir de diciembre de 1993, los pasivos en moneda extranjera del Banco de la República con la Tesorería y otras entidades del sector público y financiero se clasifican como pasivos de corto plazo.				
6/ En 1995 y 1996 incluye 225.6 millones de dólares y US\$-26.9 millones por causaciones y valuaciones, respectivamente, reversadas al final del período contable. Corresponde a la suma del saldo de reservas de caja del período anterior y de la variación de las mismas en el actual.				
7/ Se refiere a la variación de las reservas internacionales netas de caja sin los prepagos de las líneas de crédito externo del Banco de la República.				
Fuente: Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos, con cifras del Departamento de Cambios Internacionales.				

**Cuadro 5**  
**Reservas internacionales del Banco de la República**  
(Millones de dólares)

Período	Netas	Brutas	Variación mensual		
			Netas	Brutas	
1995	Diciembre	8,324.4	8,457.3		
1996	Enero	8,163.3	8,304.0	(161.1)	(153.3)
	Febrero	8,010.7	8,154.4	(152.6)	(149.6)
	Marzo	7,926.0	7,997.3	(84.8)	(157.1)
	Abril	7,901.1	8,078.3	(24.8)	81.0
	Mayo	7,923.2	8,003.8	22.0	(74.5)
	Junio	7,961.1	8,029.6	38.0	25.8
	Julio	8,033.3	8,129.7	72.1	100.1
	Agosto	8,058.1	8,197.5	24.9	67.8
	Septiembre	8,094.1	8,177.3	36.0	(20.2)
	Octubre	8,238.7	8,379.9	144.5	202.6
	Noviembre	8,377.9	8,466.7	139.2	86.8
	Diciembre	9,896.6	9,940.2	1,518.6	1,473.5
1997	Enero	9,834.7	9,997.0	(61.9)	56.8
	Febrero	9,816.3	9,870.0	(18.4)	(127.0)
	Marzo	9,939.8	10,025.2	123.4	155.3
	Abril	9,995.5	10,343.3	55.7	318.1
	Mayo	10,220.1	10,440.4	224.6	97.1
	Junio	10,271.2	10,377.6	51.1	(62.8)

Fuente: Banco de la República, Departamento de Cambios Internacionales.

Hacia el futuro, las proyecciones de la balanza de pagos estiman un crecimiento importante del servicio de la deuda externa pública y privada y un bajo crecimiento de las exportaciones no petroleras. Ello conduce a que en el mediano plazo se dificulte la reducción del déficit en la cuenta corriente. Vale la pena señalar que el pago por intereses de la deuda externa total ha aumentado de US\$ 1.558 m. en 1994 a US\$ 1.990 m. en 1996 y se espera que ascienda a US\$ 2.440 m. en 1997 y a US\$ 2.730 m. en 1998. También se espera montos de remisión de utilidades de US\$ 1.877 m. para 1997 y de US\$ 2.910 m. para 1998.

Cuadro 6

## Proyección Balanza de Pagos

(Como porcentaje del PIB nominal en dólares)

	Preliminar	Proyección	
	1996	1997	1998
<b>I. CUENTA CORRIENTE</b>	(5.5)	(4.7)	(3.7)
<b>A. BIENES</b>	(2.5)	(1.8)	(0.2)
1. Exportaciones FOB	12.3	11.7	12.0
Café	1.8	2.4	1.6
Petróleo y derivados	3.3	2.9	4.1
Carbón	1.0	1.0	1.0
Ferrónique	0.2	0.2	0.2
Oro	0.3	0.3	0.3
No tradicionales	5.4	4.7	4.6
2. Importaciones FOB	14.7	13.5	12.2
Bienes de consumo	2.7	2.6	2.2
Bienes intermedios	7.0	6.1	5.9
Bienes de capital	5.0	4.8	4.1
<b>B. SERVICIOS</b>	(3.7)	(3.5)	(4.1)
Ingresos	5.2	4.7	4.8
Egresos	8.9	8.2	8.9
1. Servicios no financieros	0.2	0.0	0.3
Ingresos	4.5	3.9	4.0
Egresos	4.3	3.9	3.7
2. Servicios financieros	(3.8)	(3.5)	(4.3)
Ingresos	0.8	0.8	0.8
Egresos	4.6	4.3	5.1
Intereses	2.3	2.4	2.5
Sector oficial	1.3	1.3	1.3
Sector privado	1.0	1.1	1.2
Utilidades y dividendos	2.3	1.9	2.7
<b>C. TRANSFERENCIAS NETAS</b>	0.6	0.6	n.d.
<b>II. CUENTA DE CAPITAL</b>	7.8	6.0	n.d.
<b>A. CAPITAL DE LARGO PLAZO</b>	8.8	6.6	n.d.
1. Inversión extranjera neta	3.7	4.3	n.d.
a. Inversión directa neta	3.7	4.0	n.d.
b. Inversión de portafolio neta	(0.0)	0.3	n.d.
2. Endeudamiento externo	5.1	2.4	n.d.
a. Sector oficial	1.8	1.1	n.d.
Desembolsos	4.0	3.4	n.d.
Amortizaciones	2.2	2.3	n.d.
b. Sector privado	3.3	1.3	n.d.
Endeudamiento neto	3.0	1.3	n.d.
Desembolsos	4.6	2.4	n.d.
Amortizaciones	1.6	1.1	n.d.
Arrendamiento financiero	0.3	0.0	n.d.
3. Aportes organismos internacionales	(0.0)	(0.0)	n.d.
<b>B. CAPITAL CORTO PLAZO</b>	(1.0)	(0.6)	n.d.
1. Endeudamiento externo neto	0.4	0.1	n.d.
2. Mov. de activos en el exterior	(1.4)	(0.8)	n.d.
<b>III. CONTRAPARTIDAS</b>	(0.1)	0.0	n.d.
<b>IV. ERRORES Y OMISIONES</b>	(0.5)	0.0	n.d.
<b>V. VARIACION RESERVAS BRUTAS 1/</b>	1.7	1.3	n.d.
<b>VI. SALDO RESERVAS BRUTAS 1/</b>	11.5	11.2	n.d.
<b>VII. VARIACION RESERVAS NETAS</b>	1.8	1.3	n.d.
<b>VIII. SALDO RESERVAS NETAS (VI-VII)</b>	11.4	11.1	n.d.
<b>IX. VARIACION RESERVAS MONETARIAS (IX-1-2-3.)</b>	1.8	1.3	n.d.

1/ Según metodología de la Balanza de pagos.

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

Es pertinente una última reflexión sobre el flujo actual de divisas, el cual está siendo dominado por el sector petrolero. En efecto, se estima que en 1997 las exportaciones de petróleo alcanzan US\$ 2.870 m., la inversión extranjera del sector US\$ 1.330 m. y sus importaciones US\$ 860 m. Para 1998 las exportaciones ascienden a US\$ 4.520 m., la inversión extranjera a US\$ 810 m y las importaciones a US\$ 240 m. Si se excluye el sector petrolero de la balanza de pagos, en 1997 en lugar de acumular reservas internacionales por US\$ 1.290 m., las mismas disminuirían en US\$ 860 m.; y en 1998 se pasaría de una acumulación de reservas a una desacumulación superior a los US\$ 2.000 m.<sup>22</sup>.

### **III. LA ACTIVIDAD ECONOMICA EN 1997**

#### **A. El crecimiento real**

##### ***Desempeño durante 1996 y el primer trimestre de 1997***

De acuerdo con las últimas estimaciones efectuadas por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística, el crecimiento real del PIB durante 1996 fue de 2,1%. Esta cifra resulta inferior en cerca de un punto real a las estimaciones que originalmente se tenían por parte del Departamento Nacional de Planeación (DNP) y que fueron presentadas en el Informe de marzo. De esta forma, el crecimiento real durante 1996 se sitúa como el segundo más bajo de la década de los noventa después del registrado durante 1991, el cual fue de 2%.

Por sectores de actividad económica, el crecimiento no fue parejo. En realidad el menor crecimiento del PIB se explica en gran medida por el débil desempeño de la industria manufacturera, la cual tuvo un crecimiento real negativo de 2,9%. La reducción del PIB real manufacturero alcanza 3,9% si se excluye la industria de café elaborado. Dentro de este sector se destaca la caída de las ramas de madera y muebles, químicos y caucho, y maquinaria y equipo, todos con reducciones reales superiores al 10%. Por el contrario, el sector de refinación de petróleo fue altamente dinámico exhibiendo un crecimiento real durante 1996 del orden del 16%.

Además del sector manufacturero, el único sector que muestra un crecimiento negativo es el de comercio, restaurantes y hoteles con un descenso real de 0,36%. Como se observa en el Cuadro 7, otros sectores como el agropecuario y el de la construcción también exhiben crecimientos reales muy bajos, pero que no alcanzan a ser negativos.

**Cuadro 7**  
**Estimación preliminar del PIB, por grandes divisiones de la CIU**  
**a precios constantes de 1975, (1994 - 1996(pr))**  
(Millones de pesos)

Concepto	1994	1995(pr)	1996(pr)	Variación %	
				95/94	96/95
1. Agropecuario, silvicultura caza y pesca	170.738	179.685	180.062	5,24	0,21
2. Explotación de minas y canteras	32.593	38.385	41.298	17,77	7,59
3. Industria manufacturera	171.052	172.778	167.844	1,01	(2,86)
4. Electricidad, gas y agua	9.535	10.121	10.406	6,15	2,82
5. Construcción	33.135	34.871	34.990	5,24	0,34
6. Comercio, restaurantes y hoteles	101.043	106.285	105.901	5,19	(0,36)
7. Transporte, almacenamiento y comunicación	76.496	81.078	84.799	5,99	4,59
8. Establecimientos financieros, seguros, inmuebles y servicios a empresas	138.720	145.014	151.884	4,54	4,74
Bancos, seguros y servicios a empresas	79.631	84.743	89.684	6,42	5,83
Alquileres de vivienda	59.089	60.271	62.200	2,00	3,20
9. Servicios comunales, sociales y personales	111.587	119.812	131.105	7,37	9,43
Servicios del gobierno	73.951	79.719	88.408	7,80	10,90
Servicios personales	33.183	35.506	38.027	7,00	7,10
Servicios domésticos	4.453	4.587	4.670	3,00	1,80
Menos: Servicios bancarios imputados	28.350	31.185	34.054	10,00	9,20
Subtotal valor agregado	816.549	856.844	874.235	4,93	2,03
Más: Derechos e impuestos sobre importaciones	53.602	59.927	61.605	11,80	2,80
Producto Interno Bruto (PIB)	870.151	916.771	935.840	5,36	2,08

(pr) Preliminar.

Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE). División de Síntesis y Cuentas Nacionales.

En el caso de la construcción, sin embargo, debe señalarse cómo el crecimiento positivo durante 1996 obedece exclusivamente al muy buen desempeño de las obras civiles tanto públicas como privadas, el cual compensó la fuerte caída registrada en el subsector de edificaciones, que incluye vivienda. De acuerdo con las cifras del DNP, para 1996, el



crecimiento real del PIB de obras civiles fue del 16,5%, en tanto que el crecimiento real del PIB de edificaciones se estimó en -22%.

Las mediciones del PIB por el lado de la demanda muestran como principales responsables de la desaceleración económica durante 1996 la formación bruta de capital fijo, con un crecimiento real anual de -6,6%, y, en menor medida, al consumo de los hogares con un crecimiento real anual de 1,94%. En contraste, el consumo final de la administración pública creció en un 10,4% en términos reales, la variación de existencias en 9,3% y las exportaciones 4,4% (Cuadro 8).

En cuanto a la actividad económica durante 1997, las estimaciones más recientes, de carácter preliminar y parcial, efectuadas por el DNP muestran que para el primer trimestre de este año el PIB real decreció a una tasa de -1,22% respecto al nivel alcanzado por este agregado durante el primer trimestre de 1996. Como se observa en el Cuadro 9, a esta fecha la mayoría de las grandes ramas de actividad económica exhibían un crecimiento real negativo a excepción de los sectores electricidad, gas y agua, el de servicios comunales, sociales y personales, dentro del cual se incluyen servicios del gobierno, y el de transporte, almacenamiento y comunicaciones. Así, el período enero-marzo constituye el segundo trimestre consecutivo durante el cual la economía muestra tasas de crecimiento anual negativas, habida cuenta que durante el cuarto trimestre de 1996 el crecimiento fue del -0,1% de acuerdo con las mismas estimaciones del DNP.

### *Perspectivas para 1997*

Algunos de los fenómenos que se citaban en el Informe al Congreso de marzo, como los causantes de la desaceleración económica, muestran signos de estarse revirtiendo. El caso más sobresaliente es el comportamiento del ingreso cafetero, merced a la importante recuperación de los precios internacionales durante los últimos meses. Si bien la cosecha cafetera para 1997 será similar a la del año pasado, el nivel actual de precios, de alrededor de dos dólares, debe permitir una importante recuperación de los ingresos y gastos reales de los caficultores, favoreciendo una recuperación de la demanda doméstica.

Otro factor que ofrece mejores perspectivas para 1997 es el relacionado con la demanda venezolana. El bajo crecimiento económico del vecino país desde 1995, unido a su inestabilidad cambiaría golpearon fuertemente

Cuadro 8

**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	1995(pr)	1996(pr)
Consumo final	581.568	592.078	616.399	651.513	699.082	741.103	765.409
Consumo de los hogares	499.839	507.693	523.100	555.009	587.882	623.743	635.844
Consumo de las Admones. públicas	81.729	84.385	93.299	96.504	111.200	117.360	129.565
Formación bruta de capital	115.641	105.537	150.902	208.549	264.258	290.158	285.328
Formación bruta de capital fijo	103.046	96.685	108.690	148.100	179.833	199.823	186.635
Inversión pública	37.263	38.417	48.742	56.039	78.559	95.708	110.490
Inversión privada	65.783	58.268	59.948	92.061	101.274	104.115	76.145
Variación de existencias	12.595	8.852	42.212	60.449	84.425	90.335	98.693
Absorción o demanda interna	697.209	697.615	767.301	860.062	963.340	1.031.261	1.050.737
Exportaciones	152.353	170.573	180.101	191.303	191.385	207.079	216.190
Importaciones	114.303	118.212	167.090	229.030	284.574	321.569	331.087
PIB	735.259	749.976	780.312	822.335	870.151	916.771	935.840

Concepto	Participación porcentual						
	1990	1991	1992	1993	1994	1995(pr)	1996(pr)
Consumo final	79,10	78,95	78,99	79,23	80,34	80,84	81,79
Consumo de los hogares	67,98	67,69	67,04	67,49	67,56	68,04	67,94
Consumo de las Admones. públicas	11,12	11,25	11,96	11,74	12,78	12,80	13,84
Formación bruta de capital	15,73	14,07	19,34	25,36	30,37	31,65	30,49
Formación bruta de capital fijo	14,01	12,89	13,93	18,01	20,67	21,80	19,94
Inversión pública	5,07	5,12	6,25	6,81	9,03	10,44	11,81
Inversión privada	8,95	7,77	7,68	11,20	11,64	11,36	8,14
Variación de existencias	1,71	1,18	5,41	7,35	9,70	9,85	10,55
Absorción o demanda interna	94,82	93,02	98,33	104,59	110,71	112,49	112,28
Exportaciones	20,72	22,74	23,08	23,26	21,99	22,59	23,10
Importaciones	15,55	15,76	21,41	27,85	32,70	35,08	35,38
PIB	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

Concepto	Crecimiento porcentual						
	1990	1991	1992	1993	1994	1995(pr)	1996(pr)
Consumo final	3,03	1,81	4,11	5,70	7,30	6,01	3,28
Consumo de los hogares	3,02	1,57	3,03	6,10	5,92	6,10	1,94
Consumo de las Admones. públicas	3,09	3,25	10,56	3,44	15,23	5,54	10,40
Formación bruta de capital	(1,17)	(8,74)	42,98	38,20	26,71	9,80	(1,66)
Formación bruta de capital fijo	(3,34)	(6,17)	12,42	36,26	21,43	11,12	(6,60)
Inversión pública	(20,61)	3,10	26,88	14,97	40,19	21,83	15,44
Inversión privada	10,24	(11,42)	2,88	53,57	10,01	2,81	(26,86)
Variación de existencias	21,08	(29,72)	376,86	43,20	39,66	7,00	9,25
Absorción o demanda interna	2,31	0,06	9,99	12,09	12,01	7,05	1,89
Exportaciones	17,59	11,96	5,59	6,22	0,04	8,20	4,40
Importaciones	7,85	3,42	41,35	37,07	24,25	13,00	2,96
PIB	4,28	2,00	4,04	5,37	5,83	5,36	2,08

(pr) Preliminar, Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE).  
(e) Estimación, Departamento Nacional de Planeación (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).

las exportaciones de Colombia. Para 1997, por el contrario, se prevé un crecimiento positivo del PIB venezolano. Adicionalmente, los términos de intercambio para Colombia se han mejorado significativamente desde finales de 1996, como lo muestra el comportamiento del tipo de cambio real peso-bolívar (Gráfico 20). Ambas circunstancias deben marcar el inicio de la recuperación de las exportaciones colombianas hacia Venezuela, las cuales son el 7,4% de las exportaciones totales y el 16,6% de las no tradicionales.

Las menores tasas de interés domésticas, tanto nominales como reales, también deben favorecer una recuperación de la demanda interna. Como bien se sabe, estas tasas se han reducido en cerca de 10 puntos desde mediados de 1996. En la actualidad se sitúan en niveles cercanos a los de 1993, año que marcó el inicio de la fase expansiva del ciclo del consumo y la inversión.

Por último, existen algunos indicios de que la fase contraccionista del ciclo del consumo ha tocado fondo durante el primer trimestre del presente año. Cifras como las ventas de automóviles han sido satisfactorias durante abril y mayo, cuando se vendieron unidades que superaron en un 22% lo observado en igual período de 1996. De igual manera, la Encuesta de Opinión Industrial efectuada mensualmente por la ANDI a sus afiliados registró una leve recuperación para el período enero-abril frente a lo observado en el período enero-marzo.

Esta mejoría también se reflejó en el comportamiento de los inventarios y de los pedidos. Resultados no muy diferentes arrojó la Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo. Las ventas del comercio minorista también reaccionaron en el mes de marzo como lo reporta el Índice de Ventas al por menor del DANE. Excluyendo vehículos y combustibles, entre enero y marzo estas crecieron en un 0,4% respecto a igual período de 1996. Únicamente para el mes de marzo el crecimiento del rubro fue del 3,9% en términos reales.

## **B. El empleo**

Durante los dos últimos trimestres el desempleo urbano continuó incrementándose. Este fenómeno se relaciona estrechamente con el hecho de que los sectores altamente intensivos en mano de obra, como construcción y comercio, han sido los más golpeados por el debilitamiento de la economía.

**Cuadro 9**  
**Producto interno bruto trimestral, por ramas de actividad**  
(Millones de pesos de 1975)

Actividad	1996(pr)			
	I	II	III	IV
1. Agropecuario, silvicultura, pesca y caza	48.345	40.392	46.220	45.105
Agropecuario	46.840	38.871	44.862	43.535
Agropecuario (sin café)	42.557	35.765	41.898	38.307
Café pergamino	4.283	3.106	2.965	5.228
Sector agrícola (sin café)	21.982	13.714	19.909	15.965
Sector pecuario	20.574	22.051	21.988	22.343
Silvicultura, pesca y caza	1.506	1.521	1.358	1.570
2. Explotación de minas y canteras	9.908	10.157	10.681	10.553
3. Industria manufacturera	41.431	42.314	41.999	42.101
Café elaborado	3.935	3.876	3.734	4.237
Resto de la industria	37.495	38.438	38.266	37.864
4. Electricidad, gas y agua	2.551	2.575	2.621	2.659
5. Construcción	9.116	8.540	8.794	8.539
Edificaciones	3.002	2.739	2.767	2.870
Obras civiles	6.114	5.802	6.027	5.669
Obras civiles públicas	5.059	4.429	4.150	4.381
Obras civiles privadas	1.056	1.373	1.878	1.288
6. Comercio, restaurantes y hoteles	27.017	22.430	26.927	29.526
7. Transporte y almacenamiento y comunicaciones	21.240	20.448	21.212	21.899
Transporte y almacenamiento	15.914	15.712	16.355	16.879
Comunicaciones	5.325	4.736	4.857	5.021
8. Sector financiero	33.432	36.654	39.888	41.911
Financieros y otros servicios a las empresas	22.787	22.122	22.779	21.996
Alquiler de vivienda	10.645	14.531	17.109	19.915
9. Servicios comunales, sociales y personales	30.851	31.477	32.578	36.199
Servicios del gobierno	20.367	20.764	21.504	25.773
Servicios personales	9.313	9.549	9.905	9.260
Servicios médicos y otros de salud	3.786	3.751	4.359	3.540
Educación privada	2.155	2.176	2.209	2.223
Otros servicios personales	3.372	3.622	3.337	3.497
Servicios domésticos	1.171	1.164	1.169	1.166
Menos: Serv. bancarios imputados	8.719	8.668	8.670	7.997
<b>SUBTOTAL VALOR AGREGADO</b>	<b>215.171</b>	<b>206.318</b>	<b>222.250</b>	<b>230.496</b>
Más: Derechos e Impuestos/Importaciones	15.176	16.101	15.783	14.545
<b>PRODUCTO INTERNO BRUTO</b>	<b>230.348</b>	<b>222.419</b>	<b>238.033</b>	<b>245.041</b>

(pr) Preliminar.  
(e) Estimado.

Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), Departamento Nacional de Planeación (DNP)-Umacro.

1996(pr)	1997(e)	Crecimiento %					1997
		1996					
		Total	I	II	III	IV	
180.062	46.664	(1,2)	0,5	(1,4)	0,2	(3,5)	
174.108	45.217	(0,8)	0,9	(1,0)	0,6	(3,5)	
158.527	42.478	4,0	2,5	5,8	3,0	(0,2)	
15.581	2.739	(35,2)	(17,2)	(32,6)	(18,5)	(36,0)	
71.571	21.607	2,7	1,1	3,9	1,5	(1,7)	
86.956	20.871	4,8	3,7	7,2	4,3	1,4	
5.955	1.447	(9,5)	(10,2)	(12,0)	(10,1)	(3,9)	
41.299	9.728	8,0	7,6	3,1	7,6	(1,8)	
167.844	40.354	0,3	(3,8)	(7,5)	(2,9)	(2,6)	
15.782	4.407	14,5	7,3	2,7	8,7	12,0	
152.062	35.947	(1,0)	(4,8)	(8,5)	(3,9)	(4,1)	
10.406	2.654	3,7	2,5	2,5	2,8	4,0	
34.990	8.510	(0,9)	(0,6)	(2,7)	0,3	(6,6)	
11.377	2.701	(24,3)	(25,6)	(21,9)	(22,1)	(10,0)	
23.613	5.809	16,0	17,6	11,1	16,5	(5,0)	
18.019	4.841	10,2	5,0	1,9	9,0	(4,3)	
5.594	967	40,0	60,0	60,0	49,5	(8,3)	
105.901	26.261	0,2	0,5	(3,7)	(0,4)	(2,8)	
84.799	21.713	4,0	2,2	5,7	4,6	2,2	
64.860	15.429	0,8	(0,2)	2,9	1,5	(3,1)	
19.939	6.284	16,1	11,2	16,1	16,1	18,0	
151.884	32.154	4,7	4,3	3,7	4,7	(3,8)	
89.684	21.158	5,7	5,2	4,0	5,8	(7,2)	
62.200	10.996	3,1	3,3	3,4	3,2	3,3	
131.105	32.748	8,9	9,7	9,9	9,4	6,1	
88.408	21.612	9,6	11,6	11,6	10,9	6,1	
38.027	9.942	8,2	6,6	6,4	7,1	6,8	
15.436	4.240	13,0	8,8	8,2	10,0	12,0	
8.763	2.263	6,2	5,9	6,2	6,2	5,0	
13.828	3.439	4,8	4,1	4,7	4,6	2,0	
4.670	1.194	1,7	1,9	1,3	1,8	2,0	
34.054	7.613	15,0	11,8	(1,4)	9,2	(12,7)	
874.236	213.173	2,1	1,6	0,4	2,0	(0,9)	
61.605	14.372	6,6	2,6	(8,4)	2,8	(5,3)	
935.841	227.545	2,4	1,7	(0,1)	2,1	(1,2)	

Gráfico 20  
 Índice del tipo de cambio real peso/bolívar



Fuente: Banco de la República.

Como se observa en el Cuadro 10, la tasa de desempleo para las siete principales áreas metropolitanas del país pasó de 11,9% en el mes de septiembre de 1996 a 12,7% en marzo del presente año, lo que se tradujo en un incremento de 48 mil en el número de personas desocupadas. La cifra del 13,6% en la tasa de desempleo a junio de 1997, revelada recientemente, muestra que esta situación se prolongó durante el segundo trimestre del año.

Las ciudades más golpeadas por esta situación han sido Medellín y Cali. En el caso de esta última ciudad, en marzo se reportó una tasa de desempleo de 17,4 % y en junio fue de 18,8%, la más alta registrada para esta ciudad y para cualquiera otra de las principales ciudades del país en los últimos 10 años. El deterioro de la situación del empleo en Cali se agudizó especialmente a partir de marzo de 1996. De esta fecha a marzo de 1997 el número de desempleados se incrementó en 40 mil personas, es decir, cerca de un 35%. De acuerdo con los analistas, existe una conexión entre estos altos niveles de desempleo y la lucha contra el narcotráfico, la cual ha afectado particularmente la actividad en esta ciudad.

Cuadro 10

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

Áreas metropolitanas	Tasa de desempleo					
	Diciembre 1995	Marzo 1996	Junio 1996	Septiembre 1996	Diciembre 1996	Marzo (p) 1997
Santafé de Bogotá, D.C.	7,7	8,2	9,5	10,3	9,1	9,4
Medellín-Valle de Aburrá	11,9	11,6	12,0	13,3	13,5	16,4
Cali - Yumbo	10,8	13,1	14,4	14,9	14,0	17,4
Barranquilla - Soledad	10,1	10,9	12,5	12,1	11,2	12,8
Total cuatro áreas	9,3	10,0	11,2	11,9	11,1	12,6
B/manga - Floridablanca	11,0	10,6	13,2	10,8	12,0	12,7
Manizales - Villa María	11,7	13,3	12,5	12,9	13,8	14,0
Pasto	11,9	12,6	14,7	15,5	13,9	15,0
Total tres áreas	11,3	11,7	13,4	12,2	12,8	13,4
Total siete áreas	9,5	10,2	11,4	11,9	11,3	12,7
Áreas metropolitanas	Tasa de participación global 1/					
	Diciembre 1995	Marzo 1996	Junio 1996	Septiembre 1996	Diciembre 1996	Marzo (p) 1997
Santafé de Bogotá, D.C.	64,3	63,4	60,6	61,3	61,1	58,7
Medellín-Valle de Aburrá	58,4	57,5	56,8	56,9	58,4	58,4
Cali - Yumbo	58,4	60,0	58,5	57,5	58,3	59,5
Barranquilla - Soledad	57,3	55,1	54,2	52,6	54,5	54,7
Total cuatro áreas	61,2	60,6	58,7	58,7	59,3	58,3
B/manga - Floridablanca	65,6	63,7	64,1	64,0	67,3	64,1
Manizales - Villa María	58,3	54,7	57,1	55,2	55,5	55,7
Pasto	63,5	62,4	64,2	65,2	64,4	62,6
Total tres áreas	63,4	61,1	62,3	62,1	63,9	61,8
Total siete áreas	61,4	60,6	59,1	59,1	59,8	58,7
Áreas metropolitanas	Tasa de participación bruta 2/					
	Diciembre 1995	Marzo 1996	Junio 1996	Septiembre 1996	Diciembre 1996	Marzo (p) 1997
Santafé de Bogotá, D.C.	49,5	49,0	47,4	47,8	47,9	46,8
Medellín-Valle de Aburrá	45,0	44,5	43,9	44,2	45,3	45,3
Cali - Yumbo	44,9	45,9	45,6	45,2	45,3	46,0
Barranquilla - Soledad	42,6	41,6	41,0	39,4	40,8	41,3
Total cuatro áreas	46,9	46,6	45,5	45,6	46,0	45,7
B/manga - Floridablanca	50,2	48,6	48,9	49,4	50,9	49,1
Manizales - Villa María	44,9	42,0	43,6	43,2	43,3	43,4
Pasto	47,9	46,7	49,0	50,3	48,7	47,9
Total tres áreas	48,4	46,5	47,5	48,1	48,7	47,5
Total siete áreas	47,1	46,6	45,8	45,9	46,4	45,9

(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: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE).

Además del lento crecimiento de la demanda y de la producción, factores relacionados con los costos laborales pueden estar explicando la crítica situación del empleo en la actualidad. En efecto, existen indicios en el sentido de que, durante los dos últimos años, buena parte de los empresarios han realizado ajustes salariales por encima de las metas de inflación. De acuerdo con Fedesarrollo, esto ha sido particularmente crítico durante el último año, cuando dichos ajustes pueden haber excedido en cerca de tres puntos porcentuales la inflación observada a finales de 1996, y en cerca de seis puntos a la meta de inflación establecida por el Emisor para 1997.

Los salarios reales han aumentado sensiblemente, lo cual ha estimulado la mecanización y racionalización laboral de las empresas. También se han aumentado las cargas laborales no salariales. En particular, a partir de la reforma pensional que entró en vigencia en 1994 las cotizaciones por concepto de seguridad social se han incrementado del 8% al 13,5% del salario mensual. El 75% de este monto es asumido directamente por el empleador.

Por último, conviene señalar que una recuperación significativa en la situación laboral del país no parece viable este año, aun con reactivación económica durante el segundo semestre. Esto debido al rezago normal que existe entre la evolución de la actividad productiva y el empleo.

### **C. Ahorro e inversión**

#### ***Evolución reciente***

De acuerdo con las últimas cifras disponibles por el Departamento Nacional de Planeación se estima que el ahorro interno para 1996 correspondió al 17,5% del PIB, inferior al registrado en 1995 (18,4%, véase el Cuadro 11). Desde 1991 se ha registrado una disminución prácticamente ininterrumpida en la generación de ahorro interno. Si bien el descenso en la tasa de ahorro ha sido mayor en el sector privado (3,5 puntos porcentuales en 6 años), el ahorro público también ha presentado una importante disminución, dado que pasó de 10,6% del PIB en 1991 a 8,3% en 1996. Debe señalarse como un hecho positivo la recuperación del ahorro privado de 8,6% del PIB en 1994 a 9,2% en 1996.

En cuanto a la inversión, los últimos estimativos del DANE señalan que la formación bruta interna de capital decreció en términos reales en un 1,66% para 1996. Sin embargo, si se descuenta la variación de existencias, cuyo



Cuadro 11  
Ahorro interno como porcentaje del PIB 1/

Año	Total	Público	Privado
1990	21,4	8,7	12,7
1991	22,7	10,6	12,1
1992	19,0	9,7	9,3
1993	19,5	9,1	10,4
1994	19,0	10,4	8,6
1995(p)	18,4	9,7	8,7
1996(e)	17,5	8,3	9,2

(p) Provisional.

(e) Estimado.

1/ Para 1994, 1995 y 1996 las estimaciones de ahorro corresponden al DNP.

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

crecimiento real fue del 9,3%, la inversión restante, que corresponde a la formación bruta de capital fijo, decreció el 6,6% en términos reales (véase Cuadro 8).

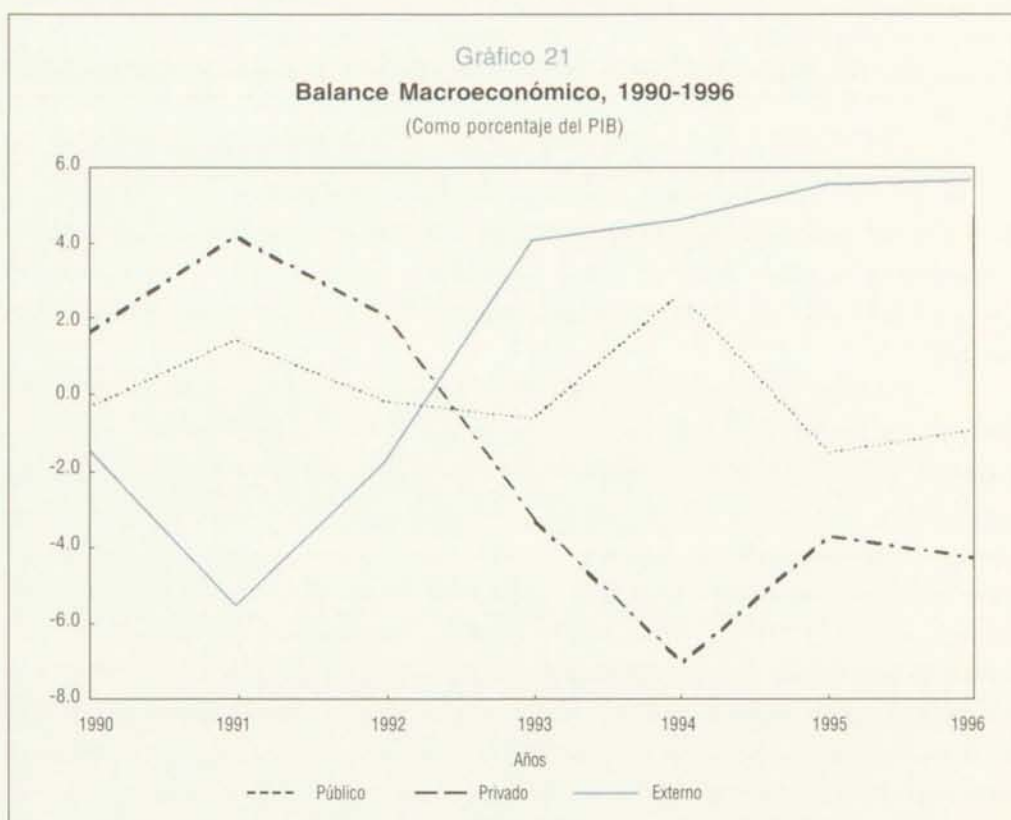
Es de anotar, sin embargo, que a pesar de esta caída en la inversión, la relación de inversión bruta en capital fijo a PIB se mantiene en 20%, nivel superior a la cifra del período 1990-1993. La inversión privada como proporción del PIB también sigue siendo alta para los patrones históricos del país.

Si bien el DANE no dispone aún de cifras sobre inversión por sectores público y privado, los estimativos preliminares del DNP sobre estos dos agregados muestran que el alto crecimiento de la inversión pública no pudo compensar el mal desempeño de la inversión privada. En efecto, de acuerdo con estas estimaciones, la inversión pública creció en términos reales, entre 1995 y 1996, a un 15,4%. Para este mismo período, el crecimiento real de la inversión privada fue de -26,9%, el menor registrado en lo corrido de la década. Para 1997 el DNP ha proyectado un crecimiento real de la inversión total de alrededor del 6%, que corresponde a un crecimiento del 5% para la inversión pública y un 7% para la privada.

### El equilibrio macroeconómico

El Gráfico 21 muestra la evolución del equilibrio macroeconómico desde 1990. Para los sectores privado y público se registra la diferencia entre sus gastos (de consumo e inversión) y sus ingresos corrientes y de capital. Es decir, para cada año se reportan sus necesidades de financiación. Para el sector externo el cuadro 12 muestra el balance de la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Se aprecia que hasta 1992 el sector privado fue ahorrador neto, y el sector público se mantuvo fluctuando alrededor del equilibrio. Ello se tradujo en un superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos durante 1990 - 1992. En 1993 ambos sectores presentan un faltante, lo cual se traduce en un cambio drástico en el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos, que pasa de un superávit de 1.8% del PIB a un déficit cercano a 4%. Para 1994 el auge del gasto privado acentúa la posición deficitaria de este sector, que alcanza un faltante de 7% del PIB. En el sector público la situación fue transitoriamente superavitaria (2.5% del PIB), explicada básicamente por los ingresos por la venta de la telefonía celular.



**Cuadro 12**  
**Consistencia macroeconómica 1/**  
(Porcentaje del PIB)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
1. Sistema financiero							
Activos externos netos	1,4	5,7	3,1	(1,0)	(1,0)	(0,5)	0,5
2. Sector público /2	(0,3)	1,4	(0,2)	(0,7)	2,5	(1,6)	(1,1)
3. Sector privado	1,6	4,1	2,0	(3,3)	(7,0)	(3,8)	(4,4)
4. Balanza de pagos /3							
Préstamo neto (déficit (+) /superávit (-))	(1,3)	(5,5)	(1,8)	4,0	4,5	5,4	5,5

1/ El equilibrio macroeconómico se muestra en el hecho que la suma de las filas 2,3 y 4 es igual a cero.

2/ El superávit (+) o déficit (-) del sector público sin incluir la seguridad social fue de -0,9% en 1990, 0,8% en 1991, -0,6% en 1992, -1,1% en 1993, 1,1% en 1994, -3,8% en 1995 y de -3,4% en 1996.

3/ Resultado de la cuenta corriente. Los déficit en la cuenta corriente son un préstamo neto positivo.

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

El panorama en 1995 y 1996 muestra faltantes en los sectores público y privado, el cual se tradujo en un déficit sostenido de la cuenta corriente por encima de 5% del PIB. En efecto, el sector público alcanza un déficit de -1.6% del PIB en 1995 y de -1.1% en 1996. Ahora bien, se debe tener en cuenta que al excluir los excedentes del Instituto de los Seguros Sociales, el desbalance de este sector es mayor: se presenta un faltante de -3.8% en 1995 y de -3.4% en 1996. (Véase nota pie de página del Cuadro 12).

El déficit del sector público no financiero proyectado para 1997 y 1998 es de -2.4% y -2.1% del PIB, respectivamente. Estos déficit son elevados y plantean serios problemas de financiamiento<sup>23</sup>. En ausencia de un ajuste significativo en las finanzas del sector público, o en la eventualidad de un nivel mayor de déficit, se presentarán presiones bien sea hacia una mayor apreciación del tipo de cambio, un menor crédito al sector privado, una mayor inflación, o una combinación de estos efectos.

Tal como se mencionó con anterioridad para 1998, año en el que aumentarán las exportaciones petroleras, se hace necesaria una disminución en el endeudamiento del gobierno, de tal forma que no presione una apreciación del tipo de cambio.

El origen de esta situación se halla, en primera instancia, en el desbalance del Gobierno Nacional Central, el cual en buena parte se explica por la

estructura del régimen de transferencias y la creciente carga de intereses. Este tema ha sido objeto de discusión en foros académicos, y sobre él han llamado la atención la Comisión del Gasto Público, el Informe al Congreso de marzo pasado y el propio Gobierno Nacional.

De acuerdo con las proyecciones actuales, las finanzas del Gobierno Nacional van a registrar un deterioro en el presente año, y se pueden estabilizar en el próximo. Para 1997 el déficit de este nivel de gobierno, sin incluir los ingresos de las privatizaciones, se estima en 4.8% del PIB, y con éstas se sitúa en 4.1%. Para 1998 se prevé en 4.7% del PIB sin privatizaciones y en 4.2% con éstas.

El déficit total refleja de forma deficiente las acciones que ha venido realizando el Gobierno para reducir el gasto. Una forma alternativa y usual de medir el déficit fiscal es excluir los intereses de la deuda, con el objeto de determinar lo que se conoce como el déficit primario; el mismo mide el valor de los nuevos gastos del Gobierno. El déficit primario del Gobierno pasó de 1,9% del PIB en 1996 a 2,3% en 1997, y se espera que se reduzca nuevamente a 1,9% del PIB en 1998. Esto indica que el pago neto de intereses ha crecido más de lo que lo ha hecho el déficit fiscal. Por lo tanto, el deterioro que se observa en las mediciones tradicionales del déficit obedece en parte a la creciente carga de los intereses.

Un hecho similar se aprecia en la evolución de los pagos totales del Gobierno Central, que pasaron de 17,6% del PIB en 1996 a 18,3% en 1997, nivel que, de acuerdo con las estimaciones, se mantendrá en 1998. Al excluir el pago de intereses los pagos del gobierno se reducirán de 15,7% del PIB en 1997 a 15,3% del PIB en 1998.

Otra medición del déficit fiscal resulta de tener en cuenta también los rezagos presupuestales. En la medida en que en el pasado no se tomaban en cuenta dichos rezagos, se subestimaba el déficit fiscal. Al contrario, cuando se disminuye el rezago, la metodología de caja subestima el ajuste fiscal que se lleva a cabo. En el déficit real del Gobierno, ajustado por el rezago presupuestal que se proyecta para 1998, se quiebra la tendencia creciente que traía desde 1993. En el cuadro 13 se observa que entre 1993 y 1997 los déficit tradicionales son inferiores a aquellos que incluyen el efecto del rezago; esa situación se revierte en 1998, cuando se estima que el déficit ajustado será 0.2% del PIB inferior al déficit tradicional.

Cuadro 13  
**Déficit del Gobierno Central observado y ajustado  
 por el rezago presupuestal**  
 (Como porcentaje del PIB)

	Déficit Gobierno Nacional Central Observado	Déficit Gobierno Nacional Central Ajustado
1990	(0,68)	(0,32)
1991	0,44	0,26
1992	0,16	0,14
1993	(0,33)	(0,50)
1994	(1,28)	(1,54)
1995	(2,39)	(3,27)
1996	(3,73)	(4,44)
1997	(4,61)	(4,68)
1998	(4,53)	(4,31)

Fuente: Confis.

Los rubros de mayor crecimiento al interior de los gastos del Gobierno Central son las transferencias, con tasas anuales de crecimiento nominal del 23,1% en 1997 y 27,5% en 1998; dentro de estas se destaca la cuenta de Participaciones Municipales que crece al 25,2% y 27,3% nominal para estos años, respectivamente. Los otros rubros de alto crecimiento son los intereses, con tasas anuales de 48,6% en 1997 y 39,3% en 1998. Y el pago de pensiones del Gobierno, que crece a tasas anuales de 24,2% y 26,4%, respectivamente.

Es necesario, también, tener en cuenta que los excedentes de caja del ISS empiezan a crecer cada vez menos durante los próximos años. De acuerdo con estimaciones preliminares, el superávit de este sector pasaría de representar el 2,2% del PIB en 1996 al 0,8% del PIB en el año 2000. Esta reducción obedece, principalmente, a que los excedentes del sistema general de pensiones caen a raíz de la menor relación afiliado/pensionado. Mientras esta relación alcanzó el 12,3 en 1990, se estima que la competencia de los fondos privados y el aumento en el número de pensionados la reduzca al 4,8 en el año 2000.

La reducción de los excedentes de caja del ISS afecta el mecanismo de financiamiento doméstico del Gobierno Central utilizado durante los últimos años. Cada vez es menor la posibilidad de financiamiento a través de los excedentes de caja del Instituto del Seguro Social, y, adicionalmente, el Gobierno tendrá que atender montos importantes del servicio de la deuda adquirida con esta institución (el 43% del saldo actual de TES corresponde al ISS). De acuerdo con trabajos recientes sobre la sostenibilidad del régimen de prima media se requiere que las reservas del ISS tengan una rentabilidad anual entre 6 y 7 puntos porcentuales reales. Este costo, bajo el mecanismo de financiamiento actual, en el cual casi la totalidad de las reservas del ISS están colocados en TES, debe ser cubierto por el Gobierno Nacional.

En conclusión, no obstante los esfuerzos que se han hecho para ajustar las finanzas públicas, la realidad es que la tendencia actual es insostenible en el mediano plazo. En ausencia de una corrección oportuna, se transitará por la senda de un precario equilibrio macroeconómico, vulnerable a cambios en las condiciones externas. La sociedad en su conjunto debe ser consciente de que entre más se posponga este ajuste, más alto será su costo en términos de bienestar. Por ello es imperioso lograr un consenso sobre una estrategia que permita corregir los problemas estructurales que aquejan a la finanzas públicas. En su defecto, se pondrá en riesgo la estabilidad macroeconómica a mediano plazo, lo cual tendrá consecuencias adversas sobre la reducción de la inflación, el mejoramiento y la estabilidad de la tasa de cambio real y las posibilidades de crecimiento de largo plazo.

## ***IV. SITUACION FINANCIERA DEL BANCO DE LA REPUBLICA***

### **A. Situación financiera**

#### ***Estructura financiera a junio de 1997***

Al cierre del primer semestre del presente año los activos del Banco de la República suman \$ 14.248 mm., representados así: 79,2% en las reservas internacionales, 7,5% en aportes a organismos internacionales, 6,7% en crédito interno y 6,6% en otros activos. Por su parte, los pasivos y el patrimonio equivalen al 74,1% y 25,9% del activo, respectivamente. Dentro de los primeros la distribución es la siguiente: pasivos monetarios 64,2%, los títulos de regulación monetaria y cambiaria 19,5% y otros pasivos 16,3%.

Con relación al patrimonio sus componentes, son: ajuste de cambios total<sup>24</sup> con el 93,2% y capital, reservas y resultados del presente ejercicio el 6,8% (Cuadro 14).

### *Proyección de resultados a diciembre de 1997*

Para 1997 se proyecta un crecimiento de los activos del Banco de la República de \$ 3.067 mm., de los pasivos de \$ 1.543 mm., y del patrimonio de \$ 1.524 mm. Este incremento de los activos está calculado sobre el escenario alto de acumulación de las reservas internacionales de US\$ 1.290 m. y devaluación nominal del 15%, y el descenso en el valor de las inversiones y en la cartera de créditos. La valorización del activo por cuenta de la devaluación se compensa con el incremento del “ajuste cambiario” en el patrimonio. Por su parte, se proyecta que las inversiones del Banco se reducen en \$ 271 mm., debido al efecto combinado de la amortización de los TES representativos de la deuda consolidada del Gobierno y de la valoración a precios de mercado de dichas inversiones. La menor cuantía de la cartera de créditos refleja el proceso de marchitamiento de las antiguas líneas de crédito intermediadas por el Banco de la República. A su vez, la evolución esperada del pasivo se explica por el aumento programado de la base monetaria, 20%, y por el crecimiento requerido de los títulos de participación para esterilizar los efectos monetarios expansivos, que desbordan la meta de base, de la acumulación prevista de reservas internacionales (Cuadro 14).

Como se observa, dadas las metas de base y devaluación, una reducción en la acumulación de reservas se reflejaría en un menor saldo de títulos de participación. La relación es del orden de \$ 113 mm menos de títulos de participación por cada US\$ 100 m; menos de acumulación de reservas, o un incremento similar en caso contrario. Es decir, al rango programado de variación de reservas entre US\$ 700 m. y US\$ 1.290 m, le corresponden saldos de títulos de participación entre \$ 910 mm. y \$ 1.570 mm, respectivamente.

Continuando con el escenario de máxima acumulación de reservas internacionales, US\$ 1.290 m, en lo que respecta al estado de resultados, se proyecta que el Banco de la República arrojará utilidades durante el presente año por \$ 61 mm. (Cuadro 15). Comparada con la proyección presentada en el Informe al Congreso del pasado mes de marzo, en la cual se estimaban pérdidas por \$ 32 mm., la actual registra mayores ingresos originados en los rubros “moneda emitida y metales preciosos”,

**Cuadro 14**  
**Balance del Banco de la República - Resultados de 1996,**  
**Junio 1997 y proyección 1997**

(Miles de millones de pesos)

	Diciembre 1996		Junio 1997(*)		Diciembre 1997(Proy.)	
	Saldos	Participación %	Saldos	Participación %	Saldos	Participación %
<b>Activos</b>	12.798,9	100,0	14.248,1	100,0	15.865,6	100,0
Reservas internacionales brutas	9.979,7	78,0	11.289,4	79,2	12.989,2	81,9
Aportes en organismos internacionales	1.032,5	8,1	1.069,5	7,5	1.086,5	6,8
Inversiones	716,1	5,6	636,5	4,5	445,2	2,8
Sector público	716,1	5,6	636,5	4,5	445,2	2,8
Sector financiero	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sector privado	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cartera de créditos	331,7	2,6	312,2	2,2	280,9	1,8
Sector público Gobierno Nacional	5,0	0,0	4,9	0,0	4,9	0,0
Bancos comerciales	88,3	0,7	81,7	0,6	76,8	0,5
Corporaciones financieras	190,1	1,5	183,2	1,3	175,7	1,1
Corporaciones de ahorro y vivienda	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resto del sistema financiero	48,3	0,4	42,4	0,3	23,5	0,1
Expansión de crédito interno REPOS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cuentas por cobrar	92,7	0,7	103,2	0,7	103,2	0,7
Otros activos netos	646,2	5,0	837,3	5,9	960,6	6,1
<b>Pasivo y patrimonio</b>	12.798,9	1000,0	14.248,1	100,0	15.865,6	100,0
Pasivo M/E que afectan reservas internacionales	43,8	0,3	115,8	0,8	54,2	0,3
Base monetaria	6.627,3	51,8	6.784,0	47,6	7.952,9	50,1
Billetes en circulación	3.887,8	30,4	3.640,6	25,6	4.667,1	29,4
Moneda de tesorería	232,5	1,8	256,0	1,8	272,4	1,7
Depósitos para encaje bancos	1.589,7	12,4	1.958,8	13,7	1.907,2	12,0
Depósitos en Cta. Cte. resto sec. financ.	917,3	7,2	928,6	6,5	1.106,2	7,0
Otros depósitos del sector financiero	233,2	1,8	60,2	0,4	60,2	0,4
Pasivos Gobierno Nacional	55,6	0,4	37,6	0,3	43,0	0,3
Obligac. organismos internacionales	942,7	7,4	957,1	6,7	955,4	6,0
Pasivos por líneas externas	162,9	1,3	166,3	1,2	169,8	1,1
Títulos de regulación monetaria y cambiaria	1.360,9	10,6	2.057,7	14,4	1.694,6	10,7
Títulos de participación	1.263,0	9,9	1.951,2	13,7	1.572,8	9,9
Certificados de cambio	0,8	0,0	0,7	0,0	0,7	0,0
Títulos a favor de las CAV.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros	97,1	0,8	105,8	0,7	121,1	0,8
Cuentas por pagar	20,3	0,2	77,3	0,5	73,1	0,5
Otros pasivos	305,3	2,4	307,3	2,2	291,7	1,8
Patrimonio total	3.046,9	23,8	3.684,7	25,9	4.570,7	28,8
Capital	12,7	0,1	12,7	0,1	12,7	0,1
Reservas	100,7	0,8	136,3	1,0	136,3	0,9
Superávit patrimonial	2.604,2	20,3	3.432,3	24,1	4.169,7	26,3
Liquidación CEC	453,5	3,5	453,5	3,2	453,5	2,9
Ajuste cambiario 1993 en adelante y superávit	2.150,7	16,8	2.978,8	20,9	3.716,2	23,4
Valorización	191,2	1,5	191,2	1,3	191,2	1,2
Resultados	138,1	1,1	(87,8)	(0,6)	60,8	0,4
Utilidades y/o pérdidas anteriores	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Utilidades y/o pérdidas del ejercicio	138,1	1,1	(87,8)	(0,6)	60,8	0,4

(\*) Cifras sujetas a revisión.

(Proy.): Cifras proyectadas.

Fuente: Banco de la República



Cuadro 15

**Estado de pérdidas y ganancias - Banco de la República, 1996,  
Junio 1997 y proyección 1997**

(Miles de millones de pesos)

	1996		Junio 1997(*)		1997(Proy.)	
	Flujos	Participación %	Flujos	Participación %	Flujos	Participación %
<b>I. Ingresos totales</b>	607,4	100,0	373,0	100,0	1.028,5	100,0
1. Ingresos operacionales	561,0	92,4	330,1	88,5	947,8	92,2
Intereses y rendimientos	475,8	78,3	172,5	46,2	674,4	65,6
Reservas internacionales netas	212,3	35,0	57,2	15,3	442,5	43,0
Gobierno Nacional	0,2	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0
Líneas externas	51,9	8,5	21,2	5,7	48,0	4,7
Res. 33/84 deuda privada	1,5	0,2	0,2	0,1	0,7	0,1
Valoración inversiones M/N prec. mdo.	204,0	33,6	92,2	24,7	180,7	17,6
Otros	6,0	1,0	1,5	0,4	2,4	0,2
Comisiones	29,5	4,9	16,4	4,4	33,4	3,2
Servicios bancarios	26,2	4,3	14,4	3,9	30,4	3,0
Metales preciosos	0,9	0,2	0,2	0,1	0,0	0,0
Compraventa divisas	2,4	0,4	1,8	0,5	3,0	0,3
Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Diferencias en cambio	23,1	3,8	59,8	16,0	102,3	9,9
Moneda emitida y metales preciosos	28,9	4,8	79,4	21,3	133,0	12,9
Otros	3,6	0,6	2,0	0,5	4,7	0,5
2. Ingresos no operacionales	46,4	7,6	43,0	11,5	80,7	7,8
<b>II. Egresos totales</b>	469,3	100,0	460,9	100,0	967,8	100,0
1. Egresos operacionales	468,6	99,9	460,4	99,9	967,2	99,9
Intereses y rendimientos	126,2	26,9	242,1	52,5	500,2	51,7
Reservas internacionales netas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Títulos de participación	113,1	24,1	236,2	51,2	485,5	50,2
Certificados de cambio	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Títulos canjeables	1,3	0,3	0,5	0,1	1,1	0,1
Títulos CAV	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Líneas externas	11,8	2,5	5,4	1,2	13,7	1,4
Comisiones y honorarios	0,2	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0
Diferencias en cambio	7,4	1,6	33,2	7,2	58,3	6,0
Certificados de cambio	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,0
Líneas externas	2,8	0,6	13,6	3,0	27,9	2,9
Otros	4,6	1,0	19,6	4,2	30,1	3,1
Valorización inversiones M/N (R.200)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Costo de emisión especies monetarias	26,4	5,6	13,8	3,0	34,1	3,5
Gastos de personal	109,7	23,4	60,9	13,2	133,1	13,8
Pensiones de jubilación	147,6	31,5	86,5	18,8	175,8	18,2
Otros	51,0	10,9	23,9	5,2	65,5	6,8
2. No operacionales	0,7	0,1	0,4	0,1	0,6	0,1
<b>III. Utilidades o pérdidas del ejercicio incluida la depreciación</b>	138,1	29,4	(87,8)	(19,1)	60,8	6,3

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

\$ 64 mm., y “valoración de inversiones M/N a precios de mercado”, \$ 40 mm. Los mayores ingresos del primer rubro se deben a una recomposición de la emisión de moneda, de \$ 200 a \$ 1.000, para atender la mayor demanda del mercado por ésta última. En lo referente al segundo rubro, el aumento de los ingresos obedece a la reducción que se ha registrado en las tasas de interés internas, lo cual ha originado una valorización de las inversiones.

Es de anotar que los egresos por concepto de los costos de los títulos de participación se mantienen en un nivel similar a lo proyectado en marzo pasado, a pesar de que la acumulación de reservas prevista para el año es superior, lo cual se explica por un efecto compensatorio asociado a los menores requerimientos de OMA, como resultado del cambio de la meta de crecimiento anual de la base monetaria del 16% al 20%. También se debe señalar que el rendimiento proyectado de las reservas internacionales es inferior en \$ 30 mm. respecto a la proyección de marzo, debido a que entre enero y junio se realizaron pérdidas por diferencial cambiario, como consecuencia de la revaluación del dólar. Para los siguientes meses se supone que el citado comportamiento del dólar se modifica, de tal forma que no se realizarían pérdidas adicionales y se reversarían las desvalorizaciones causadas hasta junio.

Por último, es importante mencionar que la sensibilidad de la proyección del Estado de Pérdidas y Ganancias del Banco de la República al cambio de acumulación de reservas, para lo que resta de 1997, es de un incremento en las utilidades de \$ 9 mm., por cada US\$ 100 m., de menor acumulación promedio, como resultado de la reducción en el costo de la política monetaria y del menor rendimiento de las reservas. En caso contrario, tendríamos unas menores utilidades en el mismo orden de magnitud.

## **B. Reservas internacionales**

### *Criterios de administración*

El Banco de la República administra las reservas internacionales teniendo en cuenta criterios de seguridad, liquidez y rentabilidad. Obedeciendo a estos criterios y con el objeto de velar por el cumplimiento en el pago de las obligaciones externas del país, las reservas se invierten en activos financieros con un amplio mercado secundario y una parte de ellas se mantiene en forma de capital de trabajo, garantizando así su disponibilidad inmediata.

En línea con lo anterior, el portafolio de inversiones guarda correspondencia con la distribución por monedas de las operaciones del país con el exterior. Al finalizar junio de 1997, la composición del portafolio de inversiones fue la siguiente: dólares americanos, 76%; marcos alemanes, 15%; yenes japoneses, 7%; y otras monedas 2%<sup>25</sup>. Cabe anotar que esta política de inversión, en el corto plazo, puede traer como consecuencia ingresos o egresos extraordinarios producto de las variaciones de las tasas de cambio de las monedas frente al dólar; sin embargo, permite un equilibrio entre la composición de las reservas internacionales y la de los pagos externos.

### ***Saldo de las reservas internacionales***

En junio de 1997, las reservas internacionales netas<sup>26</sup> alcanzaron un monto de US\$ 10.271 m., con un incremento de US\$ 375 m. frente al saldo obtenido al finalizar el año anterior (Cuadro 16). Del saldo total, US\$ 9.608 m., 93,5%, corresponde a inversiones financieras en el exterior en depósitos y títulos valores y el saldo restante, US\$ 663 m., 6,5%, está representado de la siguiente forma: US\$ 424 m. en aportes al Fondo Monetario Internacional y al Fondo Latinoamericano de Reservas, US\$ 174 m. en Derechos Especiales de Giro (DEG), US\$ 172 m. en oro, pesos andinos, disponibilidades en caja y cuentas por cobrar y US\$ 106 m., en pasivos de corto plazo, los cuales afectan negativamente las reservas.

Del monto de las inversiones financieras, el Banco de la República gestiona en forma directa US\$ 8.680 m. y bajo la administración de las *firmas Barclays de Zoette Wedd y J. P. Morgan Investment Management* US\$ 929 m., según estrictas pautas acordadas con el Banco.

### ***Seguridad, liquidez y rendimiento del portafolio***

El portafolio de inversiones en junio de 1997, incluyendo el de gestión directa y el entregado en administración, está colocado en un 66% en papeles de gobiernos soberanos y en un 34% en instituciones bancarias. El riesgo crediticio de las inversiones, de acuerdo con las entidades calificadoras de riesgo<sup>27</sup>, es el siguiente: el 70,9% "AAA", el 12,5% "AA-", el 8,4% "AA +" y el 8,2% "AA".

En junio de 1997, el capital de trabajo para asegurar la disponibilidad de divisas inmediata fue de US\$ 997 m. Su monto en cada momento del

**Cuadro 16**  
**Principales componentes de las reservas internacionales**  
(Millones de dólares)

Descripción	Diciembre 1995	Participación %	Diciembre 1996(p)	Participación %	Junio 1997(p)	Participación %
Caja	22.7	0.3	18.2	0.2	29.2	0.3
Efectivo en caja	19.2	0.2	17.0	0.2	24.3	0.2
Depósitos a la orden	3.5	0.0	1.2	0.0	4.9	0.0
Inversiones	7,723.9	92.8	9,184.4	92.8	9,608.4	93.5
Portafolio directo	7,030.4	84.5	8,263.4	83.5	8,679.5	84.5
Portafolio en administración	693.5	8.3	921.0	9.3	928.9	9.0
Cuentas por cobrar	1.3	0.0	0.2	0.0	0.7	0.0
Oro	103.5	1.2	93.5	0.9	118.6	1.2
Caja	5.6	0.1	3.0	0.0	1.5	0.0
Custodia	97.9	1.2	90.5	0.9	117.1	1.1
Fondo Monetario Internacional	377.8	4.5	413.3	4.2	387.6	3.8
Derechos especiales de giro	176.7	2.1	176.4	1.8	173.9	1.7
Posición de reservas	201.1	2.4	236.9	2.4	213.7	2.1
Fondo Latinoamericano de Reservas	220.0	2.6	230.0	2.3	230.0	2.2
Aportes	200.0	2.4	210.0	2.1	210.0	2.0
Pesos andinos	20.0	0.2	20.0	0.2	20.0	0.2
Convenios internacionales	8.1	0.1	0.6	0.0	3.1	0.0
<b>Total reservas brutas</b>	<b>8,457.3</b>	<b>101.6</b>	<b>9,940.2</b>	<b>100.4</b>	<b>10,377.6</b>	<b>101.0</b>
Pasivos a corto plazo	132.8	1.6	43.6	0.4	106.4	1.0
Organismos internacionales	4.7	0.1	3.2	0.0	3.2	0.0
Saldo convenios internacionales	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.0
Ordenes de pago no presentadas al cobro	6.8	0.1	5.8	0.1	0.0	0.0
Depósitos cuenta corriente tesorería	42.9	0.5	24.0	0.2	34.7	0.3
Depósitos cta. cte. otras entidades	74.0	0.9	9.3	0.1	8.3	0.1
Cuentas por pagar en compra inversiones	4.4	0.1	1.3	0.0	60.1	0.6
<b>Total reservas netas</b>	<b>8,324.5</b>	<b>100.0</b>	<b>9,896.6</b>	<b>100.0</b>	<b>10,271.2</b>	<b>100.0</b>

(p) Provisional.

Fuente: Banco de la República

tiempo está determinado en función del promedio mensual de los pagos por importaciones de bienes, según la balanza cambiaria y las cuentas de compensación en el exterior. Estos recursos se mantienen en activos financieros con liquidez inmediata.

Los ingresos netos causados de las reservas entre enero y junio de 1997 ascendieron a US\$ 53 m., producto de rendimientos por US\$ 269 m. y de egresos por US\$ 216 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.

## NOTAS

- 1 El nivel *general* de precios se puede medir de varias maneras, dependiendo de la canasta de bienes que se incluya dentro del adjetivo *general*. La forma más común es una canasta de bienes y servicios consumidos por los agentes, divididos estos entre empleados y obreros. La misma se conoce como Índice de Precios al Consumidor, y, en la actualidad, está compuesta por 195 bienes y servicios. Naturalmente, tanto la selección de estos bienes como la ponderación de cada uno de ellos en la canasta, debe cambiar a través del tiempo. El hecho de que las modificaciones de la canasta sean necesariamente esporádicas puede introducir sesgos indeseables en la misma. Existen otras canastas, como el Índice de Precios al Productor, o el deflactor del PIB. Este último, más comprensivo en la cantidad de bienes que incluye, tradicionalmente ha estado disponible con periodicidad anual, y con un atraso que lo hace poco útil para medir la inflación oportunamente.
- 2 Para la descripción del caso exitoso de Nueva Zelanda, véase: Brash, Donald T. (1996) "Reducing Inflation in New Zealand: Some Practical Issues", en *Achieving Price Stability, A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City*.
- 3 Como es natural, se debe tener cautela al analizar un episodio específico. En particular, se puede argumentar que la oferta de alimentos es inelástica al precio en el corto plazo. Por lo tanto, si hubiese un choque de demanda agregada, el mismo se manifestaría, en primer lugar, en un aumento en el precio de los alimentos. En este caso, dichos precios, más que un choque sectorial de oferta, estarían señalando un fenómeno de demanda agregada. En general se debe adjuntar un conjunto más amplio de información en cada episodio específico, que permita identificar qué fuerzas están generando el salto en los precios de los alimentos.
- 4 Los servicios excluidos, son: alquileres, servicios públicos, matrículas y pensiones, parqueaderos, hoteles, etcétera.
- 5 King, Mervyn (1996) "How Should Central Banks Reduce Inflation? - Conceptual Issues, *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Fourth Quarter, Vol. 81, No. 4.
- 6 La exposición rigurosa de estos planteamientos se encuentra en: Castaño, Elkin (1997) "Combinación de Pronósticos", mimeo, Universidad de Antioquia.
- 7 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.
- 8 Los servicios estatales incluyen: gas, cocinol o petróleo, energía, acueducto, teléfono residencial, gasolina para carros y correos. La tendencia durante los años noventa ha sido actualizar las tarifas de forma que se reduzcan los subsidios al consumo de la población con mayores ingresos. El repunte de estos precios en 1996 se explicó básicamente por los reajustes en el precio de la energía, en especial en el estrato 4. Otro efecto que está activo durante el presente año es la actualización de los estratos de facturación, que también afecta los precios al alza.
- 9 M1= Efectivo en poder del público + depósitos en cuenta corriente del sistema bancario.  
M3= Efectivo en poder del público + pasivos sujetos a encaje.  
Los pasivos sujetos a encaje incluyen los depósitos en cuenta corriente, los certificados de depósito a término del sistema financiero, los depósitos ordinarios de las corporaciones de ahorro y vivienda (CAV), los depósitos de ahorro del sistema financiero, los depósitos fiduciarios de los bancos y otros depósitos a la vista.
- 10 Se refiere a la encuesta diaria del Banco de la República hasta marzo 3 de 1995. En adelante, encuesta diaria Superintendencia Bancaria, promedio ponderado de los CDT a 90 días de bancos y corporaciones.

- 11 Además, Ecopetrol tiene previsto colocar bonos de deuda pública interna por \$ 160 mm., las entidades territoriales por \$ 312 mm. e ISA por US\$ 50 m. Se tiene prevista también una reducción en el saldo de TAC de \$ 76 mm.
- 12 Decreto 80 de enero 13 de 1997.
- 13 Decreto 81 de enero 13 de 1997.
- 14 Resolución Externa No. 4 de marzo 12 de 1997.
- 15 Resolución Externa No. 5 de mayo 19 de 1997.
- 16 Antes de esta modificación el título del depósito era expedido en dólares de los Estados Unidos, por lo que el tenedor recuperaba la devaluación nominal y no corría con el riesgo cambiario. Existe la alternativa de no hacer el depósito, y pagarle al Banco de la República el equivalente a los intereses dejados de devengar en 18 meses.
- 17 Este monto incluye la compraventa de divisas de los intermediarios financieros al Banco de la República, variación de liquidez en moneda extranjera del sistema financiero y recuperación de cartera de líneas externas del Emisor.
- 18 Hasta la fecha se tienen causaciones, valuaciones y provisiones por US\$ 36 m. y los pasivos de corto plazo del Banco de la República aumentaron en US\$ 63 m..
- 19 Este rango se debe a la utilización que se haga de los recursos provenientes de las privatizaciones.
- 20 Se espera exportar 628 mil barriles diarios (mbd) a un precio promedio de US\$ 18 por barril.
- 21 Explicado también por las mayores exportaciones de petróleo.
- 22 Este cálculo se realizó restando del monto de las reservas internacionales actuales: i) el valor de las exportaciones de hidrocarburos, y ii) la inversión extranjera en petróleo. Y, por otra parte, se agregan: i) las utilidades remitidas al exterior por parte de las compañías privadas; ii) las exportaciones no reintegradas, y iii) las importaciones asociadas a la inversión del sector.
- 23 Los ejercicios tradicionales de programación financiera, que se han utilizado en el pasado para evaluar la consistencia de las variables macroeconómicas arrojan los siguientes resultados: con un supuesto de crecimiento nominal del portafolio financiero del 24%, y del crédito privado al 21.2%, se obtiene una diferencia entre el déficit proyectado y el financiable de 1.8% del PIB. Alternativamente, si el portafolio crece al 29%, y en ausencia de una recuperación del crédito del sector privado por encima del crecimiento del PIB, la diferencia entre el déficit financiable y el proyectado disminuye al 0.7% del PIB.
- 24 Incluyendo el resultante de la liquidación de la Cuenta Especial de Cambios, (CEC).
- 25 Las inversiones en otras monedas tienen cobertura cambiaria frente al yen japonés y al marco alemán.
- 26 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.
- 27 *Standard Poors, Moodys e IBCA.*