

NOTA EDITORIAL

INFORME DE LA JUNTA DIRECTIVA AL CONGRESO DE LA REPUBLICA

La Junta Directiva del Banco de la República de conformidad con lo previsto en el Artículo 5o. de la Ley 31 de 1992 presenta a la consideración del Congreso de la República un informe donde se señalan los resultados macroeconómicos en lo corrido de 1996. Luego, se presentan las metas adoptadas por la Junta Directiva para 1996 y las perspectivas de las distintas variables macroeconómicas para este año. Así mismo, se incluyen algunas consideraciones de mediano plazo. En la última sección se informa al Congreso sobre la administración y composición de las reservas internacionales, y la situación financiera prevista para el Banco al finalizar 1996.

I. INTRODUCCION

En lo corrido de 1996 se ha observado una desaceleración en el ritmo de expansión de la economía, inducida por la política monetaria, la recesión en Venezuela, el fin de la fase expansiva de la construcción (y de las compras de bienes durables en general), el descenso del precio del café durante 1995, y los efectos que los factores de índole política ocurridos en el último año hayan podido tener en la demanda. De otra parte, la corrección del desajuste económico existente en 1994 y 1995 era necesaria para garantizar un crecimiento sostenible y estable de la economía en el futuro, y aliviar presiones inflacionarias indeseables.

En este sentido, la tendencia de los agregados monetarios y crediticios registrada desde la segunda parte de 1995 deja entrever buenas perspecti-

vas en el frente de la inflación para el futuro, teniendo en cuenta los rezagos de la política monetaria. En 1996, dicha evolución no se refleja aún en descensos significativos de la tasa de inflación medida por el IPC debido, fundamentalmente, a tres factores: La inercia inflacionaria, los ajustes en los precios relativos de algunos servicios y choques al nivel de precios resultantes del incremento en el IVA, el desmonte de algunos subsidios y la aplicación de la sobretasa a la gasolina en algunas ciudades. Por otra parte, el comportamiento de los precios de los alimentos y los arrendamientos ha contribuido a la tendencia decreciente de la inflación observada desde enero de este año.

Respecto al primer factor -la inercia inflacionaria- vale la pena anotar que su reducción se está alcanzando gradualmente, a medida que se consolida la credibilidad de la política anti-inflacionaria y las metas de inflación comienzan a desplazar la inflación pasada en la fijación de algunos precios claves de la economía. El segundo factor, como se ilustrará en detalle más adelante, tiene que ver con incrementos sustanciales de los precios de algunos servicios como la salud y la educación. En tanto no se acomoden con expansión monetaria dichos aumentos, su efecto en la tendencia de la tasa de inflación no es preocupante. De forma similar, los mencionados choques al nivel de precios, no deberían incidir, en principio, en la tendencia de largo plazo de la inflación.

La principal preocupación de la Junta con respecto a su misión constitucional y al comportamiento económico general tiene que ver con la situación fiscal presente y futura. Para 1996, el programa macroeconómico indica que, de cumplirse las expectativas en torno a los ingresos por las privatizaciones y la reforma tributaria aprobada el año anterior, las finanzas públicas no presentarán un desajuste importante. Sin embargo, en lo corrido del año se ha observado una mayor ejecución del gasto del Gobierno Nacional que en años anteriores y un recaudo algo inferior a lo proyectado. Lo primero, se explica por un cambio en la estacionalidad anual del gasto, el cual no es problemático siempre y cuando se respeten las metas anuales. Lo segundo puede ser preocupante, pues a junio se había recaudado el 46.3% de lo previsto en la meta del año, incluyendo los ingresos de la amnistía tributaria, mientras que en junio de 1995 se había percibido el 48.6% de los ingresos anuales. Es claro que el incumplimiento de las metas de ingresos o gastos públicos conllevaría presiones inconvenientes sobre la tasa de cambio (revaluación) o la tasa de interés.

Para lo que resta de la década, ejercicios preliminares del Banco indican que, en ausencia de medidas de ajuste, se puede presentar un serio dete-

rioro del déficit y el ahorro del sector público, y especialmente del Gobierno Nacional. Una parte importante de este deterioro se origina en los crecientes egresos del Gobierno Nacional por transferencias a otras entidades del sector público, el bajo ahorro de estas últimas y los altos niveles de evasión tributaria aún existentes. Así, por ejemplo, el déficit del Sector Público no financiero pasaría del 0.6% del PIB en 1996 al 2.1% en 1997, 1.8% en 1998, 3.6% en 1999 y al 4.6% en el año 2000. En los mismos años, el déficit del Gobierno Nacional sería del 2.8%, 4.3%, 4.6% y 6.6% del PIB, respectivamente. Por su parte, el ahorro del Sector Público se reduciría del 9.7% del PIB en 1996 al 6.3% en el año 2000. Esto es todavía más alarmante si se considera que estos ejercicios contemplan los ingresos derivados de la explotación y exportación de petróleo. Por sus graves consecuencias en la asignación de recursos, el equilibrio externo y el bienestar general de la población, es indispensable que el Gobierno y el Congreso examinen de manera urgente y cuidadosa la posición de las finanzas públicas de los próximos años e introduzcan reformas que permitan darle mayor flexibilidad y control a la política fiscal.

Es claro que las cifras fiscales anteriormente descritas son incoherentes con el logro de menores tasas de inflación, estabilidad en la tasa de cambio real o tasas de interés moderadas. Con el proyecto de presupuesto para 1997, el Gobierno ha introducido una primera corrección en este sentido. En dicho proyecto, el presupuesto alcanza \$29.429 mil millones. En caso de aprobarse este proyecto, se estima que el Gobierno Nacional registrará un déficit total de operaciones efectivas de \$2.856 mil millones (2.66% del PIB) y un déficit primario de \$323 mil millones (0.3% del PIB)¹. Por otra parte, se calcula que el sector público consolidado registrará un déficit de \$264.5 mil millones (0.25% del PIB)². Un déficit superior sería claramente perjudicial para el logro de las metas macroeconómicas.

En cuanto al sector externo, durante el primer trimestre de 1996 se continuó registrando un déficit comercial. En lo corrido del año, sin embargo, se han observado bajas tasas de crecimiento de las importaciones, lo cual coincide con la desaceleración de la demanda interna. Por otro lado, se ha observado un bajo crecimiento de las exportaciones, particularmente en los dos primeros meses del año, el cual obedece primordialmente a la caída del valor de las exportaciones de café y al bajo dinamismo de las exportaciones no tradicionales, aunque estas han repuntado últimamente. Para el año completo, proyecciones del Banco apuntan hacia la generación de un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos

de alrededor del 6% del PIB, el cual podría ser menor si se mantiene la tendencia decreciente de las importaciones. Una parte importante de este déficit refleja la inversión que adelanta el país en el desarrollo de los proyectos petroleros y de infraestructura. Por la misma razón, la financiación del déficit se concentra mayoritariamente en flujos de largo plazo, especialmente inversión extranjera directa y endeudamiento de largo plazo.

Para el resto de la década, las proyecciones del Banco apuntan hacia una reducción, mas no eliminación, del déficit en cuenta corriente, a pesar de las entradas por las exportaciones de hidrocarburos. En este sentido, la Junta Directiva del Banco considera de gran importancia el incremento del ahorro interno hoy y en el futuro, como un elemento indispensable para sostener el equilibrio externo y el crecimiento económico de largo plazo. No sobra mencionar que el logro de mayores tasas de ahorro doméstico depende en buena parte de la generación de ahorro público, especialmente en el corto y el mediano plazo. Esto nos lleva a insistir nuevamente en una revisión cuidadosa y urgente de la situación fiscal, con el fin de aliviar la presión sobre el déficit externo y así evitar que se acentúen en Colombia los síntomas nocivos de la "enfermedad holandesa"³. Algunos miembros de la Junta Directiva incluso consideran que para corregir este problema sería deseable un superávit fiscal.

Respecto a la política cambiaria, cabe recordar que en 1996 la Junta Directiva del Banco ha mantenido la pendiente y la amplitud de la banda cambiaria del año anterior. Como es de conocimiento general, en agosto de 1995 la tasa de cambio se depreció abruptamente y desde entonces ha permanecido cerca del límite superior de la banda. El Banco intervino con cerca de US\$400 millones en el mercado cambiario durante el primer trimestre de este año, con el fin de defender la banda y así controlar presiones especulativas. Esta acción fue exitosa. Ultimamente la tasa de cambio se ha despegado del techo de la banda. De todas formas, el Banco cuenta con un saldo adecuado de reservas internacionales netas, equivalente a 6.7 meses de importaciones de bienes y a 4.5 meses aproximadamente de importaciones de bienes y servicios.

Finalmente, vale la pena anotar que la Junta Directiva continuará conduciendo las políticas monetaria y cambiaria con base en el logro de las metas de inflación establecidas y en cumplimiento de su mandato constitucional. Al respecto, cabe mencionar que, como se indicó en el Informe de marzo, desde 1996 la Junta ha actuado con un esquema de meta final de

inflación, utilizando los agregados monetarios como indicadores y sin abandonar la banda cambiaria. Este Informe presenta una breve descripción de dicho esquema y el estado de su desarrollo en Colombia.

II. PRINCIPALES RESULTADOS ECONOMICOS DEL PRIMER SEMESTRE DE 1996

A. Inflación

1. Meta de inflación

A finales de 1995 la Junta Directiva acordó fijar la meta de inflación para 1996 en 17%. En la programación financiera presentada en el informe de la Junta Directiva al Congreso el pasado mes de marzo, se mostró que esta meta era coherente con un déficit del sector público no financiero que no sobrepase el 0.6% del PIB y un crecimiento del crédito del sector financiero al sector privado no superior al 29%. Los corredores actualmente utilizados por la Junta para M1 y M3 arrojan crecimientos al final de 1996 de 20.6% y 25.3%, respectivamente. Así mismo, el programa financiero contempló el mantenimiento de la banda cambiaria y la revisión periódica de las tendencias de la inflación, con el fin de hacer los ajustes necesarios en las políticas monetaria, cambiaria y crediticia para lograr la meta de inflación.

2. Resultados

El crecimiento del Índice de Precios del Consumidor (IPC) el pasado mes de junio fue ligeramente inferior al observado en el mismo mes del año anterior, registrándose así una pequeña desaceleración en el ritmo de crecimiento anual de los precios respecto a los 5 meses inmediatamente anteriores (Gráfico 1). En junio de 1996 el IPC aumentó 19.7% anual, crecimiento inferior en 2 puntos porcentuales al observado en junio de 1995 y superior en 0.2 puntos porcentuales al de diciembre del mismo año (Cuadro 1). La ligera aceleración de la inflación en lo corrido del presente año se origina en el comportamiento de los precios de algunos servicios, en especial de la educación, el transporte, los combustibles, los servicios públicos a los hogares y la salud (Cuadro 2). Al respecto, cabe anotar que la inflación anual del IPC sin alimentos fue del 23.0% en junio de este año. La influencia más positiva en el comportamiento reciente de la inflación ha sido el bajo crecimiento de los precios de los alimentos. La influencia más negativa ha sido la incidencia de los incrementos de los precios de la educación (Gráfico 2).

Gráfico 1
Indice de precios al consumidor y del productor*
 Variaciones anuales

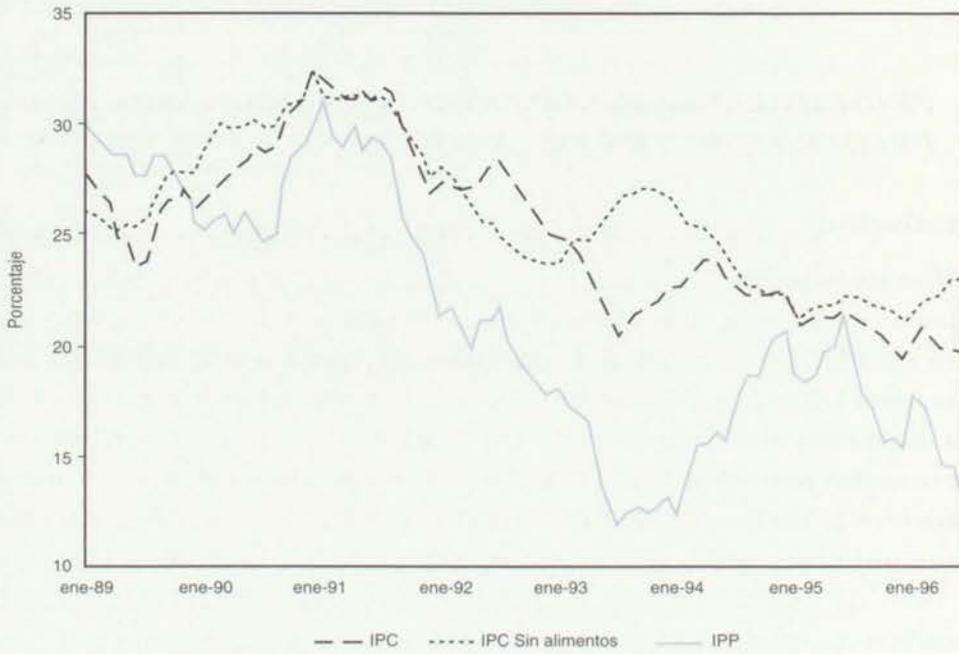
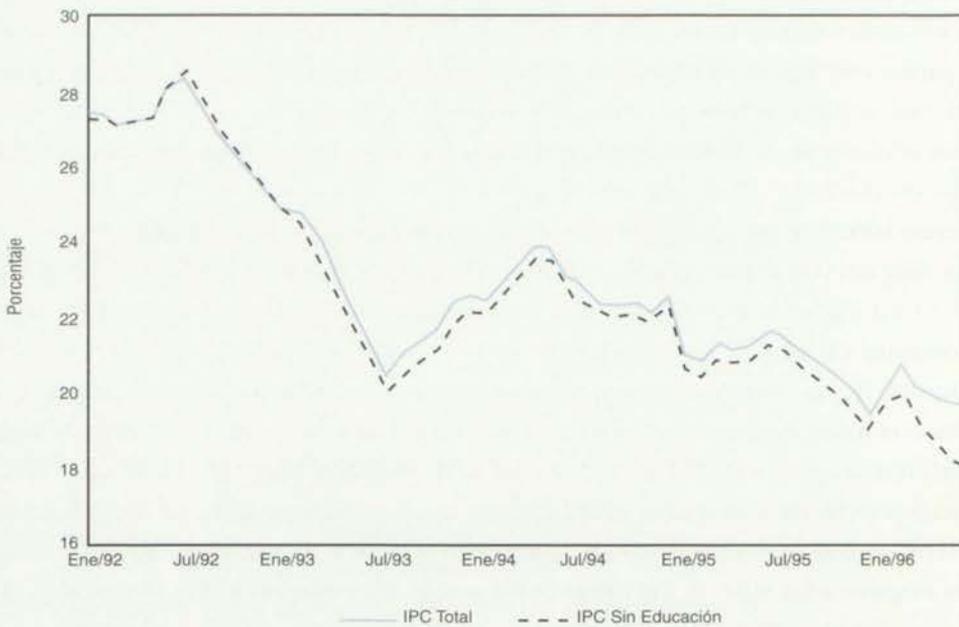


Gráfico 2
Indice de precios al consumidor
 Variaciones anuales



Cuadro 1
Indice de precios del productor y al consumidor
(Variaciones anuales)

Fin de:	IPC	IPC Sin alimentos	IPP	
1992	Enero	27,4	28,2	21,3
	Febrero	27,3	27,7	21,6
	Marzo	27,1	27,1	20,8
	Abril	27,2	26,4	19,8
	Mayo	27,3	25,7	21,2
	Junio	28,1	25,6	21,1
	Julio	28,4	24,9	21,8
	Agosto	27,7	24,5	19,9
	Septiembre	26,9	24,2	19,3
	Octubre	26,3	24,0	18,7
	Noviembre	25,7	23,8	18,2
	Diciembre	25,1	23,8	17,9
1993	Enero	24,8	23,8	18,1
	Febrero	24,7	24,6	17,3
	Marzo	24,2	24,8	16,9
	Abril	23,1	24,7	16,6
	Mayo	22,2	25,4	14,4
	Junio	21,4	25,8	13,0
	Julio	20,5	26,2	11,9
	Agosto	21,1	27,0	12,5
	Septiembre	21,4	26,9	12,8
	Octubre	21,7	27,0	12,5
	Noviembre	22,4	27,1	12,7
	Diciembre	22,6	26,8	13,2
1994	Enero	22,5	26,2	12,4
	Febrero	23,0	25,6	14,1
	Marzo	23,4	25,5	15,5
	Abril	23,9	25,2	15,6
	Mayo	23,9	24,7	16,0
	Junio	23,1	23,9	15,7
	Julio	22,7	23,5	17,3
	Agosto	22,4	22,6	18,7
	Septiembre	22,3	22,6	18,6
	Octubre	22,4	22,4	19,9
	Noviembre	22,2	22,3	20,4
	Diciembre	22,6	22,4	20,7
1995	Enero	21,0	21,2	18,7
	Febrero	20,9	21,3	18,4
	Marzo	21,3	21,8	18,7
	Abril	21,2	21,8	19,7
	Mayo	21,3	21,8	20,0
	Junio	21,7	22,1	21,5
	Julio	21,5	22,1	19,4
	Agosto	21,1	22,2	17,8
	Septiembre	20,8	21,8	17,2
	Octubre	20,5	21,7	15,7
	Noviembre	20,1	21,5	15,8
	Diciembre	19,5	21,0	15,4
1996	Enero	20,2	21,3	17,7
	Febrero	20,8	22,1	17,4
	Marzo	20,2	22,0	16,3
	Abril	19,9	22,5	14,6
	Mayo	19,8	23,0	14,6
	Junio	19,7	23,0	13,0

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

Cuadro 2
Indice de precios del consumidor - Total nacional ponderado
 (Variaciones anuales - diciembre)

	1992	1993	1994	1995	1996*
Alimentos	27,8	14,5	23,0	16,2	12,8
Vivienda	24,3	29,5	24,7	21,6	22,2
Vestuario	18,9	18,2	12,9	12,6	11,8
Salud	31,7	27,1	26,8	23,1	23,5
Educación	25,2	28,0	25,7	25,9	38,6
Transporte	19,7	26,7	18,8	17,6	20,8
Otros gastos	25,1	23,5	18,8	23,4	21,1
Total sin alimentos	23,8	26,9	22,4	21,0	23,0
Total IPC	25,1	22,6	22,6	19,5	19,7

* Variaciones anuales mes de junio de 1996.
 Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DAE) y cálculos del Banco de la República.

El Índice de Precios del Productor (IPP), registró en junio de 1996 una variación anual de 13.0%, inferior en 2.4 puntos porcentuales a la observada en diciembre de 1995. La desaceleración de la inflación del productor se explica principalmente por el menor ritmo de crecimiento de los precios de los bienes producidos y consumidos internamente, los cuales disminuyeron su variación anual de 14.8% en diciembre de 1995 a 12.4% el pasado mes de junio (Cuadro 3). Esta desaceleración también se explica por el comportamiento de los precios de algunos alimentos. La variación anual de los precios de los bienes importados fue de 17.9%, inferior en 1.9 puntos porcentuales a la observada en diciembre de 1995. Para el segundo semestre de este año desaparecerá el impacto que la mayor depreciación del tipo de cambio ocurrida desde agosto de 1995 ha tenido sobre la inflación anual de los precios de los bienes importados.

Por su parte, la denominada inflación básica, calculada como el crecimiento del IPC total, excluidos los alimentos sin procesar, los servicios estatales y el transporte, ha venido incrementándose durante lo corrido del presente año, presentando el pasado mes de junio un crecimiento anual de 22.7%, superior en 0.4 puntos porcentuales al observado en junio de 1995 y en 1.2 puntos porcentuales al de diciembre del mismo año (Cuadro 4).

En síntesis, la relativa estabilidad de la inflación en la primera parte de 1996 se explica por factores negativos y positivos. Entre los negativos se encuentran: El comportamiento de los precios de la educación, la política de tarifas de servicios públicos, la sobretasa a la gasolina en algunos muni-

Cuadro 3
Indice de precios del productor
(Variaciones anuales)

Actividad	Diciembre			
	1993	1994	1995	1996*
I, SEGUN USO O DESTINO ECONOMICO				
A) Consumo intermedio	10,9	21,8	15,6	12,5
B) Consumo final	15,5	21,6	15,8	13,2
C) Formación de capital	12,9	12,7	14,2	15,6
D) Materiales de construcción	22,1	14,6	11,7	15,0
II, SEGUN ORIGEN INDUSTRIAL				
A) Agricultura, silvicultura y pesca	11,6	37,5	13,0	5,7
1, Consumo intermedio	10,0	37,7	12,2	5,6
2, Consumo final	16,8	37,3	15,3	6,1
3, Formación de capital	4,4	21,6	14,0	-0,8
B) Explotación de minas y canteras	10,8	4,8	15,4	10,2
1, Consumo intermedio	9,3	5,2	16,7	10,6
2, Consumo final	25,0	6,9	18,6	20,0
3, Materiales de construcción	22,2	0,1	0,6	0,6
C) Industria manufacturera	13,8	16,2	16,3	15,9
1, Consumo intermedio	11,4	14,8	17,7	16,8
2, Consumo final	15,3	18,6	15,9	14,9
3, Formación de capital	13,1	12,4	14,2	16,1
4, Materiales de construcción	22,1	15,3	12,3	15,6
III, SEGUN PROCEDENCIA				
A) Producidos y consumidos	13,7	22,3	14,8	12,4
1, Consumo intermedio	11,2	23,8	14,2	11,2
2, Consumo final	15,6	22,0	16,0	13,1
3, Formación de capital	15,4	16,3	14,8	17,6
4, Materiales de construcción	22,5	15,1	11,4	14,3
B) Importados	10,0	10,5	19,8	17,9
1, Consumo intermedio	9,3	11,3	23,5	19,4
2, Consumo final	13,2	10,5	10,9	17,2
3, Formación de capital	10,4	8,9	13,6	13,5
4, Materiales de construcción	13,1	1,7	21,3	35,5
Total	13,2	20,7	15,4	13,0
* Variación anual mes de junio de 1996.				
Fuente: Banco de la República. Subgerencia de Estudios Económicos				

Cuadro 4

Indice de precios al consumidor - Inflación total e inflación «Básica» 1/

(Variaciones anuales)

Período	Total	Alimentos	Servicios	Inflación básica 1/	
1994	Julio	22,7	21,0	28,0	22,9
	Agosto	22,4	21,9	26,8	22,2
	Septiembre	22,3	21,8	27,1	22,1
	Octubre	22,4	22,3	26,9	22,0
	Noviembre	22,2	22,0	26,8	21,9
	Diciembre	22,6	23,0	27,0	22,1
1995	Enero	21,0	20,7	25,2	21,8
	Febrero	20,9	20,0	24,8	21,8
	Marzo	21,3	20,5	25,3	22,0
	Abril	21,2	19,9	25,5	22,1
	Mayo	21,3	20,3	25,6	21,9
	Junio	21,7	20,7	26,0	22,3
	Julio	21,5	20,2	25,2	22,4
	Agosto	21,1	18,7	25,0	22,5
	Septiembre	20,8	18,7	24,4	22,1
	Octubre	20,5	18,0	24,3	22,1
	Noviembre	20,1	17,3	24,0	21,9
	Diciembre	19,5	16,2	23,3	21,5
1996	Enero	20,2	18,1	23,4	21,7
	Febrero	20,8	18,2	24,5	22,4
	Marzo	20,2	16,5	24,4	22,3
	Abril	19,9	14,6	25,1	22,4
	Mayo	19,8	13,1	26,0	23,0
	Junio	19,7	12,8	26,4	22,7

Nota: Los servicios estatales incluyen gas, cocinol, gasolina y cartas.
 Los alimentos agropecuarios incluyen el total de alimentos menos el rubro bebidas y gaseosas.
 1/ Excluye del total: alimentos agropecuarios, servicios estatales y transporte.
 Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE).

cipios, la reducción de algunos subsidios, el aumento del IVA y la negociación de incrementos salariales superiores a la meta de inflación; por su parte, el comportamiento de los precios de los alimentos y el vestuario han contribuido a moderar el crecimiento de los distintos índices. La evolución de los precios del productor durante el primer semestre ha estado determinada también por la devaluación y los mayores precios internacionales de algunos productos. Sin embargo, al concluir el ciclo del impacto que la mayor devaluación de 1995 tuvo en la inflación anual de los bienes importados, y al ajustarse los costos de algunos sectores como consecuencia de la desaceleración económica, se espera que los precios al productor alcancen incrementos moderados durante el segundo semestre del año.

Preocupa a la Junta la dificultad de lograr la meta de inflación del IPC del 17% en diciembre de 1996, pero se considera bastante probable un comportamiento más favorable de los precios en 1997.

B. Indicadores de actividad económica

Como se mencionó inicialmente, el panorama de la economía en 1996 es de desaceleración. De acuerdo con las proyecciones de distintas entidades públicas y privadas, el crecimiento real del PIB este año se ubicará entre el 3% y el 4%. Para la primera parte del año, el Cuadro 5 ilustra claramente que la economía se ha colocado en la parte alta de este rango, según cuatro indicadores convencionales de actividad económica.

Cuadro 5			
Indicadores de actividad económica. Primera parte del año			
	1994	1995	1996
	%	%	%
Crecimiento del PIB (Primer trimestre)	6,20	6,40	3,90
Crecimiento de la producción industrial sin trilla de café (Primer trimestre)	8,14	4,37	-0,32
Crecimiento de los despachos de cemento (Primer semestre)	18,33	4,84	-11,72
Tasa de desempleo, 7 áreas metropolitanas (Junio)	9,80	9,00	11,70

Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DAE), Departamento Nacional de Planeación (DNP), e Instituto Colombiano de Productores de Cemento (ICPC).

C. Agregados monetarios y crediticios

1. Política monetaria y crédito

Al comenzar el año se aprobaron corredores monetarios de M1 y M3⁴ para 1996 que suponían tasas de crecimiento anual de 23% y 31.4%, respectivamente. Dichos corredores fueron revisados por la Junta recientemente, considerando las nuevas condiciones imperantes en la economía, en particular, la menor tasa de crecimiento del producto esperada y las mayores tasas de interés observadas durante el primer semestre del año. Así, los nuevos corredores de M1 y M3+Bonos implican crecimientos anuales a finales de 1996 del 20.6% y 27.0%, respectivamente.

Vale la pena señalar, además, que, como se mencionó en el informe presentado por la Junta Directiva al Congreso el pasado mes de marzo, los corredores monetarios han dejado de cumplir el papel de "meta intermedia" única, debido a la inestabilidad que han presentado recientemente los agregados monetarios. Por esta razón, la Junta emplea este instrumento junto con otras variables financieras y del sector real, como indicadores que le permiten evaluar las presiones inflacionarias existentes. De acuerdo con el análisis del comportamiento del conjunto de indicadores utilizados, el Ban-

co coordina los instrumentos que están a su alcance para lograr que la política monetaria facilite el cumplimiento de la meta final de inflación.

Si bien el crecimiento previsto para los agregados monetarios ha significado una reducción de sus tasas anuales de crecimiento, las fuentes de emisión primarias no han sido suficientes para atender adecuadamente la demanda del público por estos agregados. En consecuencia, ha sido necesaria la adopción de una política monetaria que genere la liquidez requerida. La disminución de los niveles de encaje promedio y de su dispersión y la contracción significativa de las OMA le han suministrado a la economía los niveles de liquidez requeridos. En lo corrido del año, y en la medida en que la programación monetaria lo ha permitido, la Junta redujo el encaje ordinario de los depósitos en cuenta corriente a 33%, manteniendo el encaje marginal en 21%. Respecto a los CDT, se estableció el encaje marginal en 7% para aquellos de menos de seis meses, se redefinieron los saldos sobre los cuales se aplica el encaje ordinario para este tipo de depósitos, y se impusieron encajes marginales del 7% sobre los bonos ordinarios con términos de entre 12 y 18 meses.

En la reunión del 27 de junio, la Junta Directiva acordó que la estructura deseada para los encajes sería la siguiente: Los encajes sobre los depósitos en cuenta corriente deben llegar al 15%, los de las cuentas de ahorro, al 10%, los de los títulos a término de menos de 18 meses, al 7%, y los de los títulos de más de 18 meses, al 0%.

En este punto, vale la pena destacar dos ideas básicas sobre la política de encajes que ha seguido la Junta. En primer lugar, y como se acaba de describir, la Junta ha procurado reducir el promedio y la dispersión de los encajes. Con lo primero se ha satisfecho sin duda una condición necesaria para la reducción del margen de intermediación del sistema financiero colombiano, en tanto que lo segundo ha permitido morigerar las fluctuaciones de liquidez que se producen a lo largo de los ciclos de pagos de la economía (como, por ejemplo, el de recaudos, traslados y pagos de la Tesorería).

En segundo lugar, es necesario aclarar que los niveles de mediano plazo de los diferentes encajes se fijan con base en estudios empíricos detallados sobre contingencias de caídas de depósitos que podrían poner en dificultades a las entidades financieras. El propósito es, entonces, darle estabilidad a los encajes, mientras se suministra y recoge liquidez de la economía a través de operaciones de mercado abierto.

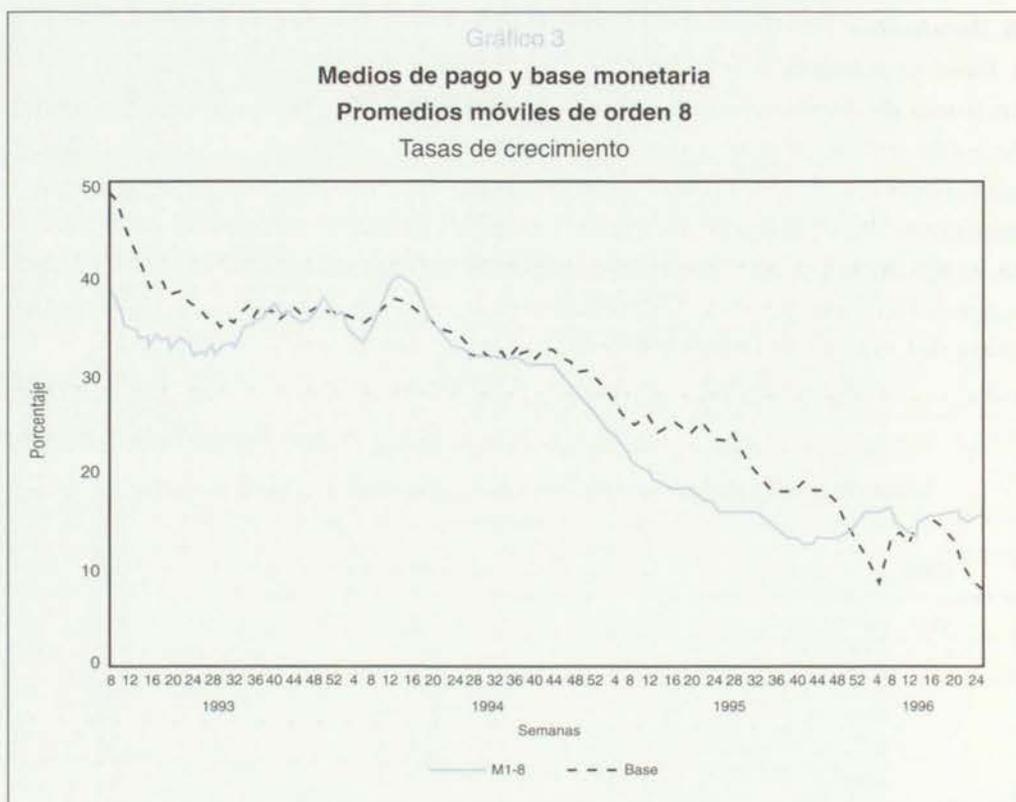
2. Resultados

a. Base monetaria

En junio de 1996, ascendió a \$5.928 mil millones con crecimiento anual de 6.6%, inferior en 16 puntos porcentuales al obtenido en junio de 1995 (Cuadro 6 y Gráfico 3). Esta reducción en el ritmo de aumento de la base monetaria se explica principalmente por el bajo crecimiento de la reserva, -0.8% anual, como resultado de cambios en la composición de los pasivos sujetos a encaje y de las reducciones presentadas en los niveles requeridos del encaje, las cuales fueron comentadas anteriormente.

Cuadro 6			
Tasas de crecimiento anual de los medios de pago y la base monetaria			
Fin de:	M1	BASE	
1993	Enero	38,9	48,4
	Febrero	35,5	40,8
	Marzo	34,0	41,7
	Abril	30,3	32,9
	Mayo	31,3	37,0
	Junio	30,4	34,1
	Julio	34,2	34,6
	Agosto	34,6	38,4
	Septiembre	36,6	36,0
	Octubre	34,0	35,6
	Noviembre	33,9	34,0
	Diciembre	30,0	33,4
1994	Enero	33,6	35,9
	Febrero	37,8	36,4
	Marzo	37,4	38,3
	Abril	32,1	35,0
	Mayo	31,2	29,3
	Junio	30,4	29,8
	Julio	32,7	33,6
	Agosto	30,4	28,4
	Septiembre	30,0	31,9
	Octubre	30,2	31,0
	Noviembre	24,7	28,6
	Diciembre	25,3	27,5
1995	Enero	22,7	26,2
	Febrero	19,1	25,8
	Marzo	19,3	15,9
	Abril	19,1	26,1
	Mayo	16,6	26,5
	Junio	17,8	22,6
	Julio	16,8	18,6
	Agosto	12,9	20,8
	Septiembre	12,9	20,1
	Octubre	12,0	18,1
	Noviembre	14,0	15,7
	Diciembre	19,7	11,2
1996	Enero	14,7	14,2
	Febrero	14,1	8,8
	Marzo	18,9	22,5
	Abril	13,9	8,6
	Mayo	14,3	5,6
	Junio	15,0	6,6

Nota: Se refiere a los agregados monetarios redefinidos.



b. Medios de pago

Durante lo corrido de 1996, se continuó reduciendo el ritmo de crecimiento de los medios de pago, reflejando los cambios en la demanda provenientes principalmente del comportamiento de las tasas de interés y del menor dinamismo de la actividad económica. En junio de 1996, ascendieron a \$7.107 mil millones, con un crecimiento anual de 15%, inferior en 2.8 puntos porcentuales al observado un año atrás (Cuadro 6 y Gráfico 3). El efectivo registró un crecimiento anual de 18.6% y las cuentas corrientes de 13.1%. Dentro de estas últimas, las privadas aumentaron 8.5% y las públicas, 21.3% (Cuadro 7). Entre enero y junio del presente año el M1 se ubicó, en promedio, sobre el punto mínimo del corredor definido para esta variable (Gráfico 4)⁵. No obstante, el Banco no suministró mayor liquidez a la economía, puesto que el análisis efectuado por la Junta Directiva a las demás variables de seguimiento, señaló que una acción en esa dirección era inconveniente. En efecto, el indicador de la inflación básica mostraba la existencia de presiones inflacionarias que comprometían la meta de inflación. Por otra parte, el agregado conformado por el M3 más los bonos emitidos por las entidades financieras se ubicaba dentro de su correspondiente corredor y la tasa de cambio nominal se situaba en el techo de la banda cambiaria.

Cuadro 7

Evolución de los componentes de los medios de pago ampliados (M3)

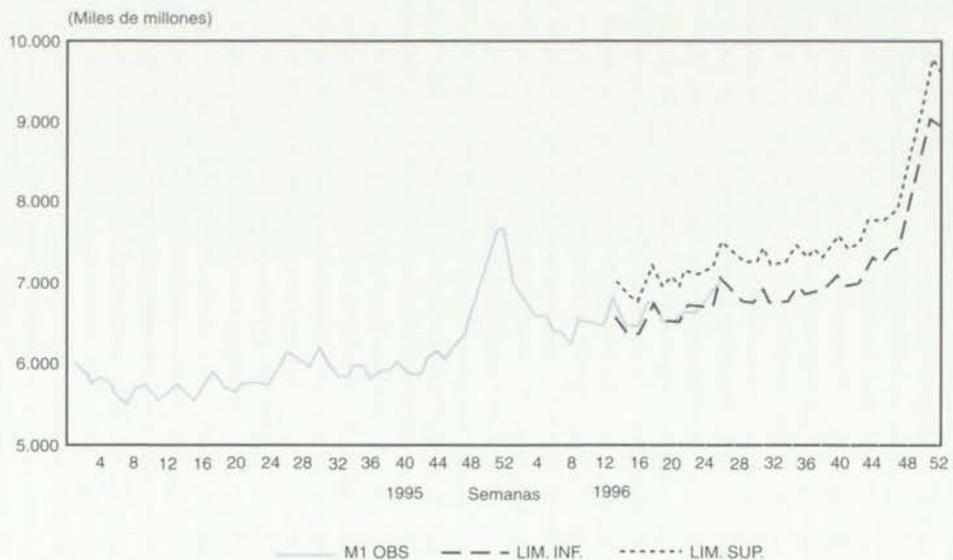
(Miles de millones de pesos y porcentajes)

	Saldo a junio 28 1996	Variaciones porcentuales		
		Semana	Corrido año	Anual
1. M3 = ER + PSE	29.763	0,7	4,9	16,2
2. Efectivo redefinido (ER) *	2.525	6,6	-12,1	18,6
3. Pasivos sujetos a encaje (PSE)	27.238	0,2	6,8	16,0
Cuentas corrientes	4.583	1,0	-4,7	13,1
Privadas	2.798	2,8	-12,4	8,5
Públicas	1.784	-1,7	10,4	21,3
Depósitos fiduciarios	871	9,0	47,7	34,1
Depósitos a la vista	351	2,2	-9,4	4,8
Cuentas de ahorro	3.838	-1,7	2,6	21,7
UPAC	5.003	0,4	9,9	16,2
Depósitos ordinarios de las CAV	668	-7,0	-21,0	7,7
CDT	11.923	0,2	12,8	15,0
Items de memorando				
Bonos de bancos	796	1,1	94,1	253,2
Bonos de corfinancieras	927	0,2	37,9	81,5
Bonos de CAV	571	9,5
Bonos de compañías	290	1,5	189,4	...
Total bonos	2.583	2,5	107,4	229,5
M3 + Bonos	32.346	0,8	9,2	22,5

Cifras provisionales.
* Incluye solamente billetes y monedas en poder del público.

Gráfico 4

Corredor de M1



c. Oferta monetaria ampliada

Los medios de pago ampliados - M3, ascendieron a \$29.763 mil millones, con una variación anual de 16.2% (Cuadro 7), inferior en 21.6 puntos porcentuales a la obtenida en junio de 1995. El conjunto de los pasivos sujetos a encaje presentó una variación anual de 16.0%, destacándose el comportamiento de los CDT y de las cuentas de ahorro, con incrementos de 15.0% y 21.7%, respectivamente (Gráfico 5)⁶. Al adicionar al M3 el saldo de los bonos colocados por las entidades financieras a plazos superiores a 12 meses, los cuales han registrado durante el primer semestre de 1996 un gran dinamismo como instrumento de captación de recursos, se obtiene que este agregado señaló en junio pasado un crecimiento anual de 22.5%, inferior en 15 puntos porcentuales al obtenido en el mismo mes de 1995 (Gráfico 6). Esta desaceleración de los agregados monetarios refleja el mayor control y la decisión de las autoridades monetarias de reducir su crecimiento a niveles compatibles con menores tasas de inflación, así como factores importantes de demanda.

d. Crédito

La cartera total del sistema financiero⁷ ascendió al finalizar junio de 1996 a \$32.116 mil millones, con crecimiento anual de 30.4% (Cuadro 8), inferior

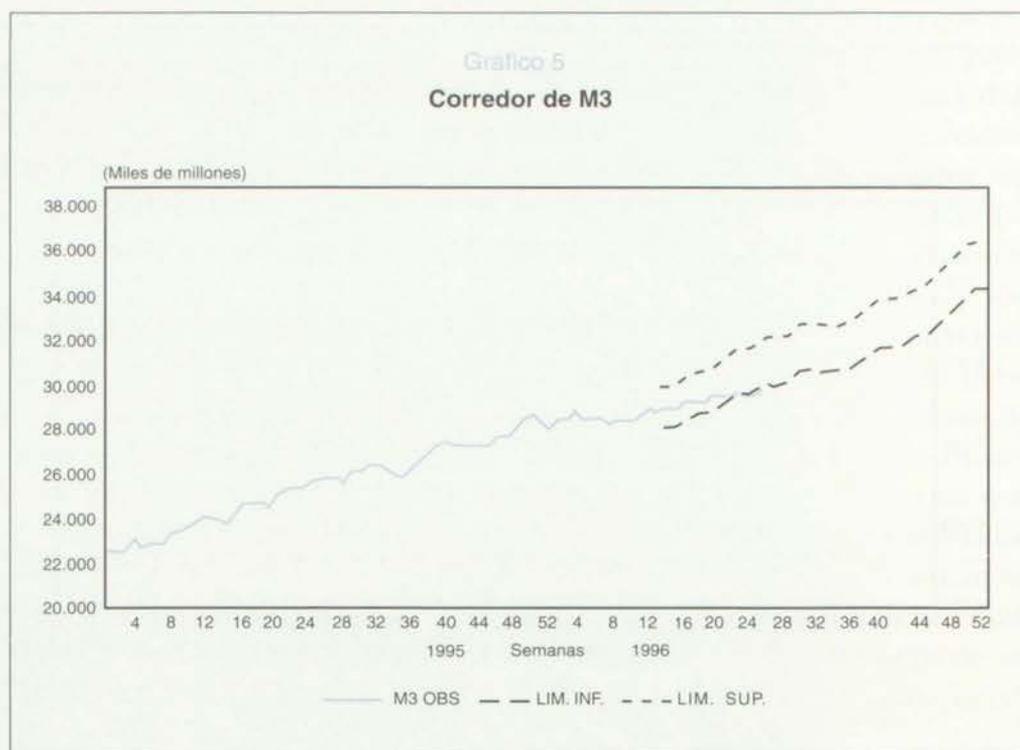
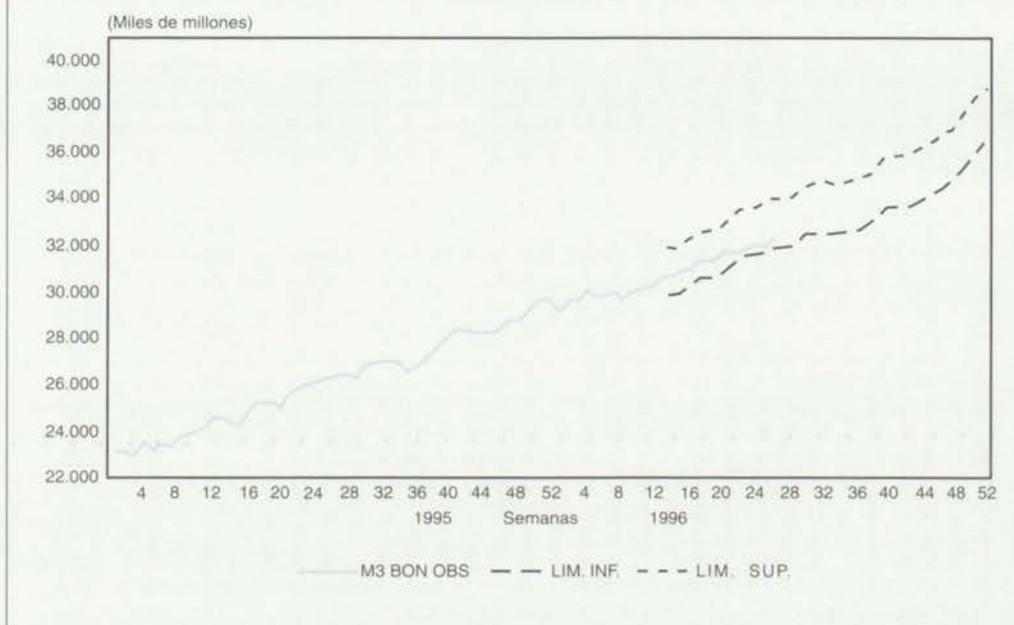


Grafico 6
Corredor de M3 + Bonos



en 12.6 puntos porcentuales al obtenido un año atrás, mientras que en lo corrido del año, la cartera ha crecido a una tasa anualizada del 24.7%. La cartera en moneda nacional se ubicó en \$27.787 mil millones, con variación de 30.7% anual, y la de moneda extranjera en \$4.328 mil millones, con incremento de 28.7% anual. El comportamiento de esta última se explica por la ampliación de la financiación de las importaciones, sin constitución de depósito de 4 a 6 meses, y por el mayor ritmo de devaluación. Por clase de intermediario, la cartera total registró en junio las siguientes variaciones anuales: corporaciones de ahorro y vivienda, 34.5%; corporaciones financieras, 28.3%; bancos, 29.8%; y compañías de financiamiento comercial, 20.4%.

Como puede apreciarse, el ritmo de crecimiento de la cartera ha venido disminuyendo en el último año, lo cual es conveniente, a juicio de la Junta, en la medida en que las tasas de crecimiento del crédito registradas entre 1993 y 1995 eran a todas luces insostenibles. En efecto, la relación de la cartera de créditos al PIB pasó del 26.8% en 1991 al 37.3% en 1993, 41.0% en 1994, y al 45.7% en 1995, ubicándose hoy en día en cerca del 45.9%. Para la Junta es claro que se estaba presentando un sobre-endeudamiento del los agentes domésticos, con consecuencias adversas sobre la inflación,

Cuadro 8

Evolución de la cartera total 1/

(Miles de millones de pesos)

Semana	Fecha (1996)	Cartera total (1995)			Cartera total (1996)			Variaciones anuales		
		M/N	M/E	TOTAL	M/N	M/E	TOTAL	M/N	M/E	TOTAL
1	Ene. 06	18.197,3	2.848,1	21.045,4	24.811,3	4.073,5	28.884,8	36,3	43,0	37,3
2	Ene. 13	18.325,2	2.809,0	21.134,2	24.881,7	4.074,0	28.955,6	35,8	45,0	37,0
3	Ene. 20	18.519,0	2.835,5	21.354,5	24.871,7	4.109,5	28.981,2	34,3	44,9	35,7
4	Ene. 27	18.700,3	2.866,7	21.566,9	25.148,3	4.145,2	29.293,5	34,5	44,6	35,8
5	Feb. 03	18.819,0	2.862,5	21.681,5	25.183,6	4.164,7	29.348,3	33,8	45,5	35,4
6	Feb. 10	18.939,3	2.791,4	21.730,7	25.264,4	4.189,4	29.453,8	33,4	50,1	35,5
7	Feb. 17	19.075,5	2.796,3	21.871,8	25.408,7	4.180,6	29.589,4	33,2	49,5	35,3
8	Feb. 24	19.166,4	2.843,6	22.010,0	25.526,6	4.186,2	29.712,8	33,2	47,2	35,0
9	Mar. 02	19.238,6	2.893,5	22.132,1	25.628,2	4.173,7	29.802,0	33,2	44,2	34,7
10	Mar. 09	19.421,4	2.920,9	22.342,2	25.721,4	4.164,5	29.885,9	32,4	42,6	33,8
11	Mar. 16	19.469,4	2.956,6	22.426,1	25.832,8	4.177,0	30.009,8	32,7	41,3	33,8
12	Mar. 23	19.654,1	2.993,7	22.647,8	26.004,6	4.179,8	30.184,4	32,3	39,6	33,3
13	Mar. 30	19.691,2	3.047,9	22.739,1	26.184,0	4.179,9	30.363,9	33,0	37,1	33,5
14	Abr. 06	19.915,8	3.020,2	22.936,0	26.236,2	4.181,2	30.417,4	31,7	38,4	32,6
15	Abr. 13	19.983,3	3.032,8	23.016,1	26.458,5	4.180,1	30.638,6	32,4	37,8	33,1
16	Abr. 20	20.190,8	3.051,9	23.242,7	26.539,3	4.205,2	30.744,5	31,4	37,8	32,3
17	Abr. 27	20.258,8	3.079,8	23.338,6	26.700,5	4.212,9	30.913,4	31,8	36,8	32,5
18	May. 04	20.430,2	3.122,0	23.552,2	26.715,1	4.268,0	30.983,1	30,8	36,7	31,6
19	May. 11	20.480,5	3.147,4	23.627,9	26.855,1	4.280,6	31.135,7	31,1	36,0	31,8
20	May. 18	20.576,3	3.183,0	23.759,3	27.027,7	4.286,2	31.313,9	31,4	34,7	31,8
21	May. 25	20.743,5	3.194,2	23.937,7	27.186,2	4.314,9	31.501,1	31,1	35,1	31,6
22	Jun. 01	20.917,1	3.222,0	24.139,1	27.124,5	4.329,5	31.454,0	29,7	34,4	30,3
23	Jun. 08	21.047,2	3.238,0	24.285,2	27.376,7	4.330,8	31.707,5	30,1	33,7	30,6
24	Jun. 15	21.158,6	3.292,5	24.451,2	27.558,2	4.285,3	31.843,5	30,2	30,2	30,2
25	Jun. 22	21.279,0	3.292,5	24.571,5	27.675,9	4.267,2	31.943,1	30,1	29,6	30,0
26	Jun. 29	21.261,7	3.364,3	24.626,0	27.787,3	4.328,4	32.115,8	30,7	28,7	30,4
27	Jul. 06	21.381,3	3.400,5	24.781,8						
28	Jul. 13	21.490,1	3.406,0	24.896,1						
29	Jul. 20	21.637,3	3.416,9	25.054,3						
30	Jul. 27	21.770,5	3.468,2	25.238,7						
31	Ago. 03	21.838,6	3.500,6	25.339,2						
32	Ago. 10	21.988,5	3.528,3	25.516,8						
33	Ago. 17	22.106,9	3.630,5	25.737,3						
34	Ago. 24	22.154,2	3.693,4	25.847,5						
35	Ago. 31	22.254,0	3.706,9	25.960,9						
36	Sep. 07	22.377,6	3.782,7	26.160,4						
37	Sep. 14	22.498,9	3.819,5	26.318,3						
38	Sep. 21	22.632,7	3.891,4	26.524,2						
39	Sep. 28	22.803,9	3.960,7	26.764,6						
40	Oct. 05	22.960,8	3.981,6	26.942,4						
41	Oct. 12	23.046,7	4.045,2	27.092,0						
42	Oct. 19	23.135,9	4.080,3	27.216,2						
43	Oct. 26	23.308,8	4.132,7	27.441,5						
44	Nov. 02	23.415,1	4.136,4	27.551,6						
45	Nov. 09	23.558,3	4.099,5	27.657,8						
46	Nov. 16	23.666,6	4.080,2	27.746,8						
47	Nov. 23	23.942,8	4.080,5	28.023,3						
48	Nov. 30	24.114,5	4.065,8	28.180,3						
49	Dic. 07	24.342,7	3.994,4	28.337,1						
50	Dic. 14	24.539,2	3.988,9	28.528,1						
51	Dic. 21	24.726,5	3.993,1	28.719,6						
52	Dic. 28	24.680,0	4.032,9	28.713,0						

1/ No incluye la cartera de la FEN .

el equilibrio externo y la salud del sistema financiero. Como lo indica la evolución de los agregados crediticios, la política monetaria de los últimos años ha contribuido sin duda a remediar esta situación.

e. Tasas de interés

Las tasas de los certificados de depósito a término a 90 días se ubicaron en el primer semestre de 1995, en promedio, alrededor del 34%, en el segundo semestre disminuyeron situándose alrededor del 29%, y en los primeros seis meses de 1996 se elevaron nuevamente situándose cerca del 32% (Cuadro 9).

Cuadro 9

Tasa de interés promedio mensual de los certificados de depósito - 90 días
(Efectivo anual)

Meses	1986	1987	1988	1989 *	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Enero	34,66	31,59	32,26	31,70	33,90	35,81	31,94	26,07	25,68	32,62	31,66
Febrero	30,48	30,31	33,38	32,25	33,32	33,87	28,38	25,55	25,27	34,37	32,39
Marzo	30,13	30,18	34,64	32,69	34,06	36,13	27,97	26,09	25,31	34,63	32,90
Abril	30,35	29,97	35,58	33,08	34,94	37,27	26,98	26,22	25,25	35,00	33,04
Mayo	30,51	30,28	36,08	33,13	34,47	35,79	24,26	25,79	26,21	34,72	31,58
Junio	30,50	30,66	36,38	33,20	35,04	36,23	22,11	26,02	28,30	33,75	31,36
Julio	31,25	30,72	35,57	33,38	36,23	36,78	21,39	25,58	28,94	29,90	
Agosto	31,06	30,26	35,52	33,18	35,36	38,52	25,50	24,33	31,07	29,00	
Septiembre	30,92	30,70	32,14	32,70	36,37	38,62	27,26	24,26	30,94	29,79	
Octubre	31,21	31,23	31,83	33,47	36,75	37,62	27,66	24,88	33,05	29,05	
Noviembre	31,75	32,36	31,83	33,88	36,15	37,20	26,87	25,44	36,27	29,16	
Diciembre	32,07	33,92	31,85	33,91	37,52	36,39	26,98	26,37	37,87	32,40	

n.d. : No disponible.
* : Hasta diciembre de 1988, encuesta a bancos y corporaciones financieras oficina principal de Santafé de Bogotá.
A partir de enero de 1989 corresponde a la información de la encuesta diaria a bancos y corporaciones financieras de todo el país, según circulares 022 y 042 de 1988 de la Asociación Bancaria. A partir del 6 de marzo de 1995 se realizan los cálculos con la encuesta diaria que todo el sistema financiero reporta a la Superintendencia Bancaria.
Fuente: Banco de la República - Subgerencia de Estudios Económicos - Estadística.

Tasa de interés promedio de colocación del sistema financiero
(Tasa efectiva anual)

Meses	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Enero	43,58	41,44	42,18	41,89	43,94	47,19	44,91	34,52	36,11	44,05	43,08
Febrero	39,96	40,99	42,16	42,34	43,30	46,00	41,32	35,59	36,47	45,28	43,69
Marzo	39,67	41,03	42,74	42,87	43,46	45,88	41,10	35,49	37,11	45,15	44,33
Abril	39,33	40,52	43,41	43,20	44,37	47,30	40,30	36,22	37,87	45,72	44,62
Mayo	40,09	41,02	43,62	43,18	44,41	47,64	39,26	36,03	38,61	46,81	43,03
Junio	40,09	40,63	43,87	43,55	45,16	46,07	34,77	36,43	39,94	43,22	
Julio	40,63	40,51	44,17	43,38	46,09	46,28	32,85	35,48	40,85	39,08	
Agosto	40,74	40,70	44,15	43,46	46,37	47,42	33,83	35,54	41,80	40,23	
Septiembre	41,30	40,86	41,91	43,08	46,14	48,43	34,44	35,56	42,43	40,38	
Octubre	41,10	41,28	41,40	42,89	46,90	48,40	34,90	35,60	42,89	39,14	
Noviembre	41,62	42,01	41,64	43,38	46,45	48,16	34,46	35,79	44,99	39,97	
Diciembre	41,89	42,23	40,99	43,24	46,40	46,77	35,21	37,12	46,56	44,23	

Fuente: Encuesta semanal de la Superintendencia Bancaria, a Bancos, Corporaciones Financieras y Compañías de Financiamiento Comercial.

En lo que respecta a la tasa de interés interbancaria, desde comienzos de 1996 el Banco ha recogido liquidez en el mercado interbancario en operaciones a un día a una tasa de interés efectiva anual del 25% y le ha suministrado liquidez a los intermediarios financieros a una tasa del 35%, con lo cual se ha logrado reducir sustancialmente la variabilidad de la tasa interbancaria, impidiéndose que en situaciones de estrechez temporal de liquidez estas tasas se eleven a niveles por encima de las tasas activas, tal como ocurría en el pasado. Así, se evita que se produzcan efectos en el mercado cambiario y de transmisión no deseada de tasas de muy corto plazo a otras de plazos superiores.

Es importante destacar que el elevado nivel de las tasas de interés en Colombia no se debe exclusivamente a una política monetaria restrictiva, sino también a factores como la estructura del mercado, la caída del ahorro y la mayor incertidumbre, que impiden que las tasas de interés se reduzcan, aun cuando es evidente la pérdida de dinamismo de la demanda de crédito. Los gráficos 7 y 8 muestran que aunque el Banco ha bajado sus tasas de intervención, la tasa de interés del mercado no ha disminuido.

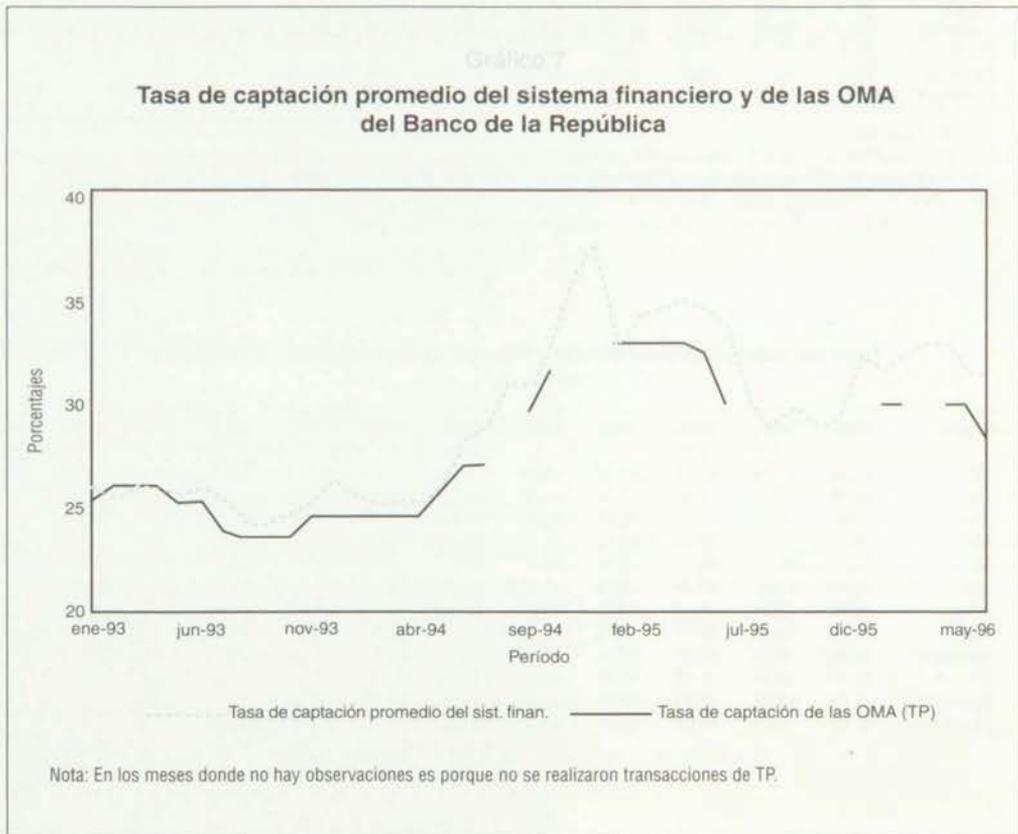
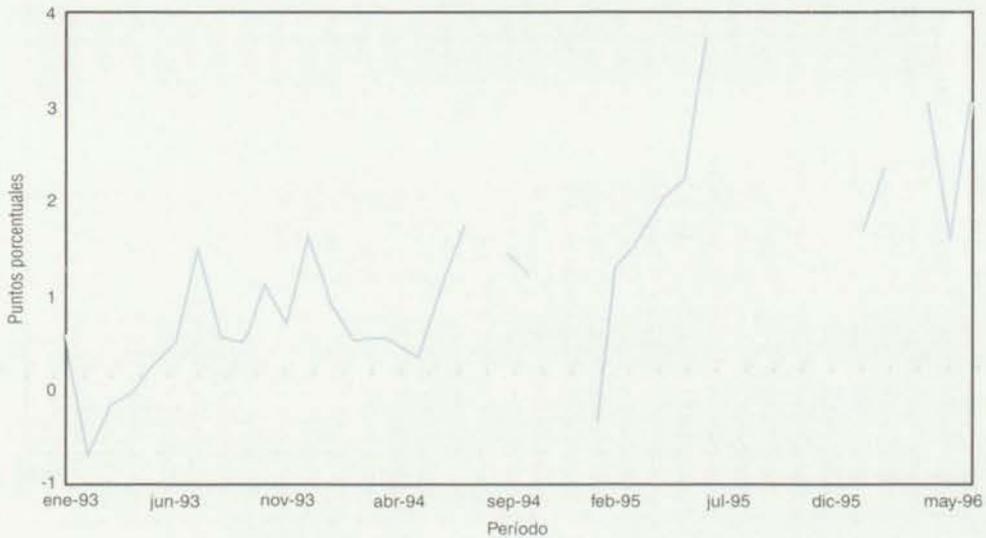


Gráfico 8

Diferencia en la tasa de captación promedio del sistema financiero y la de las OMA del Banco de la República



Nota: En los meses donde no hay observaciones es porque no se realizaron transacciones de TP.

D. Balanza de pagos

1. Política cambiaria

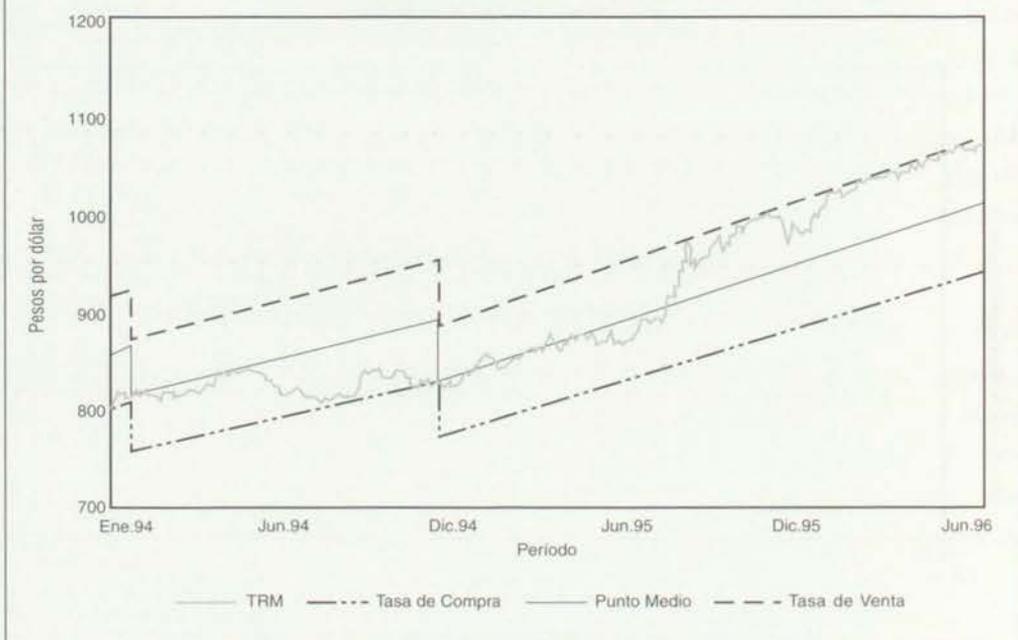
Para 1996 la Junta optó por conservar la banda cambiaria prevaleciente en 1995, manteniendo su pendiente, 13.6%, y su amplitud, ± 7 puntos. Esta banda permite que el comportamiento de la tasa de cambio nominal sea coherente con los supuestos de la proyección de la balanza de pagos y con la política monetaria necesaria para el logro de la meta de inflación.

2. Resultados

a. Tasa de cambio

Desde el segundo semestre de 1995 la tasa representativa del mercado se ubicó abruptamente en la parte superior del corredor cambiario, debido a los eventos de agosto de 1995, situación que se mantuvo inmodificada en la primera mitad de 1996, pero que se ha corregido en las últimas semanas (Gráfico 9). La evolución de la tasa de cambio nominal junto con la variación de los precios domésticos e internacionales han llevado a que entre diciembre de 1995 y junio de 1996 el Índice de la Tasa de Cambio Real (ITCR) registre una ligera revaluación, la cual se calcula, con las diferentes metodologías, entre 1.2% y 4.8% (Cuadro 10)⁸.

Gráfico 9
Evolución de la TRM y corredores cambiarios



Cuadro 10
Indice de la tasa de cambio real del peso colombiano
(Diciembre de 1986=100)

Período	ITCR 1*	ITCR 2*	ITCR 3*	ITCR 4	ITCR 5*	
1992	Enero	105,16	105,96	109,84	108,29	121,31
	Febrero	101,55	101,95	104,46	106,86	116,29
	Marzo	100,28	100,43	102,26	107,38	113,53
	Abril	100,28	100,75	101,57	106,70	113,31
	Mayo	99,99	100,74	101,94	107,41	114,11
	Junio	101,85	102,70	103,64	107,09	116,10
	Julio	105,55	106,54	107,65	106,24	120,35
	Agosto	104,54	105,60	106,18	107,42	118,18
	Septiembre	104,19	105,31	106,01	108,10	117,15
	Octubre	103,40	104,61	105,43	108,29	115,59
	Noviembre	102,58	103,66	104,62	108,75	113,39
	Diciembre	103,85	105,16	105,64	108,57	113,75
1993	Enero	102,11	103,36	104,00	106,54	112,67
	Febrero	101,22	102,58	101,29	104,88	111,26
	Marzo	102,67	104,24	101,93	104,77	111,96
	Abril	103,70	105,33	102,80	103,95	113,75
	Mayo	104,13	105,50	102,35	103,34	113,93
	Junio	103,68	104,83	100,96	102,26	112,49
	Julio	103,13	104,19	100,36	101,87	110,57
	Agosto	103,89	105,03	100,90	101,12	110,57
	Septiembre	105,06	106,02	101,58	100,58	110,92
	Octubre	105,55	106,42	101,19	100,27	109,05
	Noviembre	103,82	104,64	99,01	99,80	106,45
	Diciembre	101,59	102,25	96,52	99,54	103,21

	Periodo	ITCR 1*	ITCR 2*	ITCR 3*	ITCR 4	ITCR 5*
1994	Enero	100,57	101,12	95,00	97,86	100,88
	Febrero	98,94	99,46	92,46	96,23	100,51
	Marzo	97,56	98,05	91,41	95,61	100,59
	Abril	97,14	97,58	90,48	95,18	100,05
	Mayo	96,62	97,08	89,58	94,92	100,20
	Junio	95,23	95,66	87,16	94,81	98,40
	Julio	94,24	94,59	87,19	94,21	98,40
	Agosto	93,63	93,90	86,45	93,81	97,30
	Septiembre	95,63	95,76	88,07	93,57	98,69
	Octubre	96,30	96,25	89,22	93,27	99,44
	Noviembre	94,68	94,46	87,55	92,90	96,44
	Diciembre	93,31	92,92	85,63	92,34	93,41
1995	Enero	94,98	94,69	86,19	91,40	95,31
	Febrero	94,07	94,00	84,58	90,08	94,97
	Marzo	94,92	95,44	85,80	88,77	96,58
	Abril	95,51	96,12	86,65	88,96	97,95
	Mayo	95,14	95,59	86,00	88,49	97,08
	Junio	93,87	94,21	85,24	88,32	96,01
	Julio	95,64	95,96	86,63	89,07	96,94
	Agosto	98,87	98,89	89,05	89,31	98,62
	Septiembre	101,52	101,41	90,85	89,20	99,44
	Octubre	104,07	104,21	93,07	89,03	101,13
	Noviembre	104,81	106,04	93,93	89,01	101,29
	Diciembre	99,47	100,14	88,62	88,90	97,01
1996	Enero	99,27	98,95	87,58	88,39	97,37
	Febrero	99,47	99,21	86,65	86,91	97,23
	Marzo	100,03	99,75	86,79	86,62	n.d.
	Abril	98,22	97,60	84,42	85,69	n.d.
	Mayo	97,19	96,44	82,39	85,00	n.d.
	Junio	98,31	97,61	n.d.	84,64	n.d.
Promedio	1992	102,77	103,62	104,94	107,59	116,09
	1993	103,38	104,53	101,08	102,41	110,57
	1994	96,15	96,40	89,18	94,56	98,69
	1995	97,74	98,06	88,05	89,21	97,70
	1996	98,75	98,26	85,57	86,21	97,30

* Provisionales para los años 1995 y 1996.

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 del 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.

b. Balanza comercial

Al finalizar abril de 1996, la balanza comercial registró un déficit de US\$963 millones, como resultado de exportaciones por US\$3.366 millones e importaciones por US\$4.329 millones. Las exportaciones totales presentaron un crecimiento anual de US\$198 millones, 6.2%, (Cuadro 11). Este resultado se explica por caídas de las exportaciones de café, US\$121 millones (20.3%), esmeraldas, US\$153 millones (68.3%) y las de ferróniquel,

US\$20 millones (30.4%). Por el contrario, las exportaciones de petróleo y sus derivados aumentaron US\$259 millones (43.0%), las de carbón, US\$122 millones (90.4%) y las no tradicionales, US\$ 102 millones (7.1%). La reducción de las exportaciones de café obedece a la caída de las cotizaciones internacionales, las cuales pasaron de un promedio de US\$ 1.81 por libra de café en el primer trimestre de 1995 a un promedio de US\$ 1.27 en el primer trimestre de 1996⁹. La reducción de las exportaciones de ferroníquel se explica principalmente por los menores volúmenes exportados.

Cuadro 11
Exportaciones clasificadas por los principales productos y sectores económicos
(Millones de dólares FOB)

	Enero-Abril		Variación	
	1995	1996	Absoluta	%
I. CAFE	597,0	476,0	(121,0)	-20,3
II. CARBON	134,9	256,8	121,9	90,4
III. FERRONIQUEL	67,0	46,6	(20,4)	-30,4
IV. PETROLEO Y DERIVADOS	601,8	860,6	258,8	43,0
V. ORO	98,9	107,9	9,0	9,1
Banco de la República	46,1	15,6	(30,5)	-66,2
Particulares	52,8	92,3	39,5	74,8
VI. ESMERALDAS	223,8	71,0	(152,8)	-68,3
VII. PRODUCTOS NO TRADICIONALES 1/	1.445,2	1.547,5	102,3	7,1
a. Sector Agropecuario	390,1	454,3	64,2	16,5
b. Sector Industrial	1.025,8	1.055,5	29,7	2,9
c. Sector Minero	29,3	37,7	8,4	28,7
VIII. TOTAL EXPORTACIONES	3.168,7	3.366,4	197,7	6,2

1/ No incluye exportaciones temporales, reexportaciones y otras.
Fuente: DANE.

Por su parte, las importaciones presentaron, en igual período, un crecimiento de US\$147 millones, 3.5%, (Cuadro 12). Las importaciones de bienes de consumo se redujeron en US\$94 millones (11.7%), las de bienes intermedios aumentaron US\$282 millones (15.3%) y las de bienes de capital bajaron US\$43 millones (2.8%). La caída de las importaciones de bienes de consumo se concentra en los productos duraderos, y se explica principalmente por las menores compras de vehículos, reflejando así el ajuste previsto en el consumo.

Cuadro 12
Importaciones según clasificación CUODE
(Millones de dólares CIF)

	Enero-Abril		Variaciones	
	1995	1996	Absoluta	%
TOTAL	4.182,2	4.329,3	147,1	3,5
I. BIENES DE CONSUMO	802,7	708,7	(94,0)	-11,7
1. Duraderos	475,0	311,30	(163,7)	-34,5
2. No duraderos	327,7	397,40	69,7	21,3
II. BIENES INTERMEDIOS	1.845,7	2.127,7	282,0	15,3
1. Combustibles y lubricantes 1/	104,0	127,10	23,1	22,2
2. Para la agricultura	114,2	150,95	36,7	32,2
3. Para la industria	1.627,5	1.849,64	222,1	13,6
III. BIENES DE CAPITAL	1.532,7	1.489,9	(42,8)	-2,8
1. Materiales de construcción	79,3	120,52	41,2	52,0
2. Para la agricultura	29,5	29,13	(0,4)	-1,3
3. Para la industria	925,2	1.037,82	112,6	12,2
4. Equipo de transporte	498,7	302,44	(196,3)	-39,4
IV. BIENES NO CLASIFICADOS	1,1	3,0	1,9	—

1/ Incluye derivados del petróleo y del carbón.
Fuente: DIAN-DANE, propias e revisión.

c. Reservas internacionales

Según información preliminar de la balanza cambiaria, al finalizar junio de 1996 se registró un déficit en la cuenta corriente de US\$1.669 millones, el cual no fue compensado totalmente con movimientos netos de capital, lo que dio lugar a una disminución de las reservas internacionales netas por US\$257 millones (Cuadro 13). Dentro de este resultado se incluyen ventas netas de divisas en el mercado cambiario por parte del Banco de la República por tan sólo US\$415.6 millones, que, como se anotó anteriormente, se emplearon en la defensa exitosa de la banda cambiaria y en evitar presiones especulativas sobre la tasa de cambio. Así, el saldo de las reservas internacionales netas se ubicó al finalizar junio en US\$7.961 millones, monto que representa 4.5 meses de importaciones de bienes y servicios.

E. Política fiscal

Durante los primeros seis meses de 1996, los ingresos corrientes totales de operaciones efectivas del Gobierno Central aumentaron 28.3% frente al mismo período del año anterior, y los gastos corrientes y de inversión se elevaron en 41.1%, arrojando como resultado un déficit equivalente al 2.0% del PIB. Al excluir el pago de intereses por parte del Gobierno Nacional,

Cuadro 13
Balanza Cambiaria 1/

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

	1995*	HASTA JUNIO 28		
		1994	1995*	1996*
I. CUENTA CORRIENTE	-2.373,2	-521,5	-1.373,6	-1.668,7
Ingresos	9.054,5	4.683,3	4.454,3	3.869,0
Egresos	11.427,8	5.204,8	5.827,9	5.537,7
II. MOVIMIENTO NETO DE CAPITAL	2.723,2	509,6	1.570,8	1.346,9
III. CAUSACION, VALUACION Y PROVISIONES 3/	3,9	139,5	366,7	-106,0
IV. VARIACION RESERVAS (I+II+III) 4/				
Brutas	353,9	127,6	564,0	-427,7
Netas	322,0	119,7	551,8	-363,2
V. SALDO RESERVAS BRUTAS (A diciembre año anterior)	8.103,4	7.932,4	8.103,4	8.457,3
VI. SALDO RESERVAS BRUTAS	8.457,3	8.060,0	8.667,4	8.029,6
VII. PASIVOS CORTO PLAZO 5/	132,9	71,2	113,2	68,4
VIII. SALDO RESERVAS NETAS (VI-VII)	8.324,4	7.988,8	8.554,2	7.961,2
IX. SALDO RESERVAS NETAS CAJA 6/	8.367,1	7.901,0	8.234,3	8.109,9
I. Variación reservas internacionales netas de caja (1-2) 7/				-257,2
Explicadas por:				
1. Variación reservas netas				-363,2
2. Variación de causación valuación y provisiones durante 1996				-106,0
<p>* Cifras preliminares, (n.d.) No disponible. Nota: La información de la Balanza Cambiaria correspondiente al mes de junio de 1996 es del 93% del total de intermediarios cambiarios. 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 1994 y 1995 incluye US\$104.2 millones y US\$225.6 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.</p> <p>Fuente: Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos, con cifras del Departamento de Cambios Internacionales.</p>				

los gastos del Gobierno Nacional se incrementaron en 35.8%, correspondiendo a un déficit primario de 1.02% del PIB. Vale la pena destacar que con respecto a la proyección inicial de ingresos del Gobierno Nacional, se presentó una reducción de los recaudos provenientes de la actividad económica externa, la cual fue compensada por los ingresos de las amnistías tributarias aprobadas en la Reforma Tributaria de 1995.

Sin embargo, como se anotó en la introducción, existen algunos rezagos en los recaudos de impuestos. Esta evolución preocupa, sobre todo si se considera el cambio en la estacionalidad del gasto, que ha implicado mayores ejecuciones en la primera parte del año. Ante esta situación, la Junta juzga apremiante la necesidad de garantizar el cumplimiento de las metas anuales de gasto y su posible revisión, dado el comportamiento de los ingresos. De otra manera, podrían generarse presiones adversas sobre la tasa de cambio o la tasa de interés.

Por su parte, las finanzas del Fondo Nacional del Café y de Ecopetrol presentan, a la misma fecha, una situación fiscal equilibrada como porcentaje del PIB, lo cual es consistente con la proyección anual para estos sectores.

F. Conclusiones

En síntesis, el panorama de la política económica en 1996 puede resumirse, a grandes rasgos, en dos puntos básicos. En primer lugar, la evolución de los agregados monetarios y crediticios indica un saludable ajuste del gasto agregado y buenas perspectivas para la inflación en 1997, dados los rezagos de la política monetaria. El efecto de corto plazo sobre la actividad económica se ha debido a la inercia inflacionaria y a la incidencia de la incertidumbre causada por la situación política. En segundo lugar, las proyecciones de las finanzas públicas indican que es importante seguir muy de cerca el comportamiento de las variables fiscales y garantizar que los niveles de gasto guarden la correspondencia necesaria con los ingresos, de acuerdo con la programación actual del CONFIS, que prevé un déficit del sector público consolidado no superior al 0.6% del PIB. De otra forma, se generarían presiones inconvenientes sobre la tasa de interés o la tasa de cambio.

III. PERSPECTIVAS DE MEDIANO PLAZO

El Cuadro 14 presenta un posible escenario de mediano plazo elaborado con base en ejercicios del Banco. Este escenario contempla los resultados

macroeconómicos coherentes con el logro de una tasa de inflación decreciente en dos puntos porcentuales por año, en la cual el comportamiento del PIB refleja el impacto del fuerte incremento de la producción de petróleo desde 1997. Al respecto, cabe señalar que la producción de los campos de Cusiana alcanzará su máximo en 1998, año a partir del cual se estabilizará para decaer más tarde. Otro supuesto destacable en este escenario es el mantenimiento de una tasa de cambio real constante desde 1997. Evidentemente, este supuesto implica que la política fiscal coherente con las metas de inflación no puede ser expansiva, como veremos a continuación.

En lo referente al sector externo, el escenario muestra que durante el resto de la década, la economía colombiana exhibiría un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos no inferior al 4% del PIB. Sin embargo, y a diferencia de los déficits de los últimos años, una parte sustancial de éste se explica por el desequilibrio en la balanza de servicios, en la medida en que las remesas de utilidades sobre la inversión extranjera en petróleo y otros proyectos adquieren importancia. El déficit de la balanza comercial se cierra en 1998 y 1999 gracias al aumento de las exportaciones petroleras.

Llama la atención, no obstante, el que no se generen excedentes importantes en la balanza comercial por la misma razón. La explicación de este resultado radica en que la proyección toma los supuestos del Gobierno respecto a los flujos de inversión extranjera directa neta, los cuales representan cerca del 3% del PIB en cada uno de los años contemplados y se reflejan en los desbalances de ahorro-inversión del sector privado ilustrados en la última fila del Cuadro 14. A partir de 1998 el grueso de dicha inversión no se concentraría en el sector petrolero, sino que fluiría hacia otros sectores, entre los cuales los más importantes son: Electricidad, gas, manufacturas, comunicaciones y transporte. Naturalmente, dada la proyección del déficit externo, la ejecución de estos proyectos por el sector privado implica un ajuste en los balances ahorro-inversión de otras actividades privadas y del sector público.

Es claro, además, que si la inversión extranjera mencionada no llega al país en la magnitud supuesta, muy probablemente el déficit en cuenta corriente sería inferior. De otra parte, la posibilidad de sostener estos déficits en el mediano y largo plazos depende de la productividad de las inversiones realizadas y de la capacidad de generar el ahorro doméstico suficiente para el pago de la inversión y sus utilidades.

Cuadro 14

Perspectivas de mediano plazo de la economía colombiana

	1997	1998	1999	2000
Supuestos				
Inflación (%)	15,0	13,0	11,0	9,0
Crecim. del PIB (%)	4,7	5,5	4,5	4,5
ITCR promedio	100,5	100,0	100,0	100,0
Portafolio privado (%)	21,1	19,9	16,8	16,0
Crédito al sector privado (%)	21,1	19,2	16,0	13,9
Resultados				
Déficit en cuenta corriente (% del PIB)	4,8	4,0	4,3	4,2
Déficit comercial (% del PIB)	2,0	0,5	0,8	1,2
Déficit fiscal proyectado sin ajuste (% del PIB)	2,1	1,8	3,6	4,6
Déficit fiscal "consistente" (% del PIB)	0,6	-0,5	-0,3	-0,1
Déficit privado (% del PIB)*	4,2	4,5	4,6	4,3
*Se supone que el déficit fiscal es el "consistente". El déficit del sector privado incluye la inversión externa proyectada en los sectores eléctrico, petrolero, de gas, manufacturas, comunicaciones y transporte, por cerca del 3% del PIB en cada año del período considerado.				
Fuente: Banco de la República. Subgerencia de Estudios Económicos.				

Otro resultado importante de la proyección presentada en el Cuadro 14 es el marcado deterioro de las finanzas públicas durante los próximos años, en ausencia de medidas correctivas. Tal deterioro sería moderado en 1997 y 1998 por los ingresos relacionados con el petróleo que serán ahorrados en el Fondo de Estabilización Petrolera (FEP). No obstante, en 1999 y el año 2000, la proyección del déficit del sector público consolidado alcanzaría el 3.6% y 4.6% del PIB, respectivamente. Estas cifras contrastan con el cálculo de los resultados fiscales coherentes con las metas de inflación y las tasas de cambio real supuestas. Como se aprecia en el Cuadro 14, dichas metas requieren equilibrio fiscal desde 1998¹⁰. Si no se hacen los ajustes fiscales requeridos, empezando por los propuestos para 1997 por el Gobierno, el país podría verse abocado a una crisis de balanza de pagos¹¹.

Los déficit fiscales proyectados en ausencia de ajuste se originan, fundamentalmente, en un desequilibrio creciente del Gobierno Nacional, al tiempo que los excedentes del sector de la Seguridad Social pierden importancia. Una parte importante del déficit del Gobierno Nacional es explicada por las transferencias que debe efectuar a otros entes públicos. Mantener simultáneamente déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, elevados ingresos petroleros, alta inversión extranjera en infraes-

estructura y un desajuste fiscal pronunciado es la mejor fórmula para sumir a la economía en la "enfermedad holandesa" que tanto se ha querido evitar. Claramente, los altos flujos de inversión extranjera supuestos no son compatibles con un déficit fiscal creciente. Los esfuerzos del Gobierno en esta dirección son bienvenidos por la Junta.

Se aprecia, así, la urgencia de corregir este desequilibrio de carácter estructural, lo cual debe hacerse con el estudio cuidadoso del Presupuesto de 1997 y con las reformas legales y constitucionales necesarias para evitar los traumatismos descritos. En este punto, vale la pena recordar los diagnósticos de la Comisión de Racionalización del Gasto Público y de las Finanzas Públicas en el mismo sentido, y sus recomendaciones, en particular aquella que sugiere atar las transferencias al PIB.

IV. AVANCES EN EL NUEVO ESQUEMA DE META FINAL DE INFLACION

Como se mencionó anteriormente, desde 1996 la Junta Directiva comenzó a actuar con un esquema de meta final de inflación como estrategia para la conducción de la política monetaria. En este esquema, el banco central determina una meta de inflación y fija su política monetaria de acuerdo con las proyecciones sobre la variación de los precios. Si la proyección de la inflación es inferior a la meta, la autoridad monetaria relaja su política, y viceversa. Vale la pena anotar que este sistema es empleado por varios de los bancos centrales más exitosos en la lucha contra la inflación¹².

A continuación se enumeran algunas de las condiciones necesarias para el buen funcionamiento del esquema de meta final y su estado de desarrollo en Colombia actualmente:

i) *Definición de un horizonte adecuado para la meta y proyección de la inflación:* Hoy en día este horizonte es de un año. No obstante, debido a la presencia de "rezagos largos y variables" en el efecto de la política monetaria en los precios, se estudia la posibilidad de extender dicho horizonte o establecer metas multianuales.

ii) *Especificación de la naturaleza de la meta de inflación:* Actualmente, la Junta Directiva del Banco fija la meta anual de inflación.

iii) *Información al público:* El sistema de meta final de inflación sólo puede funcionar cuando el público conoce las metas y las proyecciones de la

inflación, y es capaz por ende de comprender las decisiones de la autoridad. En todos los países donde opera este esquema, los bancos centrales publican un "Reporte de Inflación" con tal propósito. En Colombia, el Banco espera hacia el futuro hacer de público conocimiento este tipo de información. Adicionalmente, el Banco pone diariamente a disposición del público información sobre sus operaciones y sobre la economía en general, con el fin de garantizar la máxima transparencia en la conducción de su política.

iv) *Desarrollo de modelos de proyección e indicadores*: Evidentemente, la bondad del esquema de meta final depende de cuán precisos sean los modelos de proyección de la inflación. En la actualidad, el Banco utiliza indicadores como encuestas y algunas variables económicas que pueden señalar cambios en las presiones inflacionarias, dentro de las cuales se encuentran el crecimiento del crédito, los precios de los activos, el comportamiento de los inventarios, la utilización de la capacidad instalada etc. Adicionalmente, el Banco trabaja en el desarrollo de modelos de proyección de tipo econométrico.

v) *Jerarquización de indicadores*: Esta labor es necesaria para organizar e interpretar la información proveniente de las distintas proyecciones e indicadores. El criterio que empieza a utilizar el Banco con este propósito es identificar qué variables indicadoras señalan presiones inflacionarias a distintos plazos. Los agregados monetarios y crediticios (y sus respectivos corredores) continúan siendo de gran importancia en este proceso.

vi) *Operatividad*: Finalmente, el Banco estudia alternativas para hacer operativo el esquema; es decir, se buscan formas de manejar los instrumentos de política a disposición del Banco para responder ante presiones inflacionarias que pongan en peligro el logro de las metas de inflación, y para enviar señales claras al mercado sobre el posicionamiento de la política monetaria.

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

A. Reservas Internacionales

1. Criterios de administración

Las reservas internacionales son el activo más importante del Balance del Banco de la República y se administran bajo los criterios de seguridad,

liquidez y rentabilidad fijados por el Comité de Reservas, conformado por los miembros de la Junta Directiva.

Con el propósito de atender adecuadamente los pagos al exterior, las inversiones cuentan con un amplio mercado secundario. Adicionalmente, se mantiene un tramo de capital de trabajo, para atender las necesidades de liquidez de divisas más inmediatas.

Por otro lado, la diversificación del portafolio por monedas refleja la distribución de la balanza de pagos. Con base en este criterio, su participación hasta el mes de junio de 1996 fue la siguiente: dólares americanos entre 70% y 80%, marcos alemanes entre 12% y 22% y yenes japoneses entre 3% y 13%. Esta estrategia genera en ocasiones ingresos o egresos extraordinarios en razón a las variaciones en las tasas de cambio de las diferentes monedas, pero mantiene la capacidad de pago del país en una canasta que refleja la composición de los pagos al exterior, dado que constituye una cobertura natural de las obligaciones en moneda extranjera del país.

2. Saldos de las reservas internacionales

Al finalizar junio de 1996, las reservas internacionales netas en el Banco de la República se situaron en US\$7.961 millones, de las cuales el 91.6%, US\$7.289.4 millones, estaba representado en inversiones financieras en el exterior (depósitos y títulos valores) y el 5.1%, US\$402.2 millones, en aportes al Fondo Monetario Internacional y al Fondo Latinoamericano de Reservas. Las tenencias de oro ascendían al 1.1%, US\$84.6 millones, las divisas en caja eran de US\$31.9 millones, el 0.4%, los pasivos de corto plazo que afectan las reservas internacionales ascendían a US\$68.4 millones, el 0.9% (Cuadro 15).

Del total de las inversiones, US\$6.399 millones son manejados directamente por el Banco de la República y US\$890 millones son administrados a través del Barclays de Zoette Wedd y J. P. Morgan Investment Management, según los parámetros para ello convenidos con el Banco de la República.

3. Desempeño del portafolio

Desde 1994, el portafolio del Banco se ha manejado con criterios de liquidez representados por una duración de dos años para el tramo de inversión, en tanto que la duración del tramo de capital de trabajo comenzó como un mes de importaciones (según la balanza cambiaria), y actualmente corresponde a un poco más de 0.75 meses. Los criterios de seguridad se plasman en requisitos de calificación mínima de A+ para colocaciones de

Cuadro 15
Principales componentes de las reservas internacionales
(Millones de US\$)

Descripción	Diciembre 1994	Participación %	Diciembre 1995	Participación %	Junio 1996*	Participación %
Caja	31,6	0,4	22,7	0,3	31,9	0,4
Efectivo en caja	22,4	0,3	19,2	0,2	29,9	0,4
Depósitos a la orden	9,2	0,1	3,5	0,0	2,0	0,0
Inversiones	7.453,6	93,1	7.726,0	92,8	7.289,4	91,6
Portafolio directo	6.838,0	85,4	7.032,5	84,5	6.399,3	80,4
Portafolio en administración	615,6	7,7	693,5	8,3	890,1	11,2
Cuentas por cobrar	0,0	0,0	1,3	0,0	0,1	0,0
Oro	111,9	1,4	103,5	1,2	84,6	1,1
Caja	25,1	0,3	5,6	0,1	6,1	0,1
Custodia	86,8	1,1	97,9	1,2	78,5	1,0
Fondo Monetario Internacional	296,5	3,7	377,8	4,5	402,2	5,1
Derechos especiales de giro	169,9	2,1	176,7	2,1	174,1	2,2
Posición de reservas	126,6	1,6	201,1	2,4	228,1	2,9
Fondo Latinoamericano de Reservas	210,0	2,6	220,0	2,6	220,0	2,8
Aportes	190,0	2,4	200,0	2,4	200,0	2,5
Pesos andinos	20,0	0,2	20,0	0,2	20,0	0,3
Convenios Internacionales	0,0	0,0	6,0	0,1	1,4	0,0
Total reservas brutas	8.103,6	101,3	8.457,3	101,6	8.029,6	100,9
Pasivos a corto plazo	100,8	1,3	132,9	1,6	68,4	0,9
Organismos internacionales	6,2	0,1	4,7	0,1	4,7	0,1
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	6,1	0,1
Depósitos cuenta corriente tesorería	42,1	0,5	42,9	0,5	47,7	0,6
Depósitos cta. cte. otras entidades	43,8	0,5	74,1	0,9	8,8	0,1
Cuentas por pagar en compra inversiones	0,0	0,0	4,4	0,1	1,1	0,0
Total reservas netas	8.002,8	100,0	8.324,4	100,0	7.961,2	100,0

* Cifras provisionales.

menos de seis meses en instituciones bancarias, y de AA para aquellas en papeles de gobiernos soberanos, sin límite de plazo.

El desempeño del portafolio depende, entre otras cosas, de las variaciones en las tasas de cambio de las monedas en él representadas y de las fluctuaciones de las tasas de interés externas, las cuales modifican los precios de los bonos en los cuales se invierten las reservas internacionales. Así, puesto que el portafolio está compuesto por activos en varias monedas, pero medido en dólares de los Estados Unidos, una apreciación del yen o del marco implica una valorización del portafolio, y viceversa. De forma similar, un incremento de las tasas de interés externas trae como consecuencia una caída en los precios de los bonos externos y, por lo tanto, una desvalorización del portafolio.

En lo corrido de 1996 hasta junio, el portafolio total arrojó pérdidas por US\$25.9 millones. La tasa anual del rendimiento del portafolio global fue de -0.38%. De otra parte, se registraron ingresos por US\$33.2 millones, de los cuales US\$14.9 millones correspondieron al capital de trabajo y US\$18.3 millones fueron rendimientos sobre los aportes a organismos internacionales, los convenios internacionales y rendimientos por el manejo de las tenencias de oro.

Las pérdidas se originaron principalmente por la revaluación del dólar frente al marco alemán y al yen japonés de 6% y 7%, respectivamente. Por su parte, el precio de los bonos en los mercados internacionales ha tendido a caer debido a que las expectativas sobre recuperación económica han estimulado un incremento en las tasas de interés a pesar del moderado comportamiento de la inflación en las economías de los Estados Unidos, Japón y Alemania.

B. Situación Financiera del Banco de la República

En los Cuadros 16 y 17 se presentan el Balance y el Estado de Resultados del Banco de la República a diciembre de 1995 y a junio de 1996, y una estimación para el cierre de 1996¹³. Al finalizar 1996, se destacan dos aspectos principales: a) El incremento de los REPOS en \$1.316.7 miles de millones (\$1.549.1 miles de millones en diciembre de 1996 frente a \$232.4 miles de millones en diciembre de 1995)¹⁴, y b) el descenso de las utilidades en \$183.5 miles de millones.

Las menores utilidades son reflejo de la recuperación del dólar frente a otras divisas, luego de la devaluación que sufrió el año anterior, tal como se puede observar en el rubro "rendimiento de las reservas internacionales netas" en el estado de pérdidas y ganancias. En 1995 se obtuvieron unos rendimientos atípicos de \$760.1 miles de millones, en buena parte representados por los diferenciales cambiarios ocasionados por la devaluación del dólar, en tanto que al cierre de 1996 se estiman rendimientos de \$163 miles de millones, debido a una desvalorización de las reservas internacionales por US\$180 millones derivada de la apreciación del dólar. Naturalmente, la reducción de las utilidades del Banco en 1996 tiene implicaciones sobre el presupuesto público de 1997.

Cuadro 16
Balance del Banco de la República - Resultados de 1995 , Junio 1996
y Proyección 1996
(Miles de millones de pesos)

	DICIEMBRE 1995		JUNIO(*) 1996		DICIEMBRE 1996 (e)	
	Saldos	Participación %	Saldos	Participación %	Saldos	Participación %
Activos	11.088,4	100,0	11.256,7	100,0	13.834,0	100,0
Reservas Internacionales brutas	8.345,2	75,3	8.592,2	76,3	9.723,7	70,3
Aportes en organismos internacionales	1.048,4	9,5	1.069,1	9,5	1.128,3	8,2
Inversiones	628,8	5,7	684,9	6,1	548,2	4,0
Sector público	553,6	5,0	669,6	5,9	529,2	3,8
Sector financiero	75,2	0,7	13,3	0,1	16,7	0,1
Sector privado	0,0	0,0	2,0	0,0	2,3	0,0
Cartera de créditos	379,8	3,4	373,9	3,3	371,6	2,7
Sector público Gobierno Nacional	5,3	0,0	5,2	0,0	5,2	0,0
Bancos comerciales	110,1	1,0	104,0	0,9	73,4	0,5
Corporaciones financieras	213,6	1,9	217,2	1,9	259,0	1,9
Corporaciones de ahorro y vivienda	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resto del sistema financiero	50,8	0,5	47,5	0,4	34,0	0,2
Expansión de crédito interno REPOS	232,4	2,1	46,8	0,4	1.549,1	11,2
Cuentas por cobrar	75,0	0,7	83,8	0,7	79,1	0,6
Otros activos netos	378,8	3,4	405,9	3,6	434,0	3,1
Pasivo y patrimonio	11.088,4	100,0	11.256,7	100,0	13.834,0	100,0
Pasivos M/E que afectan res. intern.	131,1	1,2	73,2	0,7	160,1	1,2
Base monetaria	6.267,0	56,5	5.929,0	52,7	7.584,0	54,8
Billetes en circulación	3.276,2	29,5	2.875,0	25,5	4.143,2	29,9
Moneda de tesorería	210,0	1,9	209,0	1,9	250,0	1,8
Depósitos para encaje bancos	2.048,8	18,5	1.954,1	17,4	2.384,9	17,2
Depósitos en Cta. Cte. resto sec. financ.	732,0	6,6	890,9	7,9	805,9	5,8
Otros depósitos del sector financiero	117,8	1,1	70,2	0,6	69,4	0,5
Pasivos Gobierno Nacional	46,1	0,4	35,8	0,3	45,0	0,3
Obligac. organismos internacionales	977,9	8,8	983,6	8,7	1.073,2	7,8
Pasivos por líneas externas	175,8	1,6	181,0	1,6	232,1	1,7
Títulos de Regulación Monetaria y Cambiaria	254,5	2,3	387,6	3,4	262,9	1,9
Títulos de participación	216,1	1,9	314,3	2,8	200,0	1,4
Certificados de cambio	1,1	0,0	0,9	0,0	1,0	0,0
Títulos a favor de las CAV	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros	37,3	0,3	72,4	0,6	61,9	0,4
Cuentas por pagar	67,6	0,6	26,8	0,2	11,6	0,1
Otros pasivos	127,7	1,2	203,2	1,8	192,7	1,4
Patrimonio total	2.922,9	26,4	3.366,2	29,9	4.203,0	30,4
Capital	12,7	0,1	12,7	0,1	12,7	0,1
Reservas	0,0	0,0	100,7	0,9	100,7	0,7
Superávit patrimonial	2.456,4	22,2	3.128,8	27,8	3.819,3	27,6
Liquidación CEC	453,5	4,1	453,5	4,0	453,5	3,3
Ajuste cambiario 1993 en adelante y superávit	2.002,9	18,1	2.675,4	23,8	3.365,8	24,3
Valorizaciones	159,5	1,4	159,5	1,4	159,5	1,2
Resultados	294,3	2,7	-35,4	-0,3	110,8	0,8
Utilidades y/o pérdidas anteriores	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Utilidades y/o pérdidas del ejercicio	294,3	2,7	-35,4	-0,3	110,8	0,8

(*) Cifras sujetas a revisión.

Cuadro 17

Estado de Pérdidas y Ganancias - Banco de la República, 1995 - 1996

(Miles de millones de pesos)

	DICIEMBRE 1995		JUNIO(*) 1996		DICIEMBRE 1996 (e)	
	Flujos	Participación %	Flujos	Participación %	Saldos	Participación %
I. INGRESOS TOTALES	1.086,8	100,0	213,2	100,0	592,2	100,0
1. Ingresos operacionales	1.067,2	98,2	191,6	89,8	578,5	97,7
Intereses y rendimientos	887,9	81,7	110,5	51,8	382,4	64,6
Reservas internacionales netas	760,1	69,9	0,0	0,0	163,0	27,5
Gobierno Nacional	53,6	4,9	0,1	0,0	0,1	0,0
Líneas externas	60,7	5,6	27,2	12,8	62,6	10,6
Res. 33/84 deuda privada	8,1	0,7	1,0	0,4	2,7	0,5
Valoración inversiones M/N prec. mdo.	0,5	0,0	77,7	36,5	151,0	25,5
Otros	4,8	0,4	4,5	2,1	3,0	0,5
Comisiones	34,4	3,2	14,8	6,9	31,3	5,3
Servicios bancarios	28,7	2,6	12,6	0,3	25,9	4,4
Metales preciosos	3,2	0,3	0,6	0,3	3,6	0,6
Compraventa divisas	2,5	0,2	1,6	0,7	1,8	0,3
Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Diferencias en cambio	99,9	9,2	61,9	29,0	88,6	15,1
Moneda emitida y metales preciosos	38,6	3,6	2,5	1,2	72,7	12,3
Otros	6,4	0,6	1,8	0,9	2,5	0,4
2. Ingresos no operacionales	19,7	1,8	21,6	10,2	13,7	2,3
II. EGRESOS TOTALES	792,8	100,0	248,6	100,0	480,8	100,0
1. Egresos operacionales	791,8	99,9	248,4	99,9	470,7	97,9
Intereses y rendimientos	304,2	38,4	65,0	26,2	71,9	15,0
Reservas internacionales netas	0,0	0,0	17,2	6,9	0,0	0,0
Títulos de participación	280,1	35,3	40,9	16,5	54,4	11,3
Certificados de cambio	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Títulos canjeables	3,4	0,4	0,8	0,3	1,4	0,3
Títulos CAV	12,6	1,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Líneas externas	8,2	1,0	6,1	2,4	16,1	3,3
Comisiones y honorarios	1,0	0,1	0,1	0,1	0,6	0,1
Diferencias en cambio	72,6	9,2	27,3	11,0	53,1	11,0
Certificados de cambio	1,2	0,2	0,0	0,0	0,3	0,1
Líneas externas	22,8	2,9	14,7	5,9	25,7	5,3
Otros	48,6	6,1	12,6	5,1	27,1	5,6
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	8,8	3,5	31,7	6,6
Gastos de personal	90,1	11,4	51,1	20,6	110,9	23,1
Pensiones de jubilación	98,7	12,5	74,4	29,9	147,6	30,7
Otros	37,2	4,7	21,6	8,7	54,9	11,4
2. No operacionales	0,8	0,1	0,2	0,1	10,1	2,1
III. UTILIDADES O PERDIDAS DEL EJERCICIO	294,2	37,1	-35,4	-14,3	111,4	23,2
Incluida la depreciación						

(*) Cifras sujetas a revisión.

NOTAS

- ¹ Si se excluyen los ingresos por privatizaciones, el déficit del Gobierno Nacional ascendería a \$3.845.4 mil millones (3.58% del PIB) y el déficit primario a \$1.312.5 mil millones (1.22% del PIB).
- ² Este valor incluye ingresos por privatizaciones de \$1.230.7 mil millones (1.15% del PIB).
- ³ La "enfermedad holandesa" es un fenómeno en el cual un país experimenta grandes entradas de divisas provenientes de la exportación de un producto en particular (por altos precios o cantidades), como el petróleo, por ejemplo. Esto causa un aumento del gasto interno, una revaluación de la tasa de cambio y un desplazamiento de factores productivos (trabajo y capital) hacia la producción del sector en expansión y de sectores no transables, en detrimento de otros sectores transables, como la industria y la agricultura.
- ⁴ 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.
- ⁵ El Gráfico 4 muestra los corredores revisados de M1.
- ⁶ Este es el corredor recalculado de M3.
- ⁷ Sin incluir la Financiera Eléctrica Nacional (FEN).
- ⁸ Una explicación de la revaluación tiene que ver con la apreciación real del peso respecto al marco alemán (4.7% en lo corrido del año), producto de la devaluación nominal de esta moneda frente al dólar. Alemania pesa un 5.95% en el cálculo del ITCR.
- ⁹ Se refiere al precio "ex- muelle", cotización promedio mensual de cafés suaves colombianos en el mercado de Nueva York.
- ¹⁰ La razón por la cual se necesita generar equilibrio fiscal consistente en estos años es que ante flujos de inversión extranjera directa tan altos como los supuestos en la proyección, se requiere fijar un patrón de gasto y déficit públicos tal que se respeten las metas de inflación y los supuestos de crecimiento, tasa de cambio real y tasa de interés.
- ¹¹ En la medida en que el déficit externo de 1996 sea inferior al proyectado, es posible que los pronósticos de aquellos para los años siguientes también lo sean. En tal caso, se requeriría obviamente un menor déficit doméstico, a través de ajustes en el balance ahorro-inversión público o privado.
- ¹² Entre estos, se destacan los de Inglaterra, Nueva Zelanda, Canadá, Israel, España, Chile y los países nórdicos.
- ¹³ La estimación de cierre no contempla los efectos monetarios de las recientes medidas de encaje (Res. 17 de 1996, J.D.)
- ¹⁴ Esta estimación supone que al final del año se alcanza el punto medio del corredor de la base monetaria que lleva implícito un crecimiento del PIB real de 4%.