

# NOTA EDITORIAL

## INFORME DE LA JUNTA AL CONGRESO DE LA REPUBLICA

### *I. INTRODUCCIÓN*

La Constitución Nacional establece como objetivo de la política del Banco de la República velar por la estabilidad de precios. Para entender la dimensión de esta función es bueno abordar las particularidades del proceso inflacionario de nuestro país. Colombia ha vivido durante los últimos veinticinco años una inflación *moderada y persistente*. En efecto, desde 1973 la misma ha fluctuado entre el 20% y el 30%, lo que constituye un proceso único en el mundo desde el final de la Segunda Guerra Mundial. Hay países que han experimentado inflaciones similares a la nuestra durante períodos de tres a cinco años; luego de lo cual, dependiendo del caso, han seguido bien una senda de creciente inestabilidad de precios, conducentes hacia muy altos niveles de inflación; o bien, han logrado tasas moderadas. Pero ninguna autoridad monetaria, en la historia reciente, ha enfrentado un tipo de convivencia con la inflación tan peculiar como la que experimenta Colombia.

El hecho de que otras economías en desarrollo, y en particular los países de nuestro hemisferio, hubiesen experimentado altísimos grados de inestabilidad durante las décadas de los setenta y los ochenta, favoreció la visión de que Colombia constituía un ejemplo de estabilidad. No obstante, a nivel internacional inevitablemente se llegó al consenso de valorar la estabilidad de precios y de adoptar reglas monetarias estrictas, lo que ha

llevado a economías similares a la nuestra a alcanzar tasas de inflación de un dígito. Esta tendencia deja a nuestro país como uno de los pocos que sufren una inflación endémica y relativamente alta.

La inflación es costosa por varias razones. i) Constituye un impuesto sobre los saldos nominales en poder de individuos y empresas. Este impuesto afecta en particular a aquellos agentes que no pueden reajustar rápidamente sus contratos nominales. ii) Las altas tasas de inflación, y en particular su variabilidad, reducen la capacidad de predicción en la economía, y obligan a los agentes a invertir recursos para protegerse de ella. Finalmente, iii) esta incertidumbre puede tener costos en el crecimiento de largo plazo de la economía.

El Banco de la República recibió el mandato constitucional de velar por la estabilidad de precios, tarea justificada por razones bien fundadas. Al analizar sus resultados se debe tener presente que enfrenta una inflación persistente con elementos inerciales. Es desde esta óptica que deben evaluarse los resultados que se presentan en este Informe. Ha habido ganancias en la lucha contra la inflación. El hecho de que las mismas se manifiesten lentamente se debe atribuir a que no existe un convencimiento de los altos costos que ella representa. Se necesita que la sociedad acepte que es necesario hacer sacrificios en el presente para romper con ese comportamiento secular. Por fortuna se enfrenta en 1997 la posibilidad de romper el piso histórico, del veinte por ciento, de nuestra inflación.

Proponemos, en el presente Informe, una postura coherente en las políticas monetaria, cambiaria y crediticia, acompañada de un consenso de mayor disciplina fiscal. El cumplimiento de estos propósitos debe llevar a la economía a un proceso gradual y sostenido de disminución de la inflación, sin incurrir en costos adicionales para la actividad económica real y para la generación de empleo. No obstante, en ausencia de un reordenamiento estructural en las finanzas del Estado será ilusorio esperar logros sustanciales tanto en el frente inflacionario, como en el cambiario.

Por consiguiente, se reitera la urgencia de que el gobierno, en todos sus niveles, y el Congreso de la República continúen el análisis de la situación de las finanzas públicas, y promuevan un reordenamiento estructural de aquellos factores que en los últimos años han creado sensibles perturbaciones en la generación de ahorro del sector público. Tal como se describe en las siguientes páginas, las cifras fiscales y los nuevos desarrollos en el

frente externo plantean un panorama preocupante para el logro de estabilidad y el crecimiento de largo plazo de la economía, que requerirán esfuerzos fiscales adicionales a los ya efectuados.

## ***II. LA POLÍTICA ECONÓMICA DURANTE 1996***

La Junta Directiva decidió orientar su política hacia el logro de una meta de inflación de 17% para 1996, con base en una estrategia de reducción gradual de la inflación y conforme con la programación macroeconómica acordada para dicho año. En el ejercicio de programación presentado en el Informe de la Junta Directiva al Congreso en marzo del año pasado, se mostró que la meta de inflación era coherente con un déficit del sector público no financiero que no sobrepasara el 0.6% del PIB, y un crecimiento del crédito del sector financiero al sector privado no superior al 29%. Los resultados para estas dos variables fueron 1.04% del PIB y 25.3%, respectivamente.

Las herramientas de política más importantes durante el año fueron los corredores indicativos de evolución de ciertos agregados monetarios, y la banda de la tasa de cambio nominal. Los primeros fueron construidos a partir de un modelo de demanda, que contemplaba su evolución teniendo en cuenta el crecimiento esperado del PIB nominal y la tasa de interés. La banda cambiaria, a su vez, mantuvo las mismas características de 1995. El objeto de esta sección es proveer un análisis detallado de estas variables durante 1996.

### **A. Política monetaria y crediticia**

A comienzos de 1996 la Junta Directiva aprobó *corredores* para los agregados monetarios de Medios de Pago (M1) y Oferta Monetaria Ampliada (M3)<sup>1</sup> que implicaban una tasa anual de crecimiento, en su punto medio, de 23% y 31.4%, respectivamente. Estos corredores fueron revisados por la Junta a mediados de año, teniendo en cuenta el menor nivel de actividad económica y el nivel de tasas de interés observado durante el primer semestre. Las tasas de crecimiento anual de M1 y del agregado "M3+Bonos", usadas para determinar los corredores del segundo semestre, fueron 20.6% y 27.0%, respectivamente. Durante buena parte del año se estuvo por debajo de estos corredores.

Con base en la *revisión de la situación monetaria de mitad de año*, la Junta decidió adoptar políticas de irrigación de liquidez, ya que la oferta de dinero se encontraba aún por debajo de los nuevos corredores. Teniendo en cuenta esta situación, se aprovechó para disminuir los niveles y la dispersión de los encajes, lo cual explica, en parte, el descenso de las tasas de interés. De otro lado, las reservas internacionales disminuyeron hasta el tercer trimestre, momento en el cual se revirtió esta tendencia. Se inició entonces un proceso de acumulación que se acentuó de manera especial en diciembre, cuando se presentó un incremento abrupto de reservas internacionales, cuya esterilización requirió un incremento importante del monto de las Operaciones de Mercado Abierto, OMA (Títulos del Banco de la República en circulación). A continuación se explica en algún detalle las medidas de encaje y las OMA.

En materia de *encajes* se redujo la dispersión y el nivel del encaje promedio, requerido sobre los diferentes tipos de depósitos del sistema financiero<sup>2</sup>. En particular, se redujo el encaje a los depósitos a la vista del 40% al 21% y se continuó el proceso de eliminar las inversiones sustitutivas del encaje. Como consecuencia de la evolución de los medios de pago y los denominados cuasidineros, así como de las medidas ya mencionadas, la *demanda de reserva* bancaria se modificó, al punto que el encaje promedio presentado se redujo en un 10%, al pasar del 13% en diciembre de 1995 al 11.7% a finales de 1996. Esta menor demanda de reserva bancaria, junto con el bajo crecimiento de los agregados monetarios, hizo que la base monetaria también se apartara de sus patrones históricos y alcanzara un crecimiento anual de 10.6% para 1996 (Cuadro 1).

En cuanto a *los títulos del Banco en circulación*, estos representaban \$ 217 miles de millones (mm) a finales de 1995, menos del 5% de la base monetaria. El saldo de tales títulos permaneció en niveles moderados durante la primera parte del año, pero se elevó de manera importante a finales de 1996, llegando a \$ 1.263 mm. (Cuadro 2 y Gráfico 1). La situación anterior se explica por la necesidad de esterilizar el incremento de las reservas internacionales de fin de año y defender la banda cambiaria (Cuadro 3).

Con base en el uso de estos instrumentos, al cierre del año *se dio cumplimiento al crecimiento indicativo* que, en materia de agregados monetarios, se trazó la Junta Directiva. La *demanda de medios de pago* mostró un cambio significativo que la apartó del comportamiento esperado, al punto que su saldo se situó de manera sistemática por debajo del límite

Cuadro 1.  
Crecimiento anual de los agregados monetarios  
(Porcentajes)

Período	Base	M1	M2	M3	M4	
<b>1992</b>	Diciembre	44,7	41,0	38,7	38,4	32,8
<b>1993</b>	Enero	48,4	38,9	34,0	34,4	27,8
	Febrero	40,8	35,5	31,8	34,4	29,5
	Marzo	41,7	34,0	31,1	32,2	28,2
	Abril	32,9	30,3	31,1	31,3	27,4
	Mayo	37,0	31,3	31,7	31,9	27,1
	Junio	34,1	30,4	34,0	32,9	24,2
	Julio	34,6	34,2	39,4	40,8	32,9
	Agosto	38,4	34,6	43,1	45,5	37,7
	Septiembre	36,0	36,6	40,6	42,7	39,6
	Octubre	35,6	34,0	40,1	42,1	38,7
	Noviembre	37,7	40,2	45,3	46,2	42,6
	Diciembre	33,4	30,0	40,9	43,4	36,0
<b>1994</b>	Enero	35,9	33,6	43,9	46,3	38,8
	Febrero	36,4	37,8	45,2	43,9	36,0
	Marzo	38,3	37,4	43,6	44,4	34,8
	Abril	35,0	32,1	41,2	44,6	34,2
	Mayo	29,3	31,2	44,7	47,0	34,7
	Junio	29,8	30,4	38,7	41,4	33,1
	Julio	33,6	32,7	39,1	39,5	28,9
	Agosto	24,7	32,6	39,7	38,9	28,7
	Septiembre	31,9	30,0	41,1	40,8	31,2
	Octubre	31,0	30,2	38,7	38,9	30,8
	Noviembre	32,1	30,6	38,2	37,5	30,7
	Diciembre	27,5	25,3	38,0	37,3	33,8
<b>1995</b>	Enero	26,2	22,7	36,2	35,6	31,7
	Febrero	25,8	19,1	37,3	36,0	31,6
	Marzo	15,9	19,3	39,1	37,9	35,5
	Abril	26,1	19,1	39,4	37,9	35,2
	Mayo	26,5	15,8	35,4	35,3	34,1
	Junio	22,6	17,8	38,3	37,8	37,0
	Julio	18,6	16,8	35,7	34,4	35,9
	Agosto	20,8	12,9	32,2	31,6	32,7
	Septiembre	20,1	12,9	33,7	32,8	31,2
	Octubre	18,1	12,0	34,4	33,3	32,6
	Noviembre	15,7	14,0	28,5	28,2	27,5
	Diciembre	11,2	19,7	26,1	26,0	25,9
<b>1996</b>	Enero	15,9	13,3	24,7	24,4	23,9
	Febrero	8,8	15,4	22,9	22,8	22,7
	Marzo	22,5	18,9	19,8	20,5	19,9
	Abril	8,6	13,9	19,0	18,8	22,0
	Mayo	5,6	14,3	18,1	16,8	19,1
	Junio	6,6	15,0	16,3	16,7	19,7
	Julio	8,3	9,1	16,6	16,7	18,4
	Agosto	6,9	10,3	16,3	17,1	19,1
	Septiembre	5,2	14,7	14,5	14,7	17,4
	Octubre	(0,5)	12,7	13,4	13,6	17,5
	Noviembre	(4,9)	8,7	15,1	15,1	20,5
	Diciembre 1/	10,6	18,8	22,6	22,2	26,3

Base monetaria = Efectivo + Reserva del sistema financiero.

M1 (Medios de pago) = Efectivo + Cuentas Corrientes.

M2 = M1 + Cuasidineros.

M3 = M2 + Depósitos a la vista + Depósitos fiduciarios.

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

1/ Cierre monetario al 27 de diciembre.

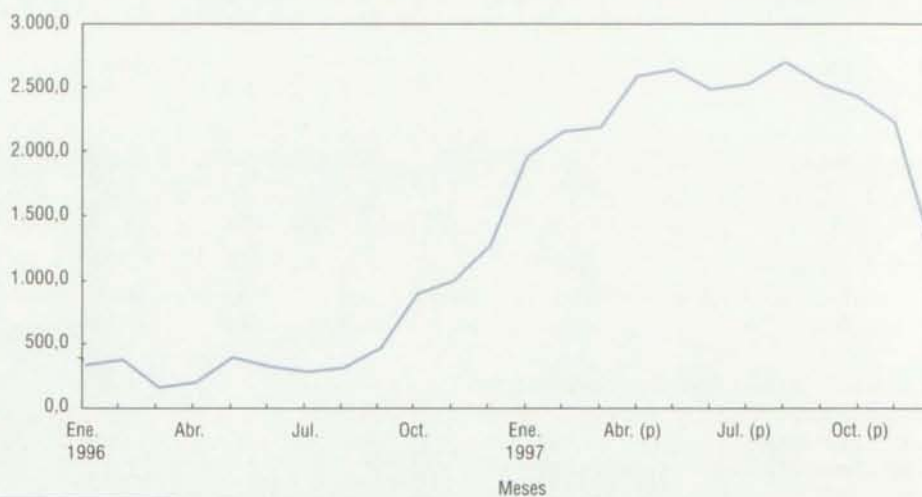
Fuente: Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos.

**Cuadro 2.**  
**Saldo de Operaciones de Mercado Abierto (OMA) netas**  
(Miles de millones de pesos)

Período	1996
Enero	317,0
Febrero	362,0
Marzo	140,0
Abril	190,0
Mayo	380,0
Junio	314,0
Julio	266,0
Agosto	303,0
Septiembre	451,0
Octubre	882,0
Noviembre	984,0
Diciembre	1.263,0
Promedio	487,7

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

**Gráfico 1**  
**Saldo OMA netas, 1996 - 1997**  
(Miles de millones de pesos)



(p) Proyectado

inferior del corredor monetario durante el año (Gráfico 2). Este fenómeno se originó en la desaceleración de la demanda interna, en mayor grado de lo que se había contemplado en el momento de la revisión de la política monetaria a mediados del año; y en el cambio de la demanda de cuentas corrientes del sector privado. En la actualidad, el sector privado utiliza con mayor intensidad avances tecnológicos como las transferencias electrónicas y los cajeros automáticos, que permiten el retiro de efectivo de las cuentas de ahorro (tradicional y UPAC) sin pasar por las cuentas corrientes.

*La oferta monetaria ampliada, M3*, mostró una desaceleración en su tasa de crecimiento que la llevó a situarse por debajo del piso indicativo de su corredor. Esta situación se modificó en las dos últimas semanas del año cuando registró un crecimiento anual de 22.2% (Cuadro 1 y Gráfico 3). El comportamiento de este agregado a lo largo del año, también se explica por la desaceleración de la actividad económica, y la consecuente menor demanda de crédito.

*La cartera total del sistema financiero* creció durante 1996 en un 24% para situarse en \$ 35.606 mm. (Cuadro 4), mientras que la cartera en moneda legal aumentó en 26%, para llegar a \$ 31.107 mm. Estas tasas de crecimiento anual son inferiores en 13 y 10 puntos porcentuales, respectivamente, a las registradas en 1995, y responden a lo contemplado en la programación financiera. La urgencia de disminuir el crecimiento anual de la cartera del sistema financiero se había evidenciado a mediados de 1994; desde entonces se ha adoptado una política orientada a moderar su crecimiento, y evitar traumatismos futuros en el sistema financiero. El valor en pesos de la cartera en moneda extranjera, muestra una caída en su tasa de crecimiento anual, de 42.3% en 1995 a 11.6% en 1996, con un saldo de US\$ 4.481 m.

Teniendo en cuenta el comportamiento de años recientes, se adoptaron medidas para disminuir la volatilidad de la tasa de interés del *mercado interbancario*: se modificó el sistema de cómputo de los encajes y se cambió el sistema que acredita el sobre-encaje "*carry-over*", limitándose los excesos trasladables de un período para el siguiente, con lo cual se incentivó la movilidad del mercado de dinero de muy corto plazo, y se profundizó el mercado monetario. El resultado fue una reducción sustancial de la variabilidad de la tasa interbancaria. El Banco ha mantenido una política activa de intervención de muy corto plazo, permitiendo la captación de recursos con títulos entre uno y noventa días, para absorber

**Cuadro 3.**  
**Reservas internacionales del Banco de la República**  
(Millones de dólares)

		Netas	Brutas	Variación mensual	
				Netas	Brutas
<b>1995</b>	Diciembre	8,324.4	8,457.3		
<b>1996</b>	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
<b>1997</b>	Enero	9,834.7	9,997.0	(61.9)	56.8
	Febrero	9,816.2	9,870.0	(18.5)	(127.0)

Fuente: Banco de la República. Departamento de Cambios Internacionales

**Gráfico 2**  
**Medios de pago M1, 1995 - 1996**  
(Miles de millones de pesos)

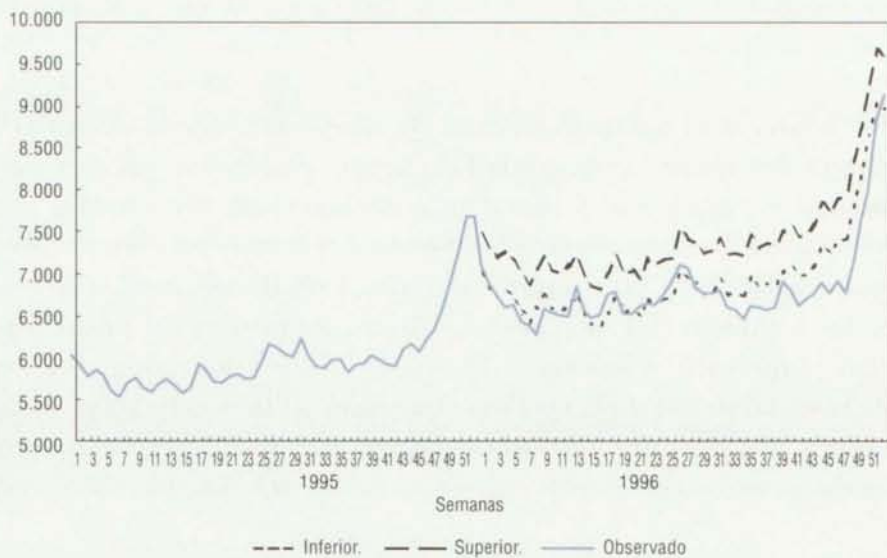
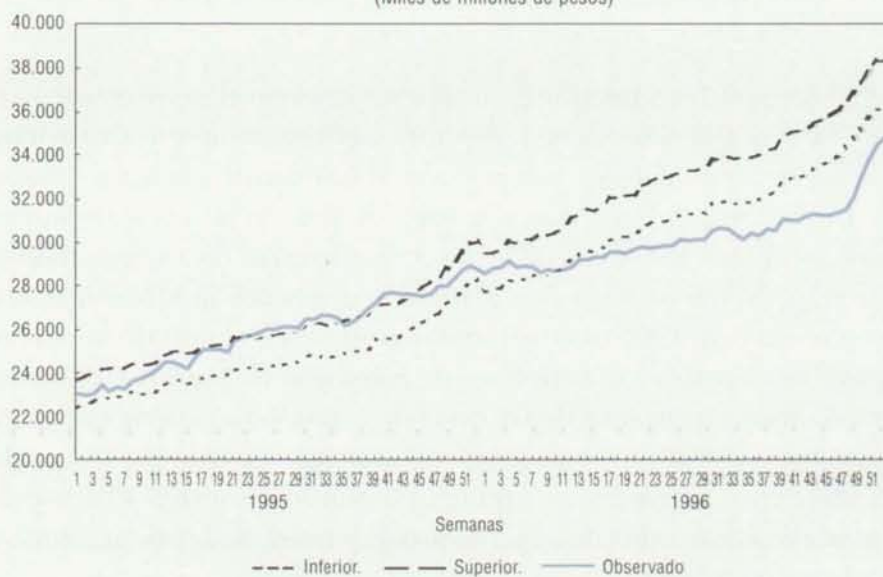




Gráfico 3

Medios de pago ampliados M3, 1995 - 1996

(Miles de millones de pesos)



Cuadro 4.

Evolución de la cartera total - 1996

(Miles de millones de pesos)

Mes 1/	Cartera total 2/		Total
	M/N	M/E 3/	
Enero	25.148,3	4.145,2	29.293,5
Febrero	25.526,6	4.186,2	29.712,8
Marzo	26.184,0	4.179,9	30.363,9
Abril	26.700,5	4.212,9	30.913,4
Mayo	27.186,2	4.314,9	31.501,1
Junio	27.787,3	4.328,4	32.115,8
Julio	28.255,1	4.343,9	32.599,0
Agosto	28.710,7	4.312,8	33.023,5
Septiembre	29.342,6	4.233,6	33.576,2
Octubre	29.631,9	4.155,7	33.787,6
Noviembre	30.290,8	4.315,2	34.606,0
Diciembre	31.107,0	4.499,4	35.606,3
Crecimiento anual a dic. 4/	26.0%	11.6%	24.0%

1/ Ultimo día hábil del mes.

2/ No incluye la FEN.

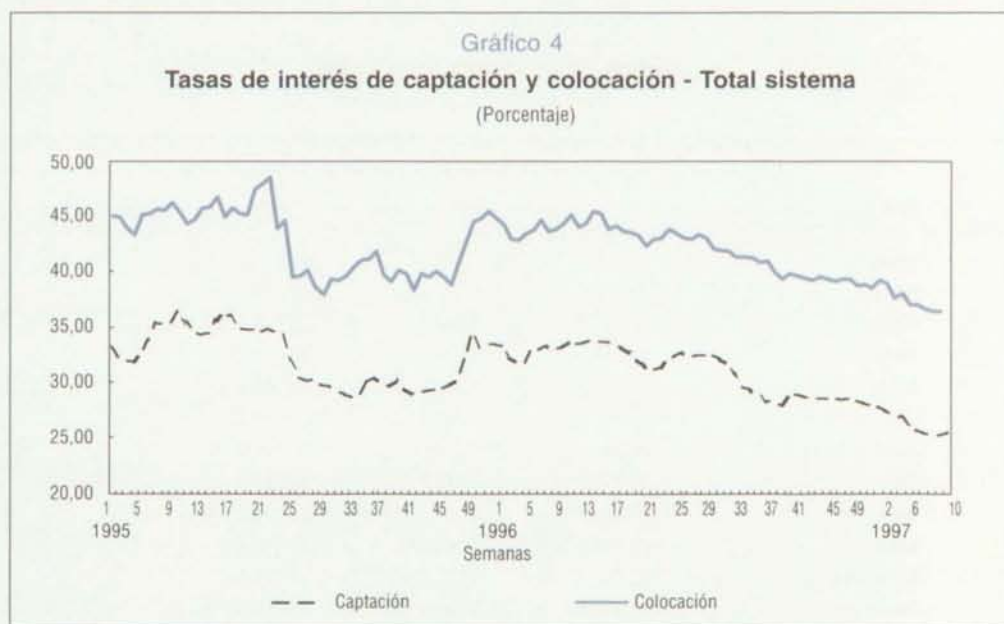
3/ El saldo de \$4.499,4 mm. desde 1996 corresponde a US\$4,481 m.

4/ La cartera total al sector privado creció en 25.3%.

Fuente: Informes semanales. Superintendencia Bancaria.

excesos transitorios de liquidez; y operaciones REPO, para irrigar recursos en momentos de estrechez del mercado interbancario. A finales del año pasado, estas intervenciones se hicieron a tasas de interés de 23% y 33%, respectivamente<sup>3</sup>.

Desde 1994 se percibían presiones al alza sobre el nivel de precios, a raíz de lo cual la Junta Directiva adelantó una política monetaria restrictiva que elevó las *tasas de interés*, situación que se mantuvo hasta mediados de 1996. Un factor adicional que presionó el alza de las tasas de interés durante los primeros meses de 1996 lo constituyeron las expectativas de devaluación, presentes durante los primeros meses del año. Al iniciarse el segundo semestre de 1996 era evidente una menor presión de la demanda agregada, lo cual, unido a la política de provisión de liquidez, contribuyó a un descenso importante de las tasas de interés. La tasa de captación DTF se redujo en 6 puntos porcentuales durante el año, de los cuales cerca de 4.9 puntos ocurrieron durante el segundo semestre. El costo del crédito también descendió del 44.7%, a comienzos de 1996, al 38.9% al finalizar el año (Gráfico 4).



## B. Política cambiaria

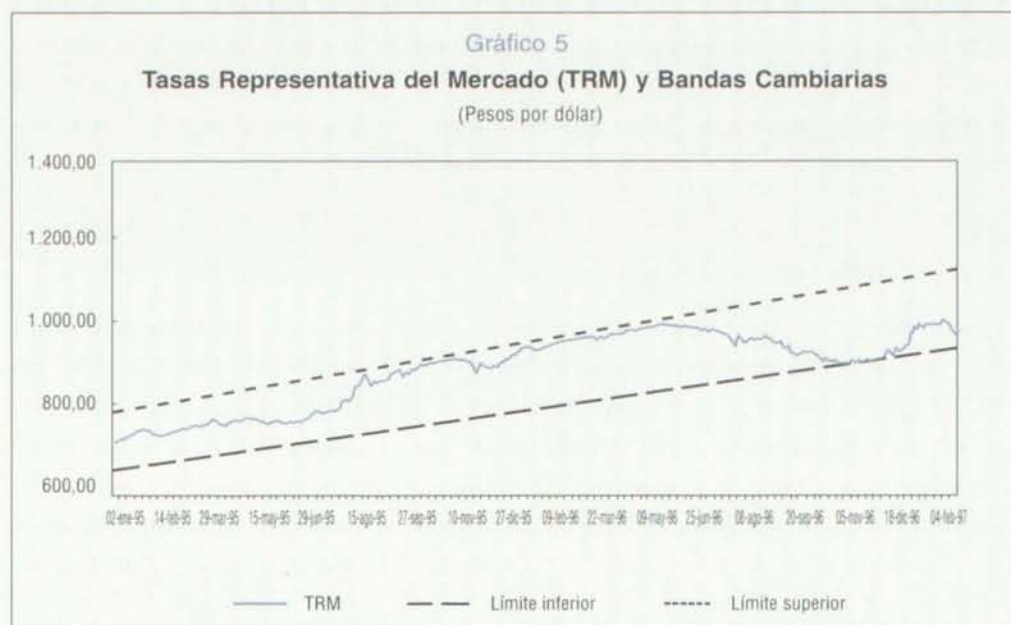
### *Tasa de cambio nominal*

El eje de la política cambiaria es la banda que fija la Junta Directiva para la evolución de la tasa de cambio nominal. El mantenimiento de la banda

constituye una señal fiable para los agentes privados en su toma de decisiones y, a la vez, actúa como un ancla nominal de la economía. La viabilidad de la banda está íntimamente ligada al comportamiento de la balanza de pagos y a las expectativas de los agentes. El hecho que, salvo su pendiente, no se haya modificado la banda desde finales de 1994 (Gráfico 5), indica que su fijación ha sido congruente con la evolución de las variables nominales de la economía, y que las autoridades han tenido la capacidad para sortear, sin traumatismos, las perturbaciones que se han presentado en el ámbito de los pagos internacionales.

El año de 1996 puso a prueba la solidez del sistema de banda cambiaria, tanto por las presiones devaluacionistas que colocaron la tasa de cambio en el techo de la banda a lo largo del primer semestre; como por las tendencias contrarias que la llevaron rápidamente al piso a final de año. La viabilidad de la banda se demostró especialmente en el mes de diciembre cuando, pese a la considerable acumulación de reservas internacionales, el Banco defendió la tasa de cambio sin poner en peligro las metas monetarias.

En 1996 se mantuvieron los parámetros de la banda cambiaria, a saber: una inclinación de 13.6% y un ancho de más/menos 7 puntos porcentuales. El comportamiento de la tasa de cambio a comienzos de año, se explica en buena medida por la incertidumbre derivada de la situación política del país. Con la disminución de dicha incertidumbre a mediados de año,



comenzaron a entrar capitales, tanto públicos como privados, tendencia que se acentuó con las privatizaciones de fin de año. La tasa pasó rápidamente del techo al piso de la banda, donde se mantuvo hasta el final del año.

### ***Tasa de cambio real***

En materia cambiaria es importante no centrarse exclusivamente en la evolución del tipo de cambio *nominal*. El concepto de tasa de cambio real representa la capacidad de compra que tienen los bienes que no compiten con los del resto del mundo, sobre los que sí lo hacen. Es un concepto crucial, porque, en buena medida, indica la competitividad de la economía. La apreciación del tipo de cambio real que ha ocurrido en los años noventa se atribuye a diversas causas, entre las cuales se destacan: el nivel, el crecimiento y la financiación del gasto público; las entradas de capitales; el *boom* de consumo privado; las expectativas generadas por los ingresos de divisas provenientes de los descubrimientos de petróleo; las ganancias en productividad de los bienes transables; y el efecto que tienen las variaciones de la devaluación nominal en el contexto de inercia inflacionaria.

En términos prácticos, se puede visualizar la tasa de cambio real comparando la evolución de la tasa de cambio nominal con la variación de los precios domésticos e internacionales. Estas variables condujeron, durante 1996, a una reducción del índice de la tasa de cambio real del peso colombiano ITCR entre el 9.7% y el 15.7%, según los índices utilizados (Cuadro 5). Por supuesto, un factor importante durante el año pasado fue la caída de la tasa de cambio nominal a mediados del año. En suma, la revaluación de la tasa real de cambio alcanzó cerca de 10 puntos porcentuales mientras la devaluación nominal fue del 1.8%.

### ***La balanza de pagos***

Es importante señalar que, por primera vez en 5 años, ha disminuido el déficit comercial; el mismo había alcanzado 3% del PIB en 1993, y 3.3% en 1994 y 1995; el año pasado cayó a 2.4%. El déficit de cuenta corriente del año pasado fue reflejo del desbalance en la cuenta comercial y en la de servicios. Con relación a los ingresos por exportaciones, cabe señalar la significativa disminución en las exportaciones de confecciones, cuero y sus manufacturas, artes gráficas y editorial y el bajo dinamismo de las ex-

portaciones de banano, flores y productos químicos. Al contrario, las ventas de petróleo se vieron favorecidas por las altas cotizaciones en el mercado internacional. Caso opuesto sucedió con los precios internacionales de café, los cuales se vieron afectados por la sobre-oferta mundial del grano, en particular por la cosecha brasileña.

En relación con la cuenta de servicios, se calcula un desbalance de US\$ 3.156 m. (3.6% del PIB, Cuadro 6), el cual es resultado de pagos netos al exterior por concepto de intereses de la deuda pública y privada (US\$ 2.152 m.) y de la remisión de utilidades y dividendos de la inversión extranjera (US\$ 1.882 m.).

Las transacciones de la balanza de pagos determinaron para 1996 una acumulación de reservas internacionales netas por US\$ 1.572 m., resultado de un déficit en cuenta corriente por US\$ 4.788 m. (5.5% del PIB), desvalorizaciones del portafolio de reservas internacionales por US\$ 93 m. y un ingreso neto de capital por US\$ 6.334 m.

Con respecto a la cuenta de capital, el superávit estimado se origina en el ingreso neto de recursos de largo plazo por US\$ 7.175 m. y salidas netas de corto plazo por US\$ 842 m. Entre los capitales de largo plazo, hubo ingresos de inversión extranjera neta por US\$ 3.342 m. y de endeudamiento neto de US\$ 3.871 m<sup>4</sup>.

Por su parte, la deuda neta de largo plazo del sector público aumentó en US\$ 1.601 m., de los cuales US\$ 1.047 m. correspondieron a endeudamiento neto del gobierno central<sup>5</sup>. Así mismo, fue significativo el endeudamiento neto del sector privado, el cual alcanzó los US\$ 1.863 m.<sup>6</sup>, como resultado de desembolsos por US\$ 4.074 m.<sup>7</sup> y amortizaciones de US\$ 2.211 m. Las salidas netas de capitales de corto plazo obedecieron fundamentalmente a operaciones del sector público por US\$ 772 m<sup>8</sup>.

### ***Reservas internacionales***

En materia de reservas internacionales, como es de amplio conocimiento, los resultados no estuvieron en línea con las proyecciones iniciales. En el sólo mes de diciembre se acumularon US\$ 1.519 m. de los US\$ 1.572 m. de todo el año. El Banco cerró 1996 con un saldo de reservas internacionales netas de US\$ 9.896 m. (Cuadro 6), lo que significa 9.4 meses de la importación de bienes y 5.9 meses de los pagos por bienes y servicios.

**Cuadro 5.**  
**Indice de la tasa de cambio real del peso colombiano**  
(Base diciembre 1986 = 100)

Periodo		ITCR1	ITCR2	ITCR3	ITCR4	ITCR5
<b>1994</b>	Enero	100,57	101,12	95,06	97,86	100,88
	Febrero	98,94	99,46	92,51	96,23	100,51
	Marzo	97,56	98,05	91,47	95,61	100,59
	Abril	97,14	97,58	90,53	95,18	100,05
	Mayo	96,62	97,08	89,63	94,92	100,20
	Junio	95,23	95,66	87,21	94,81	98,40
	Julio	94,24	94,59	87,23	94,21	98,40
	Agosto	93,63	93,90	86,50	93,81	97,30
	Septiembre	95,63	95,76	88,12	93,57	98,69
	Octubre	96,30	96,25	89,27	93,27	99,44
	Noviembre	94,68	94,46	87,60	92,90	96,44
Diciembre	93,31	92,92	85,68	92,34	93,41	
<b>1995</b>	Enero	94,98	94,69	86,24	91,40	95,31
	Febrero	94,07	94,00	84,63	90,08	94,97
	Marzo	94,92	95,44	85,85	88,77	96,58
	Abril	95,51	96,12	86,70	88,96	97,95
	Mayo	95,14	95,59	86,05	88,49	97,08
	Junio	93,87	94,21	85,29	88,32	96,01
	Julio	95,64	95,96	86,68	89,07	96,94
	Agosto	98,87	98,89	89,10	89,31	98,62
	Septiembre	101,52	101,41	90,90	89,20	99,44
	Octubre	104,07	104,21	93,12	89,03	101,13
	Noviembre	104,81	106,04	93,98	89,01	101,21
Diciembre	99,47	100,14	88,67	88,90	96,79	
<b>1996(p)</b>	Enero	99,31	98,84	87,56	88,39	97,08
	Febrero	99,37	99,01	86,63	86,91	97,08
	Marzo	99,85	99,46	86,77	86,62	97,37
	Abril	98,01	97,29	84,41	85,69	95,87
	Mayo	96,80	95,94	82,72	85,00	95,18
	Junio	97,68	96,92	82,80	84,64	94,49
	Julio	96,54	95,80	81,86	83,66	n.d.
	Agosto	95,24	94,59	80,23	82,76	n.d.
	Septiembre	94,22	93,50	79,07	82,02	n.d.
	Octubre	90,66	90,00	76,48	81,12	n.d.
	Noviembre	88,88	88,48	75,25	80,58	n.d.
	Diciembre	88,61	88,06	74,70	80,29	n.d.
<b>Promedio</b>	1994	96,18	96,43	89,23	94,56	99,54
	1995	97,74	98,06	88,10	89,21	96,72
	1996	95,43	94,82	81,54	83,97	96,18
<b>Variaciones anuales %</b>	1994	(8,15)	(9,12)	(11,27)	(7,24)	(9,50)
	1995	6,60	7,77	3,48	(3,72)	3,62
	1996	(10,91)	(12,07)	(15,75)	(9,69)	n.d.

(p) Provisional.

n.d. No disponible.

ITCR 1: Corresponde al ITCR del peso colombiano frente a 18 países. La ponderación obedece a la estructura del comercio global, sin café, en 1986. Utiliza el IPP para medir los precios internos y el IPM para todos los países excepto Francia, Perú y Ecuador.

ITCR 2: Corresponde a la ITCR 1 teniendo en cuenta solamente 9 de los 18 países: USA, Canadá, Alemania, España, Reino Unido, Japón, México, Venezuela y Ecuador, donde Alemania se representa a sí misma y a Holanda, Francia, Italia, Suecia y Suiza.

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

ITCR 4: Obedece a la relación de los precios de los bienes transables y no transables. Como fuente se utiliza el IPC y la clasificación de los bienes realizada por el SITOD del Departamento Nacional de Planeación.

ITCR 5: Índice del tipo de cambio efectivo real calculado para el peso colombiano frente a 18 países miembros del FMI. Utiliza el IPC para medir el comportamiento de los precios tanto internos como externos.

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

**Cuadro 6.**  
**Balanza de pagos de Colombia - Resumen**  
(Millones de dólares)

	Preliminar		Proyección	
	1994	1995	1996	1997
<b>I. CUENTA CORRIENTE</b>	(3,262.9)	(4,381.9)	(4,788.1)	(4,264.8)
<b>A. BIENES</b>	(2,291.5)	(2,698.7)	(2,120.7)	(1,243.9)
1. Exportaciones FOB	8,748.5	10,222.4	10,634.8	12,407.4
Café	1,990.5	1,831.7	1,577.0	2,376.3
Petróleo y derivados	1,312.7	2,185.0	2,892.1	3,353.2
Carbón	552.8	594.5	849.4	1,052.3
Ferróniquel	118.8	185.0	169.0	228.8
Oro	304.6	266.2	266.1	268.7
Esmeraldas	422.3	452.2	171.0	179.7
No tradicionales	4,046.8	4,707.9	4,710.1	4,948.4
2. Importaciones FOB	11,040.0	12,921.1	12,755.4	13,651.3
Bienes de consumo	2,151.0	2,485.2	2,374.2	2,288.6
Bienes intermedios	4,380.0	5,659.8	6,144.5	6,502.4
Bienes de capital	4,509.0	4,776.1	4,236.7	4,860.3
<b>B. SERVICIOS</b>	(1,833.7)	(2,361.8)	(3,156.3)	(3,588.3)
Ingresos	3,981.1	4,540.0	4,404.7	4,754.5
Egresos	5,814.8	6,901.8	7,561.0	8,342.8
1. Servicios no financieros	304.0	264.6	252.9	205.7
Ingresos	3,212.3	3,542.9	3,780.1	3,960.5
Egresos	2,908.3	3,278.2	3,527.2	3,754.8
2. Servicios financieros	(2,137.7)	(2,626.4)	(3,409.2)	(3,794.0)
Ingresos	768.8	997.1	624.6	794.0
Egresos	2,906.5	3,623.5	4,033.8	4,588.0
Intereses	1,557.7	1,880.1	2,152.1	2,438.6
Sector oficial	1,057.3	1,129.4	1,304.0	1,439.7
Sector privado	500.4	750.8	848.1	998.8
Utilidades y dividendos	1,348.8	1,743.4	1,881.6	2,149.5
<b>C. TRANSFERENCIAS NETAS</b>	862.4	678.6	488.9	567.4
<b>II. CUENTA DE CAPITAL</b>	2,891.4	5,189.4	6,333.6	5,020.7
<b>A. CAPITAL DE LARGO PLAZO</b>	3,790.6	3,828.2	7,175.4	5,358.3
1. Inversión extranjera neta	1,679.7	1,851.9	3,342.1	2,646.9
a. Inversión directa neta	1,515.5	2,217.1	3,487.4	2,446.9
b. Inversión de portafolio neta	164.2	(365.2)	(145.3)	200.0
2. Endeudamiento externo	2,146.6	2,064.7	3,870.7	2,751.5
a. Sector oficial	(190.9)	83.0	1,601.0	1,545.0
Desembolsos	2,319.7	1,922.0	3,680.0	3,462.5
Amortizaciones	2,510.6	1,839.0	2,079.0	1,917.5
b. Sector Privado	2,337.5	1,981.7	2,269.7	1,206.5
Endeudamiento neto	1,758.6	1,648.0	1,863.1	1,031.4
Arrendamiento financiero	578.9	333.7	406.5	175.1
3. Aportes organismos internacionales	(35.6)	(88.4)	(37.3)	(40.0)
<b>B. CAPITAL CORTO PLAZO</b>	(899.2)	1,361.3	(841.8)	(337.6)
1. Endeudamiento externo neto	844.5	1,069.3	(26.7)	76.7
2. Mov. de activos en el exterior	(1,743.7)	291.9	(815.1)	(414.4)
<b>III. CONTRAPARTIDAS</b>	5.0	2.5	(92.6)	0.0
<b>IV. ERRORES Y OMISIONES</b>	533.8	(455.8)	22.4	0.0
<b>V. VARIACION RESERVAS BRUTAS 1/</b>	167.3	354.3	1,475.2	755.9
<b>VI. SALDO RESERVAS BRUTAS 1/</b>	8,113.5	8,467.8	9,943.0	10,698.9
PIB nominal en dólares (millones)	68,838.7	80,853.0	87,529.1	102,876.8
Meses importaciones bienes	8.8	7.9	9.4	9.4
Meses importaciones bienes y servicios	5.8	5.1	5.9	5.8
<b>VII. VARIACION RESERVAS NETAS</b>	133.1	321.6	1,572.2	755.9
<b>VIII. SALDO RESERVAS NETAS</b>	8,002.8	8,324.4	9,896.6	10,652.5
<b>IX. VARIACION RESERVAS MONETARIAS</b>	428.5	249.8	1,586.1	755.9
1. Causaciones	99.6	68.7	79.7	79.7
2. Valorizaciones	5.0	2.5	(92.6)	(92.6)
3. Prepagos de deuda B.R.	(400.0)	0.0	0.0	0.0

1/ Según metodología de la Balanza de Pagos.

Fuente: Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos

Durante los primeros nueve meses del año se presentó un exceso de demanda del orden de US\$ 840 m., el cual fue atendido mediante venta neta de divisas en el mercado cambiario por parte del Banco de la República de US\$ 440 m., liquidación de posición propia de los intermediarios cambiarios por US\$ 260 m., y una venta neta de divisas de la Tesorería General por US\$ 140 m.

### C. Situación fiscal

De acuerdo con el cierre preliminar de las finanzas del sector público no financiero para la vigencia fiscal de 1996, el mismo registra un déficit de \$ 946 mm. (1.04% del PIB) (Cuadro 7) superior en 0.44% a aquel que, a principios del año, se consideraba coherente con la meta de inflación del 17%. Este resultado incorpora \$ 824 mm. de ingresos por privatizaciones, correspondientes a la venta del Banco Popular, Betania, y Promigás, entre

Cuadro 7.  
Déficit total del sector público no financiero 1996

Concepto	1996 1/	
	Mil. millones de pesos	% del PIB
Eléctrico	70,4	0,08
CARBOCOL	73,4	0,08
FEP	35,0	0,04
ECOPETROL	(191,6)	(0,21)
TELECOM	61,0	0,07
Metro de Medellín	(51,0)	(0,06)
Resto de entidades	10,0	0,01
Seguridad social	2.055,4	2,27
Regional y local	(154,0)	(0,17)
Entidades no incluidas	83,0	0,09
Fondo Nacional del Café	73,4	0,08
Gobierno Nacional	(3.011,0)	(3,32)
Total	(946,0)	(1,04)

1/ Cifras preliminares.  
Fuente: CONFIS.



otros. El resultado deficitario del consolidado se explica, principalmente, por el desequilibrio en las finanzas del gobierno central<sup>9</sup>, el cual alcanzó \$ 3.011 mm. (3.3% del PIB). Si se excluyen los ingresos por privatizaciones, el déficit asciende a \$ 3.744 mm. (4.1% del PIB).

Los ingresos totales del gobierno nacional, sin incluir privatizaciones (Cuadro 8), registraron un crecimiento del 26%, dentro de los cuales los ingresos tributarios alcanzaron el 23.6%<sup>10</sup>. Por su parte, la tasa de creci-

**Cuadro 8.**  
**Gobierno Nacional operaciones efectivas 1/**  
(Miles de millones de pesos)

Descripción	1996	% del PIB	Crecimiento anual
<b>I. Ingresos de operaciones efectivas (A + B) 2/</b>	12.004,7	13,2	26,0
A. Ingresos tributarios	10.171,7	11,2	23,6
Renta e IVA interno	7.022,1	7,7	27,7
Aduanas e IVA importaciones	2.486,9	2,7	10,6
Gasolina	637,2	0,7	36,7
Otros	25,5	0,0	49,1
B. Ingresos no tributarios y otros 3/	1.833,0	2,0	41,4
<b>II. Gastos Totales</b>	15.748,0	17,4	37,4
A. Funcionamiento	11.168,9	12,3	31,2
Servicios personales	2.551,4	2,8	23,1
Gastos generales	853,1	0,9	16,4
Transferencias	7.764,4	8,6	36,1
B. Intereses de la deuda	1.878,6	2,1	81,2
Internos	1.411,3	1,6	115,9
Externos	467,3	0,5	22,0
C. Inversión	2.527,7	2,8	44,8
D. Préstamo neto a entidades	172,8	0,2	0,4
<b>III. Superávit (+) o déficit (-) total (I-II)</b>	(3.743,3)	(4,1)	
<b>IV. Superávit (+) o déficit (-) con privatizaciones</b>	(3.011,0)	(3,3)	

1/ Cifras preliminares.  
2/ No incluye ingresos por privatizaciones.  
3/ Incluye tasas, multas, contribuciones, excedentes financieros de establecimientos públicos, recuperación de cartera y rentas parafiscales.  
Fuente: Tesorería General de la República (TGR), CONFIS y Banco de la República.

miento de los pagos, sin intereses, fue del 33%, y de los intereses, del 81.2%, para un total de 37.4%. La situación deficitaria del gobierno nacional fue compensada parcialmente con el superávit registrado por el sector de la Seguridad Social, el cual alcanzó \$ 2.055 mm. (2.3% del PIB). El resultado superavitario de este sector se explica especialmente por los ingresos por cotizaciones del seguro invalidez vejez y muerte, por los rendimientos financieros sobre las reservas y por los excedentes observados en los fondos de solidaridad y garantía en salud y en pensiones.

### ***III. PROYECCIONES Y METAS DE POLÍTICA PARA 1997***

#### **A. Política monetaria y crediticia**

La Junta Directiva del Banco de la República decidió, en noviembre del año pasado, establecer la meta de inflación en 18% para 1997. Para el logro de este objetivo de inflación la Junta adoptó como meta intermedia de la política monetaria al crecimiento de la base monetaria, con una tasa anual de 16%, y un corredor de más/menos 3 puntos porcentuales<sup>11</sup>. También acordó examinar de manera indicativa, los corredores de medios de pago, y oferta monetaria ampliada M3 congruentes con la meta de inflación y el suministro de crédito.

Si bien, adicional a estas metas para la base monetaria, existe una banda cambiaria y una banda para la tasa de interés del mercado interbancario, es importante dejar en claro que la operatividad de la política tendrá como regla fundamental el cumplimiento del corredor de la base monetaria.

Cuando fuere necesario, la banda de la tasa interbancaria se moverá con el objeto de llevar la base monetaria a su corredor. Para reducir el nivel de la base se subirá la tasa interbancaria, y esta tasa bajará cuando sea necesario aumentar la base.

El manejo de la base monetaria se hará a través de las operaciones de mercado abierto. En el presente, las proyecciones monetarias sugieren un esfuerzo considerable de OMA para que la base se mantenga en su corredor hasta el mes de agosto (Gráfico 1).

A principios de marzo del presente año se redujo en tres puntos el ancho de la banda de la tasa interbancaria, para reducir la volatilidad de esta.

Además se disminuyó su nivel en un punto y medio. Según esta decisión, en la actualidad se llevan a cabo intervenciones para demandar o proveer recursos por parte del banco a tasas de interés de 21.5% y 28.5%, respectivamente.

En cuanto a la política crediticia, si bien, a diferencia del año pasado, no existe una meta explícita de crédito, se espera que con el cumplimiento de la política monetaria la oferta de recursos de crédito al sector privado crezca a una tasa similar a la del PIB nominal.

## **B. Política cambiaria**

El programa económico de la Junta Directiva del Banco para 1997 contempla la misma amplitud de la banda cambiaria, pero con una pendiente de 15%. Dado que se inició el año en el piso de esta banda, las tasas de devaluación nominal mínima y máxima al interior de la banda, posibles para el presente año, son de 15% y 32.3%, respectivamente.

Con base en supuestos razonables de precios y volúmenes de exportación e importación se prevé una acumulación de reservas internacionales por US\$ 756 m., como resultado de ingresos de capital por US\$ 5.021 m., y un déficit proyectado en la cuenta corriente, el cual se espera sea de US\$ 4.265 m. (Cuadro 6).

El déficit de cuenta corriente proyectado obedece principalmente al resultado de la cuenta de servicios por US\$ 3.588 m. y al desbalance comercial por US\$ 1.244 m. Este último se origina en ingresos de exportaciones por US\$ 12.407 m., e importaciones por US\$ 13.651 m<sup>12</sup>. El déficit en la cuenta de servicios se explica tanto por los significativos pagos de intereses de la deuda por US\$ 2.439 m., como por el giro de utilidades al exterior por US\$ 2.150 m., principalmente por parte del sector petrolero. En cuanto al superávit proyectado en la cuenta de capital, cabe mencionar que éste se origina en los flujos proyectados de largo plazo que ingresarán a la economía durante el año, los cuales son menores que los de 1996<sup>13</sup>.

En lo que tiene que ver con los recursos netos de crédito externo, sobresalen los de largo plazo, destinados al financiamiento del sector público no financiero, por US\$ 1.365 m., de los cuales el 66.4% (US\$ 906 m.) corresponde a endeudamiento neto del gobierno central. Adicionalmente,

se estima un endeudamiento neto del sector privado, por US\$ 1.031 m., excluyendo arrendamiento financiero. En cuanto a los capitales de corto plazo, se estima que las colocaciones de recursos en el exterior sean de US\$ 414 m<sup>14</sup>. Por su parte, los recursos de endeudamiento neto de corto plazo se estiman en US\$ 77 m.

A raíz del fallo de la Corte Constitucional que consideró inexecutable el Decreto 80 de 1997, por el cual se declaró el Estado de Emergencia Económica y Social, se tomaron medidas con el fin de extender de 36 a 60 meses el plazo de los créditos en moneda extranjera sujetos a depósito<sup>15</sup>. Igualmente se estableció que las modificaciones a los créditos registrados en cuanto a prórrogas, monto del crédito, deudor y plan de desembolsos deberán registrarse nuevamente con la obligación de constituir el depósito correspondiente. Con estas decisiones se fortalecieron los controles de capital vigentes, buscando desestimular el excesivo endeudamiento externo y evitar el ingreso de capital especulativo.

### **C. Programación fiscal**

Para 1997 el gobierno nacional se comprometió en la discusión de la programación financiera a no aumentar su gasto efectivo, neto de intereses, en más del 23%. Buscará, además, reducir el endeudamiento externo del conjunto del sector público en más de US\$ 500 m. en relación con el nivel previsto en el mes de diciembre, de US\$ 2.100 m. Estos compromisos se estimaban consistentes con un déficit del sector público no financiero, después de privatizaciones, del 1.1% del PIB. En las actuales circunstancias se estima que el déficit consistente es menor.

Según lo ha expresado el gobierno, el presupuesto nacional para la vigencia de 1997 contempla un crecimiento del 12%, neto del servicio de la deuda, lo cual hace que disminuya su participación en el PIB en relación con los dos años inmediatamente anteriores. De otro lado, al realizar una asignación contable de los pagos al período en el que se causan y no al que se ejecutan, los pagos del gobierno nacional, netos del servicio de la deuda, crecerían a una tasa anual de 19%; con ello los mismos tendrían, de nuevo, una participación inferior en el PIB a la de 1996.

Incluyendo las medidas decretadas en la Emergencia Económica, en las proyecciones fiscales para 1997 se estimaba que el sector público consolidado registraría un déficit de \$ 1.229 mm. (1.1% del PIB); o sea, el nivel

acordado en el programa financiero convenido en noviembre de 1996. Este resultado incluye ingresos por privatizaciones por valor de \$ 1.276 mm. correspondientes, principalmente, a la venta de Epsa (Empresa Electrificadora del Pacífico), Cerromatoso, Chivor<sup>16</sup> y la ampliación de la concesión de telefonía celular.

El desequilibrio fiscal del gobierno central es contrarrestado, principalmente, por la posición superavitaria de los sectores de seguridad social y del eléctrico. Para el sector de seguridad social el superávit se estima en \$ 1.734 mm., el cual se explica por los excedentes de caja del sistema de seguridad social en pensiones y por los rendimientos financieros. En el caso del sector eléctrico se explica especialmente por los ingresos provenientes de la venta de Chivor, y alcanza el monto de \$ 890 mm.

Finalmente, se estima que el Fondo Nacional del Café registrará un superávit de \$ 419 mm., como resultado de los siguientes supuestos: i) precio externo de la libra de café verde promedio de US\$ 1.65, ii) cosecha cafetera de 12 m. de sacos, y iii) precio interno promedio de la carga de café determinado según las reglas establecidas por el Comité Nacional de Cafeteros a mediados de marzo.

Teniendo en cuenta el fallo de la Corte Constitucional que consideró inexecutable la declaratoria de la Emergencia Económica, se reducen las proyecciones de ingresos del gobierno en \$ 640 mm., lo cual llevaría el *déficit fiscal proyectado* para 1997 a 1.6% del PIB. Esta cifra es superior a lo que la economía puede financiar, dados unos supuestos macroeconómicos razonables. En la actualidad las identidades contables, basadas en estas proyecciones y tomando en cuenta los desarrollos recientes en el frente externo, arrojan un *déficit financiable* inferior al 1.1% del PIB que se había previsto como consistente en la programación financiera de noviembre.

Para preservar la meta de inflación, si el déficit del sector público no financiero observado a lo largo de 1997 no se ajusta hacia abajo, la economía se verá forzada a crear mayor espacio para el sector público. En tales circunstancias habrá presión en los siguientes frentes: i) el crédito al sector privado tendría que ser inferior a lo programado; ii) se observarían tasas de interés más altas; ó iii) podrían surgir presiones adicionales hacia una mayor apreciación del tipo de cambio.

El gobierno y algunos analistas independientes coincidieron en expresar que la Emergencia Económica no solucionaba los problemas estructurales de las finanzas públicas. No obstante, servía para aliviarlos temporalmente. La declaratoria de la Emergencia tuvo el efecto subsidiario de crear una más clara conciencia pública sobre los problemas fiscales del país. La consideración de inexequibilidad de la misma vuelve a acentuar el problema fiscal, lo cual hace urgente promover un consenso nacional para sanear las finanzas públicas, y, con ello, garantizar la estabilidad macroeconómica de largo plazo.

#### **IV. PRECIOS Y ACTIVIDAD ECONÓMICA DURANTE 1996, Y PERSPECTIVAS PARA 1997**

##### **A. Precios**

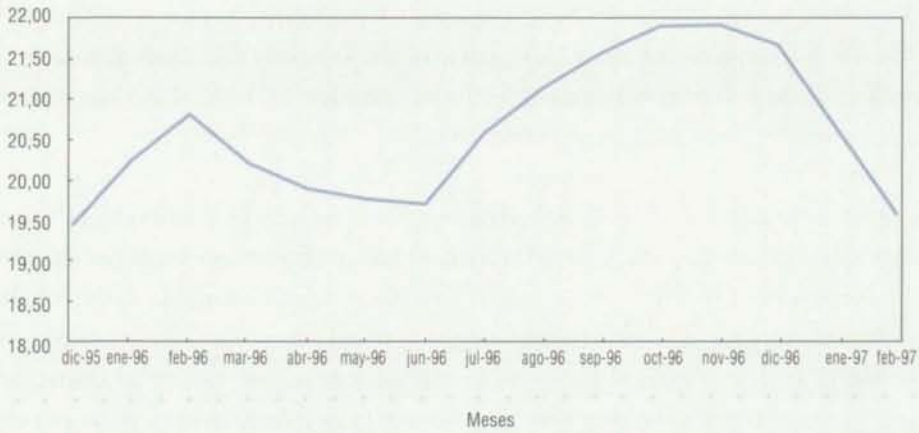
Si bien el resultado de inflación anual del Índice de Precios al Consumidor al mes de diciembre muestra que la meta de inflación del 17% no se cumplió, sería equivocado juzgar la efectividad de la política anti-inflacionaria sólo con base en dicho guarismo. La razón es que la política es efectiva con un cierto rezago, cuya duración no es estable a través del tiempo. Por lo tanto, más que la observación puntual del mes de diciembre, es apropiado observar lo sucedido durante todo el año pasado, y los meses de enero y febrero del presente año.

##### ***El índice de precios al consumidor en 1996***

Tal como lo muestra el Gráfico 6, en los últimos catorce meses la tasa anual de inflación ha experimentado un ciclo completo de disminución, aumento, y, de nuevo, una marcada tendencia al descenso. Presiones de diverso tipo explican cómo se revirtió la tendencia descendente que mostraba desde febrero de 1996, y la llevó a subir de 19.7% en junio, a 21.9% en octubre. En particular, los *precios administrados o controlados por el Estado* explicaron, en gran medida, la aceleración observada de la inflación. Contribuyeron también los precios de la educación, del transporte y de algunos componentes del rubro vivienda (Cuadro 9).

Los precios de la *educación*, luego de crecer a tasas anuales alrededor del 25% a lo largo de 1995, pasaron a crecer al 36.7% el pasado mes de diciembre. Una situación similar se presentó en el caso de los *combustibles y*

Gráfico 6  
**Tasa anual de inflación, 1996**  
 (Porcentaje)



Cuadro 9.  
**Índice de precios al consumidor - Total nacional ponderado 1992 - 1996**  
 (Variaciones anuales - diciembre)

Descripción	1992	1993	1994	1995	1996
Alimentos	27,80	14,50	23,00	16,20	18,27
Vivienda	24,30	29,50	24,70	21,60	23,95
Vestuario	18,90	18,20	12,90	12,60	10,96
Salud	31,70	27,10	26,80	23,10	22,20
Educación	25,20	28,00	25,70	25,90	36,74
Transporte	19,70	26,70	18,80	17,60	20,02
Otros gastos	25,10	23,50	18,80	23,40	18,94
Total sin alimentos	23,80	26,90	22,40	21,00	23,18
Total IPC	25,10	22,60	22,60	19,50	21,63

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

*servicios públicos* de los hogares, que luego de mostrar tasas inferiores al 19% en los últimos meses de 1995, empezaron a crecer cerca del 35% en diciembre; y el *transporte*, que finalizó 1995 con una inflación anual de 17.6%, mostró una tendencia creciente a lo largo de 1996 y el pasado mes de diciembre se ubicó en el 20%. En este último rubro, el aumento de los precios se ha originado en el subgrupo de *equipo de transporte*, cuya variación anual hasta finales de 1995 era inferior al 14%, y en los últimos meses aumentó a tasas próximas al 21%.

Los precios de los *alimentos* registraron entre marzo y junio de 1996 una tendencia decreciente en su variación anual, pero se aceleraron en el segundo semestre del año. No obstante, su incremento anual en diciembre, 18.3%, continúa siendo inferior al del IPC total en 3.3%. La favorable evolución de la inflación de alimentos se debió principalmente al comportamiento de los precios de la *carne, las hortalizas y legumbres* y los productos *lácteos*. Los rubros que evolucionaron negativamente en el segundo semestre son los *cereales*, a causa del comportamiento de los precios internacionales, y *plátano, papa y otros tubérculos*, que elevaron su variación anual de -3% en julio a 51.8% en diciembre.

Otros componentes que merecen mención son los *arrendamientos*, los cuales luego de aumentar a una tasa anual superior al 28% en junio de 1995, terminaron el año pasado en 23.4%; los renglones que conforman el rubro *salud* han mantenido su ritmo de crecimiento anual entre el 22% y el 23%, y los precios del *vestuario* han crecido a una tasa anual cercana al 11%.

Un análisis de la contribución de distintos factores a la aceleración en el segundo semestre de 1996 arroja los siguientes resultados: 2.3 puntos porcentuales son debidos a incrementos en los precios de bienes clasificados como indexados (en particular, educación con 1.1 y servicios estatales con 1.2). 1.1 puntos porcentuales a bienes con precios flexibles (plátano, papa, hortalizas y legumbres y frutas frescas), mientras que aquellos productos agrícolas influenciados por factores cíclicos (carnes y derivados), contribuyeron en -1.0 punto porcentual a la aceleración de la inflación. Por otra parte, el conjunto de los bienes clasificados como transables contribuyeron levemente a reducir la aceleración de la inflación.

### ***El índice de precios del productor en 1996***

En diciembre de 1996, el aumento anual del IPP fue de 14.5%, 0.9 y 7.1 puntos porcentuales menor que la inflación al productor de 1995, y del



IPC de 1996, respectivamente (Cuadro 10). La desaceleración de la inflación del productor, en lo corrido del presente año, se debe al comportamiento de los precios de los bienes importados, los cuales disminuyeron su variación anual de 19.8% en diciembre de 1995 a 6.1% en el mismo mes de 1996. Por su parte, los precios de los bienes producidos y consumidos domésticamente, elevaron en un punto porcentual su ritmo de crecimiento anual con respecto al año anterior, pasando de 14.8% en diciembre de 1995 a 15.8% en igual mes de 1996.

### *Evolución de los precios en lo corrido de 1997*

Las medidas de política, así como la evolución favorable de algunos rubros del IPC, arrojan resultados alentadores en lo que va corrido de 1997. En efecto, la inflación se desaceleró en dos puntos porcentuales en febrero de 1997 (Cuadro 11, y Gráfico 6). De hecho, la variación de estos dos meses, 1.7% y 3.1% es la menor de los últimos 10 años.

**Cuadro 10.**  
**Índice de precios del productor 1992-1996**  
(Variaciones anuales - diciembre)

Actividad	1992	1993	1994	1995	1996
<b>Clasificación CUODE</b>					
Consumo intermedio	15,1	10,9	21,8	15,6	12,5
Consumo final	23,5	15,5	21,6	15,8	17,9
Formación bruta de capitales	9,7	12,9	12,7	14,2	11,8
Materiales de construcción	22,1	22,1	14,6	11,7	14,4
<b>Clasificación por procedencia</b>					
Producidos y consumidos	19,5	13,7	22,3	14,8	15,8
Importados	8,6	10,0	10,5	19,8	6,1
Exportados	5,5	9,7	39,4	4,3	7,5
<b>Clasificación CIU</b>					
Agricultura, silvicultura y pesca	18,6	11,6	37,5	13,0	14,7
Minería	8,7	10,8	4,8	15,4	16,0
Industria manufacturera	18,0	13,8	16,2	16,3	14,4
Total	17,9	13,2	20,7	15,4	14,5

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

Cuadro 11.  
**Índice de precios al consumidor - 1997**  
 (Variaciones mensuales)

Descripción	Enero	Febrero
Alimentos	1,41	1,47
Vivienda	1,11	1,61
Vestuario	0,87	0,90
Salud	1,65	2,85
Educación	1,16	18,35
Transporte	7,71	1,52
Otros gastos	1,04	1,44
 Total sin alimentos	 1,77	 3,84
 Total IPC	 1,66	 3,1

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

Lo positivo ha sido el moderado crecimiento en los precios de los grupos: *vestuario* (1.8%), otros (2.5%), *vivienda* (2.7%) y *alimentos* (2.9%) (Cuadro 11). El subgrupo con mayor incidencia en la desaceleración de la inflación entre enero y febrero de 1997 fue el plátano, la papa y otros tubérculos, al explicar en 33.4% la disminución de -1.8 puntos porcentuales de la inflación en año corrido. Otros rubros con buen desempeño fueron las bebidas (que explica el 19.4%), otros bienes (17.7%), y estatales - combustibles y servicios - (16.8%).

Los grupos de más pobre desempeño durante lo corrido de 1997 han sido *educación y transporte*, con ajustes en sus precios superiores al crecimiento del IPC total. El reajuste anual de matrículas y pensiones en los centros educativos llevó los precios del grupo de educación a crecer a una tasa de 19.7% en año corrido. No obstante, el crecimiento anual de dichos precios (35.8%) se viene moderando desde agosto de 1996. El transporte registra, para los dos primeros meses de 1997, una inflación de 9.4%, con una tendencia creciente desde comienzos de 1995.

El crecimiento anual del índice de precios al productor a febrero de 1997 fue de 12.2%, inferior en 2.3 puntos porcentuales al del período feb./95 - feb./96. En lo corrido del año se ubicó en 3.3%, un desempeño favorable comparado con 5.4% del año pasado. Finalmente, la variación mensual del IPP (1.9%) es la menor de los últimos cuatro años.

### *Perspectivas de precios para 1997*

El país se encuentra en un momento crucial de su historia inflacionaria. Desde julio de 1993, cuando la tasa de inflación anual alcanzó 20.5%, ésta ha mostrado un rasgo estructural distinto de los que la caracterizaron durante veinte años. A saber: la reversión que experimentó en ese mes la llevó a un pico de 23.9% en abril de 1994, luego del cual fluctuaría entre esta tasa y el 19.5% registrado en diciembre de 1995. Esto parecería indicar, a manera de hipótesis, que de los umbrales que existían para la tasa de inflación anual, de 20% y 30%<sup>17</sup>, se ha pasado a un *nuevo techo* para ésta, inferior al techo histórico, pero que se mantiene el *mismo piso histórico*, alrededor del 20%.

Las cifras del mes de febrero muestran que se está, una vez más, en 19.6%, con una nueva posibilidad de modificar el piso histórico de la tasa de inflación. Las expectativas económicas de algunos gremios permiten prever que el segundo semestre de 1997 será favorable en materia de precios. En particular, se espera una cosecha *récord* de papa; el ciclo de liquidación ganadera hace previsible un cómodo abastecimiento del mercado doméstico, y es factible que existan presiones hacia la baja del margen de intermediación. Debido al impacto de algunos de estos rubros dentro del IPC y dado el efecto de la bonanza cafetera para la actividad económica, es probable que durante el segundo semestre exista espacio para la reactivación económica con inflación decreciente.

Es fundamental cumplir con las metas de la política monetaria ya que algunos elementos sugieren cautela en el frente inflacionario durante 1997. En particular, lo que se conoce como inflación básica, y que representa una medida de la inflación, aislada de los movimientos coyunturales de corto plazo, aún se encuentra en un 20%. En segundo lugar, se esperan presiones monetarias para el primer semestre, a causa de la acumulación adicional de reservas internacionales.

### **B. Actividad económica**

El Departamento Nacional de Planeación estima que la actividad económica real creció 3% en 1996 (Cuadro 12). El desempleo aumentó en 2 puntos porcentuales en las principales siete áreas metropolitanas (Cuadro 13); y hubo una desaceleración de la demanda interna, la cual creció sólo en 1.03%, monto muy bajo comparado con el 10% de 1992, el 12% de 1993 y 1994, y el 7% de 1995. El principal elemento en esta tendencia fue la marcada reducción del consumo final de los hogares, -1.6% en tér-

Cuadro 12.

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

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

**(pr)** Preliminar DANE; **(e)** Estimación, DNP.

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

Cuadro 13.

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

(Diciembre, 1995 - Diciembre, 1996)

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

(p) Provisional.

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)

minos reales, que contrasta con el crecimiento importante del consumo de las administraciones públicas, 11.3% (Cuadro 14).

La formación bruta de capital desmejoró significativamente al crecer sólo 2.7%, cuando, en promedio, su crecimiento en la primera mitad de la década llegó a 7.54%. Dicho comportamiento se explica por la caída de la inversión privada de 5%, el menor crecimiento de la inversión pública (de 23.4% a 13.9%), y una menor acumulación de existencias (Cuadro 14).

Durante 1996, se estima nuevamente una reducción en la generación de ahorro interno al alcanzar un 17,5% del PIB, frente a 18.4% de 1995. La generación de ahorro privado mostró una ligera recuperación al situarse en el 9.2% del PIB, con un incremento de 0.5 puntos porcentuales respecto de 1995, lo que compensó el descenso de 1.4 puntos porcentuales en el ahorro público (Cuadro 15).

Los fenómenos que explican el desempeño de la actividad real son: i) la inevitable desaceleración del consumo que se da después de un proceso de apertura económica; ii) el efecto sobre el crecimiento real de las variables monetarias y crediticias causado por las sorpresas inflacionarias descritas anteriormente; iii) el momento y la magnitud del quiebre en la fase expansiva de la construcción de la vivienda; iv) la magnitud del ajuste del gasto inducido por la política monetaria; v) la duración de los bajos precios internos del café y su efecto en los ingresos y gastos reales del sector; vi) la incidencia en la actividad exportadora de la recesión de Venezuela, y vii) el efecto que la incertidumbre política tuvo en la actividad económica.

## V. CONCLUSIÓN

La política monetaria del Banco de la República estará orientada a alcanzar la meta de inflación de 18% durante 1997. El procedimiento consistirá en mantener su *meta intermedia*, la Base Monetaria, dentro del corredor que se ha especificado para este agregado. Se utilizarán como *instrumentos* de dicha política las operaciones de mercado abierto y la tasa interbancaria.

Del lado de las variables reales, el Departamento Nacional de Planeación espera que el Producto Interno Bruto crezca el 4% en términos reales, cifra con la que coinciden algunos analistas independientes. Este creci-

Cuadro 14.

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

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

Concepto	Participación porcentual						
	1990	1991	1992	1993	1994	1995pr	1996e
Consumo final	79,10	78,95	78,99	79,23	80,34	80,84	78,81
Consumo de los hogares	67,98	67,69	67,04	67,49	67,56	68,04	64,97
Consumo de las admones públicas	11,12	11,25	11,96	11,74	12,78	12,80	13,83
Formación bruta de capital	15,73	14,07	19,34	25,36	30,37	31,65	31,55
Formación bruta de cap. fijo	14,01	12,89	13,93	18,01	20,67	21,80	21,60
Inversión pública	5,07	5,12	6,25	6,81	6,94	8,12	8,98
Inversión privada	8,95	7,77	7,68	11,20	13,73	13,67	12,61
Variación de existencias	1,71	1,18	5,41	7,35	9,70	9,85	9,95
Absorción o demanda interna	94,82	93,02	98,33	104,59	110,71	112,49	110,35
Exportaciones	20,72	22,74	23,08	23,26	21,99	22,59	23,08
Importaciones	15,55	15,76	21,41	27,85	32,70	35,08	33,43
PIB	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

Concepto	Crecimiento porcentual							Promedio geométrico
	1990	1991	1992	1993	1994	1995pr	1996e	
Consumo final	3,03	1,81	4,11	5,70	7,30	6,01	0,40	4,02
Consumo de los hogares	3,02	1,57	3,03	6,10	5,92	6,10	(1,65)	3,41
Consumo de las admones públicas	3,09	3,25	10,56	3,44	15,23	5,54	11,30	7,39
Formación bruta de capital	(1,17)	(8,74)	42,98	38,20	26,71	9,80	2,65	14,28
Formación bruta de cap. fijo	(3,34)	(6,17)	12,42	36,26	21,43	11,12	2,04	9,71
Inversión pública	(14,07)	3,09	26,88	14,97	7,69	23,40	13,90	10,06
Inversión privada	4,01	(11,42)	2,88	53,57	29,79	4,91	(5,00)	9,46
Variación de existencias	21,08	(29,72)	376,86	43,20	39,66	7,00	4,00	36,94
Absorción o demanda interna	2,31	0,06	9,99	12,09	12,01	7,05	1,03	6,25
Exportaciones	17,59	11,96	5,59	6,22	0,04	8,20	5,23	7,71
Importaciones	7,85	3,42	41,35	37,07	24,25	13,00	(1,84)	16,87
PIB	4,28	2,00	4,04	5,39	5,81	5,36	2,99	4,26

(pr) Preliminar, DANE; (e) Estimación, DNP.

1/ Las cifras de inversión pública y privada corresponden a estimaciones del DNP.

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

Cuadro 15.  
Ahorro interno. Participación % sobre PIB nominal

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

(pr) Preliminar; (e) Estimación.

Para 1994,1995 y 1996 las estimaciones de ahorro corresponden al Departamento Nacional de Planeación (DNP).

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



miento del PIB es factible si se cumplen los supuestos de la programación macroeconómica y las políticas monetaria, cambiaria y fiscal. No sobra recalcar que es indispensable profundizar el ajuste fiscal, para lo cual se requerirá adoptar medidas para suplir los menores ingresos que se habían buscado con la Emergencia Económica, y para enfrentar a las nuevas circunstancias que ahora tiene la economía en el frente externo.

Por lo demás, en adición al logro del equilibrio fiscal en 1997, es necesario que el Gobierno y el Congreso de la República continúen el análisis de las finanzas del Estado, con el objeto de lograr una transformación estructural de las mismas que le permita al país alcanzar un mayor crecimiento de largo plazo, acompañado de mayor estabilidad de precios<sup>18</sup>.

## *VI. SITUACIÓN FINANCIERA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA*

### **A. Reservas internacionales**

#### *Criterios de administración*

Las reservas internacionales son administradas por el Banco de la República bajo 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 como capital de trabajo, garantizando la disponibilidad inmediata de divisas.

En línea con lo anterior, el portafolio de inversiones es acorde con la distribución por monedas de las operaciones del país con el exterior. Al final de 1996 la composición del portafolio de inversiones fue la siguiente: dólares americanos, 77.4%; marcos alemanes, 14.4%; yenes japoneses, 4.9%; y otras monedas 3.3%<sup>19</sup>. Es de anotar que esta política de inversión, en el corto plazo, algunas veces trae como consecuencia ingresos o egresos extraordinarios producto de las variaciones de las tasas de cambio de las diferentes monedas frente al dólar, sin embargo, permite que haya un equilibrio entre la composición de las reservas internacionales y la de los pagos externos.

### *Saldos de las reservas internacionales*

Al finalizar el año 1996, las reservas internacionales netas<sup>20</sup> alcanzaron un monto de US\$ 9,897 m., con un incremento de US\$ 1,572 m. frente al saldo obtenido el año anterior (Cuadro 16). La mayor parte de dicho incremento, US \$1,519 m., se produjo en el mes de diciembre. Del saldo total, US\$ 9.184 m., 92.8%, son inversiones financieras en el exterior en depósitos y títulos valores y el saldo restante, US\$ 712.2 m., 7.2%, está representado de la siguiente forma: US\$ 447 m. en aportes al Fondo Monetario Internacional y al Fondo Latinoamericano de Reservas, US\$ 176.4 m. en Derechos Especiales de Giro (DEG), US\$ 132.5 m. en oro, pesos andinos y disponibilidades en caja y US\$43.6 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\$ 8,263.2 m. y bajo la administración de las firmas Barclays de Zoette Wedd y J. P. Morgan Investment Management US\$ 921.2 m., según estrictas pautas acordadas con el Banco.

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

El portafolio de inversiones, incluyendo el de gestión directa y el entregado en administración, está colocado en un 68.5% en papeles de gobiernos soberanos y en un 31.5% en instituciones bancarias. El riesgo crediticio de las inversiones, de acuerdo con las entidades calificadoras de riesgo<sup>21</sup>, es el siguiente: el 70.7% "AAA", el 11.3% "AA -", el 8.7% "AA +", el 6.8% "AA" y el 2.5% "A +".

Al finalizar 1996, el capital de trabajo para asegurar la disponibilidad de divisas inmediata fue de US\$ 958.8 m. Su monto en cada momento del tiempo está determinado en función del promedio mensual de los pagos por importaciones de bienes, según la balanza cambiaria 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 en 1996 ascendieron a US\$ 251.3 m., producto de rendimientos por US\$ 382 m., que equivalen a una tasa de interés de colocación implícita del 5%, y de egresos por US\$ 130.7 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.

Cuadro 16.

## Principales componentes de las reservas internacionales

(Millones de dólares)

Descripción	Diciembre	Participación	Diciembre	Participación	Diciembre	Participación
	1994	%	1995	%	1996*	%
<b>Caja</b>	31,6	0,4	22,7	0,3	18,2	0,2
Efectivo en caja	22,4	0,3	19,2	0,2	17,0	0,2
Depósitos a la orden	9,2	0,1	3,5	0,0	1,2	0,0
<b>Inversiones</b>	7.453,6	93,1	7.723,9	92,8	9.184,4	92,8
Portafolio directo	6.838,0	85,4	7.030,4	84,5	8.263,4	83,5
Portafolio en administración	615,6	7,7	693,5	8,3	921,0	9,3
<b>Cuentas por cobrar</b>	0,0	0,0	1,3	0,0	0,2	0,0
<b>Oro</b>	111,9	1,4	103,5	1,2	93,5	0,9
Caja	25,1	0,3	5,6	0,1	3,0	0,0
Custodia	86,8	1,1	97,9	1,2	90,5	0,9
<b>Fondo Monetario Internacional</b>	296,5	3,7	377,8	4,5	413,3	4,2
Derechos especiales de giro	169,9	2,1	176,7	2,1	176,4	1,8
Posición de reservas	126,6	1,6	201,1	2,4	236,9	2,4
<b>Fondo Latinoamericano de Reservas</b>	210,0	2,6	220,0	2,6	230,0	2,3
Aportes	190,0	2,4	200,0	2,4	210,0	2,1
Pesos andinos	20,0	0,2	20,0	0,2	20,0	0,2
<b>Convenios Internacionales</b>	0,0	0,0	8,1	0,1	0,6	0,0
<b>Total reservas brutas</b>	8.103,6	101,3	8.457,3	101,6	9.940,2	100,4
<b>Pasivos a corto plazo</b>	100,8	1,3	132,8	1,6	43,6	0,4
Organismos internacionales	6,2	0,1	4,7	0,1	3,2	0,0
Saldo convenios internacionales	3,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ordenes de pago no presentadas al cobro	5,2	0,1	6,8	0,1	5,8	0,1
Depósitos cuenta corriente tesorería	42,1	0,5	42,9	0,5	24,0	0,2
Depósitos cta. cte. otras entidades	43,8	0,5	74,0	0,9	9,3	0,1
Cuentas por pagar en compra inversiones	0,0	0,0	4,4	0,1	1,3	0,0
<b>Total reservas netas</b>	8.002,8	100,0	8.324,5	100,0	9.896,6	100,0

\* Cifras provisionales.

## **B. Situación financiera**

### ***Resultados de 1996***

En los Cuadros 17 y 18 se presenta el Balance y el Estado de Resultados del Banco de la República a diciembre de 1995 y 1996. Como se puede observar, el hecho principal lo constituye el incremento de las reservas internacionales, \$ 1.634.5 mm., reseñado en el literal anterior. Este fenómeno, de una parte, explica el 95.5% de la variación total del activo, y de otra, el incremento por \$ 1.046.9 mm. de los títulos de participación, que fue necesario colocar para esterilizar el efecto monetario de la acumulación de reservas.

Con respecto al estado de pérdidas y ganancias, las utilidades descienden de \$ 294.2 mm. en 1995 a \$ 137.8 mm. en 1996. Esta reducción se explica principalmente por el menor rendimiento de las reservas internacionales originado por la revaluación del dólar. No obstante, el incremento de ingresos por valorización de las inversiones en moneda nacional, \$ 203.5 mm., y los menores egresos por el costo de la colocación de títulos de participación<sup>22</sup>, compensaron parcialmente el efecto del menor rendimiento de las reservas.

### ***Constitución de reservas y distribución de utilidades***

En concordancia con lo establecido en los Estatutos del Banco de la República, la Junta Directiva distribuyó las utilidades generadas en el ejercicio de 1996 de la siguiente manera: i) \$ 32 mm. para reserva de estabilización monetaria y cambiaria; ii) \$ 3.3 mm. para reserva de resultados cambiarios; iii) \$ 2.5 mm. para inversión neta en bienes para la actividad cultural, y iv) el remanente, \$ 100 mm. para el Gobierno Nacional, suma que será transferida dentro del primer trimestre del presente año.

Por otra parte, la Junta decidió mantener en \$ 95 mm. la reserva creada el año anterior para fluctuaciones de moneda, con el propósito de utilizarla en el presente año en el evento de que se presenten pérdidas por este concepto.

### ***Presupuesto para 1997***

Las proyecciones de ingresos y gastos del Banco de la República para 1997 dan como resultado una pérdida de \$ 32 mm. (Cuadro 18). La reserva de estabilización monetaria y cambiaria constituida con parte de las utilida-

## Cuadro 17.

## Balance del Banco de la República - Resultados de 1995-1996

( Miles de millones de pesos)

	Diciembre 1995		Diciembre 1996	
	Saldos	Participación %	Saldos	Participación %
<b>Activos</b>	11.088,4	100,0	12.798,9	100,0
Reservas internacionales brutas	8.345,2	75,3	9.979,7	78,0
Aportes en organismos internacionales	1.048,4	9,5	1.032,5	8,1
Inversiones	628,8	5,7	716,1	5,6
Sector público	553,6	5,0	716,1	5,6
Sector financiero	75,2	0,7	0,0	0,0
Sector privado	0,0	0,0	0,0	0,0
Cartera de créditos	379,8	3,4	331,7	2,6
Sector público Gobierno Nacional	5,3	0,0	5,0	0,0
Bancos comerciales	110,1	1,0	88,3	0,7
Corporaciones financieras	213,6	1,9	190,1	1,5
Corporaciones de ahorro y vivienda	0,0	0,0	0,0	0,0
Resto del sistema financiero	50,8	0,5	48,3	0,4
Expansión de crédito interno REPOS	232,4	2,1	0,0	0,0
Cuentas por cobrar	75,0	0,7	92,7	0,7
Otros activos netos	378,8	3,4	646,2	5,0
<b>Pasivo y patrimonio</b>	11.088,4	100,0	12.798,9	100,0
Pasivos M/E que afectan reservas internacionales	131,1	1,2	43,8	0,3
Base monetaria	6.267,0	56,5	6.627,3	51,8
Billetes en circulación	3.276,2	29,5	3.887,8	30,4
Moneda de tesorería	210,0	1,9	232,5	1,8
Depósitos para encaje bancos	2.048,8	18,5	1.589,7	12,4
Depósitos en Cta. Cte. resto sect. financ.	732,0	6,6	917,3	7,2
Otros depósitos del sector financiero	117,8	1,1	233,2	1,8
Pasivos Gobierno Nacional	46,1	0,4	55,6	0,4
Obligac. organismos internacionales	977,9	8,8	942,7	7,4
Pasivos por líneas externas	175,8	1,6	162,9	1,3
Títulos de Regulación Monetaria y Cambiaria	254,5	2,3	1.360,9	10,6
Títulos de participación	216,1	1,9	1.263,0	9,9
Certificados de cambio	1,1	0,0	0,8	0,0
Títulos a favor de las CAV.	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros	37,3	0,3	97,1	0,8
Cuentas por pagar	67,6	0,6	20,3	0,2
Otros pasivos	127,7	1,2	305,6	2,4
Patrimonio total	2.922,9	26,4	3.046,6	23,8
Capital	12,7	0,1	12,7	0,1
Reservas	0,0	0,0	100,7	0,8
Superávit patrimonial	2.456,4	22,2	2.604,2	20,3
Liquidación CEC	453,5	4,1	453,5	3,5
Ajuste cambiario 1993 en adelante y superávit	2.002,9	18,1	2.150,7	16,8
Valorizaciones	159,5	1,4	191,2	1,5
Resultados	294,3	2,7	137,8	1,1
Utilidades y/o pérdidas anteriores	0,0	0,0	0,0	0,0
Utilidades y/o pérdidas del ejercicio	294,3	2,7	137,8	1,1

Cuadro 18.

**Estado de pérdidas y ganancias- Banco de la República,  
1995-1996 y 1997(Proy)**

(Miles de millones de pesos)

	1995		1996		1997(Proy)	
	Flujos	Participación %	Flujos	Participación %	Flujos	Participación %
<b>I. Ingresos totales</b>	1.086,8	100,0	608,6	100,0	927,4	100,0
1. Ingresos operacionales	1.067,2	98,2	561,9	92,3	860,8	92,8
Intereses y rendimientos	887,9	81,7	475,8	78,2	662,0	71,4
Reservas internacionales netas	760,1	69,9	212,3	34,9	470,9	50,8
Gobierno Nacional	53,6	4,9	0,2	0,0	0,1	0,0
Líneas externas	60,7	5,6	51,9	8,5	48,0	5,2
Res. 33/84 deuda privada	8,1	0,7	1,5	0,2	0,7	0,1
Valoración inversiones M/N prec. mdo.	0,5	0,0	204,0	33,5	140,4	15,1
Otros	4,8	0,4	6,0	1,0	1,9	0,2
Comisiones	34,4	3,2	29,5	4,8	33,4	3,6
Servicios bancarios	28,7	2,6	26,2	4,3	30,4	3,3
Metales preciosos	3,2	0,3	0,9	0,2	0,0	0,0
Compraventa divisas	2,5	0,2	2,4	0,4	3,0	0,3
Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Diferencias en cambio	99,9	9,2	22,2	3,6	92,0	9,9
Moneda emitida y metales preciosos	38,6	3,6	28,9	4,8	69,0	7,4
Otros	6,4	0,6	5,5	0,9	4,4	0,5
2. Ingresos no operacionales	19,7	1,8	46,7	7,7	66,7	7,2
<b>II. Egresos totales</b>	792,6	100,0	470,8	100,0	959,5	100,0
1. Egresos operacionales	791,8	99,9	470,1	99,9	959,4	100,0
Intereses y rendimientos	304,2	38,4	126,2	26,8	493,3	51,4
Reservas internacionales netas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Títulos de participación	280,1	35,3	113,1	24,0	478,5	49,9
Certificados de cambio	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Títulos canjeables	3,4	0,4	1,3	0,3	1,1	0,1
Títulos CAV	12,6	1,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Líneas externas	8,2	1,0	11,8	2,5	13,7	1,4
Comisiones y honorarios	1,0	0,1	0,2	0,0	0,2	0,0
Diferencias en cambio	72,6	9,2	8,3	1,8	58,3	6,1
Certificados de cambio	1,2	0,2	0,0	0,0	0,3	0,0
Líneas externas	22,8	2,9	2,8	0,6	27,9	2,9
Otros	48,6	6,1	5,6	1,2	30,1	3,1
Valorización inversiones M/N (R.200)	162,9	20,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Costo de emisión especies monetarias	25,2	3,2	26,4	5,6	33,1	3,4
Gastos de personal	90,1	11,4	109,7	23,3	133,1	13,9
Pensiones de jubilación	98,7	12,5	147,6	31,4	175,8	18,3
Otros	37,2	4,7	51,6	11,0	65,7	6,8
2. No operacionales	0,8	0,1	0,7	0,1	0,1	0,0
<b>III. Utilidades o pérdidas del ejercicio incluida la depreciación</b>	294,2	37,1	137,8	29,3	(32,0)	(3,3)

Proy: Cifras proyectadas

des de 1996 se utilizará para cubrir estas posibles pérdidas. El resultado negativo proyectado obedece básicamente a los egresos derivados de las mayores colocaciones de títulos de participación, circunstancia asociada a los requerimientos de esterilización de la expansión monetaria generada por la acumulación prevista de reservas internacionales. Esta esterilización se hace indispensable para el logro de la meta intermedia de base monetaria que fue definida en la programación financiera.

La citada proyección del P y G del Banco de la República para 1997 es coherente con el déficit fiscal y la acumulación de reservas internacionales previstos en la programación financiera. Si el déficit fiscal y el incremento de las reservas internacionales superan estos niveles, sería necesaria una mayor esterilización monetaria y, por consiguiente, las pérdidas del Banco serían superiores.

Por último, cabe anotar que dentro de la proyección del presupuesto del Banco de la República para 1997 no se estimaron pérdidas por diferenciales cambiarios entre el dólar y otras monedas. En el caso de que estas se presenten, se sufragarán con cargo a la reserva para fluctuación de monedas mencionada en el numeral anterior.

# NOTAS

- 1 M1 = Efectivo en poder del público + depósitos en cuenta corriente en el 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.
- 2 Las Resoluciones 4, 10, 20, 21 y 25 de 1996 de la Junta Directiva disminuyeron los encajes de los depósitos oficiales a la vista del 70% al 21% y los igualaron con el porcentaje aplicable a los depósitos privados a la vista, que también se redujo del 40% al 21%. La Resolución 25 de 1996 continuó el desmonte de las inversiones sustitutivas del encaje aún vigentes, que beneficiaban a la Caja Agraria y al Banco Popular para computar como encaje, respectivamente, su cartera y los depósitos judiciales de bancos nacionalizados. La Resolución 22 eliminó el "carry over" negativo y redujo al 4% del requerido el "carry over" positivo (la Resolución 2 de 1997 lo redujo al 2%).
- 3 Las tasas de intervención en el mercado interbancario durante 1996 fueron como sigue: hasta finales de febrero: 21% y 41%; desde febrero hasta principios de diciembre: 25% y 35%; y terminaron el año en: 23% y 33%.
- 4 En este año los ingresos de capital de inversión extranjera se dirigieron fundamentalmente hacia los sectores petrolero (US\$ 1.101 m.); electricidad, gas y agua (US\$ 498 m.); manufacturas (US\$ 653 m.) y establecimientos financieros (US\$ 667 m.). Este rubro incluye inversiones en Chivor, Betania y en la construcción del gasoducto. La compra de Chivor significó ingresos de inversión extranjera por US\$ 238 m. y endeudamiento externo privado por US\$ 400 m. La venta de Betania por US\$ 302 m. atrajo capitales de inversión extranjera por US\$ 103 m. y generó endeudamiento externo por US\$ 193 m. La re-compra de acciones de Betania incrementó el endeudamiento del sector público en US\$ 95 m.
- 5 Cálculos preliminares revelan que durante el año se efectuaron desembolsos de deuda pública externa por US\$ 3.680 m. (US\$ 1.757 para el gobierno central) de los cuales, US\$ 1.877 m. correspondieron a emisión de bonos (US\$ 1.400 del gobierno central, US\$ 250 de la FEN, US\$ 125 del IFI y US\$ 111 de Bancoldex). Así mismo, las amortizaciones del sector público fueron de US\$ 2.079 m. (US\$ 711 del gobierno central).
- 6 No incluye arrendamiento financiero, el endeudamiento neto por este concepto fue US\$ 406 m.
- 7 Es importante mencionar que este nivel de endeudamiento fue generado, en parte, por el programa de privatizaciones del gobierno, y por el desarrollo de algunas obras de infraestructura, como el oleoducto Cusiana por OCENSA y la construcción de la red de distribución de gas.
- 8 La Tesorería colocó en el exterior recursos por US\$ 430 m., lo cual corresponde a parte de las privatizaciones realizadas durante la vigencia.
- 9 En parte, como resultado de ingresos tributarios menores en cerca de \$ 800 mm., respecto a las proyecciones iniciales del gobierno.
- 10 En este resultado vale la pena destacar el bajo crecimiento registrado por los ingresos provenientes de la actividad económica externa, el cual alcanzó el 10.6%.
- 11 La Junta acordó revisar periódicamente este corredor-meta para la base monetaria, según se vayan comportando variables como los precios, la demanda agregada y la velocidad de circulación monetaria.
- 12 Los primeros se originan fundamentalmente en los ingresos por ventas externas, tanto de café (US\$ 2.376 m.) como de petróleo (US\$ 3.353 m.), producto de la recuperación en los precios externos del grano y de un mayor volumen de crudo.
- 13 En particular, se prevé ingresos de capital de inversión extranjera directa por US\$ 2.570 m., de los cuales US\$ 1.013 m. estarían dirigidos al sector petrolero, US\$ 424 m. al sector manufacturero, US\$ 293 m. al sector de electricidad, gas y agua, US\$ 483 m. a la inversión en establecimientos financieros, y a otros sectores por US\$ 394 m.



- 14 De estas, US\$ 255 m. corresponderían al sector público (US\$ 190 m. al FEP, US\$ 200 m. al FNC y US\$ 27 a ECOPETROL, y se espera que el gobierno ingrese US\$ 162 m.
- 15 Este tipo de depósito existe desde la Resolución 21 de 1993. A partir de la Resolución 5 de 1996 se había fijado en 50% para los créditos con plazos hasta de 36 meses.
- 16 Si bien la operación de ingreso de divisas destinadas a la compra de Chivor se realizó a finales de 1996, el sector público recibió los recursos en 1997.
- 17 Véase: Echeverry, Juan Carlos (1995) "Auge y Perpetuación de una Inflación Moderada. Colombia 1970-1991". *Ensayos sobre Política Económica*, Banco de la República, No. 28, diciembre.
- 18 El análisis del problema del déficit estructural debe tomar en cuenta, entre otros temas, la problemática financiera de la seguridad social, de las transferencias territoriales y la eficiencia en el gasto público.
- 19 Las inversiones en otras monedas tienen cobertura cambiaria frente al yen japonés y al marco alemán.
- 20 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.
- 21 *Standard Poors, Moodys e IBCA.*
- 22 El menor costo por concepto de títulos de participación durante 1996, no obstante el mayor saldo de estos títulos a diciembre de 1996 frente a diciembre de 1995, obedece a que gran parte de la colocación de títulos se realizó en diciembre con el objeto de esterilizar el efecto monetario de las compras de divisas en el mes.