

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 50. de la Ley 31 de 1992, presenta a la consideración del Congreso de la República un informe donde se señalan los resultados macroeconómicos para 1995. Luego, se muestran las metas adoptadas por la Junta Directiva para 1996 y las perspectivas de las distintas variables macroeconómicas para este año. Así mismo, se incluye, en una cuarta sección, algunas consideraciones de mediano plazo. En la quinta, se informa al Congreso sobre la administración y composición de las reservas internacionales, la situación financiera del Banco al finalizar 1995, la distribución de utilidades y el presupuesto para 1996.

I. INTRODUCCION

El objetivo fundamental de la Junta Directiva del Banco de la República para 1995 fue reducir la inflación de 22.6% al 18.0%. Con este propósito se acordó una programación macroeconómica que permitiera un crecimiento económico superior al 5%, suponiendo estabilidad de la tasa de cambio real. Para ello se formuló y mantuvo, en coordinación con el Gobierno, una combinación de políticas que apuntaran al logro de esta meta, la cual demandaba: un estricto control monetario, con crecimientos del 23% en base monetaria, 22.3% para los medios de pago M1¹, y del 28.6% para la oferta monetaria ampliada M3; una fuerte disciplina fiscal, generación de un superávit del consolidado del sector público no financiero del 0.7% del PIB, el cual podría ampliarse si las presiones inflacionarias lo requerían, y una reducción en el ritmo de crecimiento de la cartera del sector financiero al 35%. Como consecuencia, se esperaba una desaceleración en el ritmo de crecimiento de la demanda interna para el cumplimiento de la meta inflacionaria (Cuadro 1).

Cuadro 1
**Proyecciones y resultados de las principales
variables macroeconómicas para 1995**

Variables	Proyección (1)	Resultados
Inflación	18,0	19,5
Déficit en cuenta corriente (%del PIB)	5,6	5,4
Exportaciones (US\$ millones)	10.797	10.406
Exportaciones no tradicionales (US\$ millones)		5.203
Importaciones (US\$ millones)	13.583	12.810
Tasa de cambio real ITCR	93,95	99,12
Reservas internacionales netas (US\$ millones)	8.263	8.325
PIB crecimiento real %	5,5	5,28
Medios de pago M1 (crecimiento %)	22,3	19,7
Oferta monetaria ampliada M3 (crecimiento %)	28,6	26,2
Base monetaria (crecimiento %)	23,0	11,2
Crédito sector privado (crecimiento %)	35,0	37,0
Superávit (-déficit) fiscal (% del PIB)	0,4	-0,4

(1) Corresponde a los supuestos contenidos en el Informe al Congreso presentado en julio de 1995.

Aunque, en materia de inflación, la meta de reducción de la misma al 18% no se cumplió, los resultados macroeconómicos para 1995 fueron aceptables; reducción de 3.1 puntos porcentuales en la variación anual del Índice de Precios al Consumidor (IPC), con lo cual se mantuvo la tendencia de reducción de la inflación de los últimos años. La evolución de la economía colombiana a lo largo de 1995 estuvo acompañada de innumerables factores que directa o indirectamente afectaron el normal desarrollo de la actividad productiva. Entre ellos debemos mencionar: en el frente externo, el denominado "efecto tequila" sobre los flujos de la inversión y los capitales internacionales, la caída de los precios internacionales del café y la situación de la economía venezolana; internamente, la desaceleración del sector de la construcción, la incertidumbre creada por la discusión de la reforma tributaria, y la situación política del país.

II. RESULTADOS MACROECONOMICOS DURANTE 1995²

Las estimaciones preliminares del Departamento Nacional de Planeación (DNP) indican que el Producto Interno Bruto (PIB) del país creció durante 1995 en un 5.3%, tasa similar a la observada en 1994. Sin embargo, es importante anotar que se presentaron cambios significativos en los componentes del gasto (Cuadro 2). Así, se observó una desaceleración en el crecimiento de la demanda interna, como secuela de una marcada reducción en el crecimiento del consumo final tanto de los hogares como de las administraciones públicas.

Cuadro 2

**Descomposición del Producto Interno Bruto (PIB) según componentes del gasto,
1990 a 1995 (estimado)**

Millones de \$ Constantes de 1975						
Concepto	1990	1991	1992	1993p	1994pr	1995e
Consumo final	581.568	592.078	616.399	663.280	725.020	753.965
Consumo de los hogares	499.839	507.693	523.100	563.148	608.256	631.359
Consumo de las administraciones públicas	81.729	84.385	93.299	100.132	116.764	122.606
Formación bruta de capital	115.641	105.537	150.902	197.274	221.024	251.149
Formación bruta de capital fijo	103.046	96.685	108.690	147.619	168.286	193.137
Inversión pública	32.419	39.050	45.083	56.039	54.582	66.215
Inversión privada	70.627	57.635	63.607	91.580	113.704	126.922
Variación de existencias	12.595	8.852	42.212	49.655	52.738	58.012
Absorción o demanda interna	697.209	697.615	767.301	860.554	946.044	1.005.114
Exportaciones	152.353	170.573	180.101	191.959	191.959	212.288
Importaciones	114.303	118.212	167.090	231.789	270.266	303.846
PIB	735.259	749.976	780.312	820.724	867.737	913.556

Participación porcentual						
Concepto	1990	1991	1992	1993p	1994pr	1995e
Consumo final	79,10	78,95	78,99	80,82	83,55	82,53
Consumo de los hogares	67,98	67,69	67,04	68,62	70,10	69,11
Consumo de las administraciones públicas	11,12	11,25	11,96	12,20	13,46	13,42
Formación bruta de capital	15,73	14,07	19,34	24,04	25,47	27,49
Formación bruta de capital fijo	14,01	12,89	13,93	17,99	19,39	21,14
Inversión pública	4,41	5,21	5,78	6,83	6,29	7,25
Inversión privada	9,61	7,68	8,15	11,16	13,10	13,89
Variación de existencias	1,71	1,18	5,41	6,05	6,08	6,35
Absorción o demanda interna	94,82	93,02	98,33	104,85	109,02	110,02
Exportaciones	20,72	22,74	23,08	23,39	22,12	23,24
Importaciones	15,55	15,76	21,41	28,24	31,15	33,26
PIB	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

Crecimiento porcentual							Promedio
Concepto	1990	1991	1992	1993p	1994pr	1995e	geométrico
Consumo final	3,03	1,81	4,11	7,61	9,31	3,99	4,94
Consumo de los hogares	3,02	1,57	3,03	7,66	8,01	3,80	4,49
Consumo de las administraciones públicas	3,09	3,25	10,56	7,32	16,61	5,00	7,54
Formación bruta de capital	-1,17	-8,74	42,98	30,73	12,04	13,63	13,58
Formación bruta de capital fijo	-3,34	-6,17	12,42	35,82	14,00	14,77	10,41
Inversión pública	-30,93	20,45	15,45	24,30	-2,60	21,31	5,90
Inversión privada	18,36	-18,40	10,36	43,98	24,16	11,62	13,40
Variación de existencias	21,08	-29,72	376,86	-17,63	6,21	10,00	33,17
Absorción o demanda interna	2,31	0,06	9,99	12,15	9,93	6,24	6,69
Exportaciones	17,59	11,96	5,59	6,58	0,00	10,59	8,58
Importaciones	7,85	3,42	41,35	38,72	16,60	12,42	19,19
PIB	4,28	2,00	4,04	5,18	5,73	5,28	4,41

p: provisional DANE; pr: preliminar DANE; e: estimación DNP.
Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) y Departamento Nacional de Planeación (DNP).

Durante 1995, la generación de ahorro interno permaneció relativamente estable respecto del año anterior al alcanzar un 15.5% del PIB, frente al 15.3%. Debemos reiterar que uno de los aspectos más destacados en la evolución de la economía colombiana en los últimos años es la reducción en los niveles del ahorro doméstico, que al estar acompañada de incrementos en el consumo y la inversión, se refleja en un aumento significativo del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, financiado con ahorro externo³. No se debe olvidar que el logro de un crecimiento económico creciente y sostenible en el mediano plazo requiere un nivel de ahorro interno apropiado, para el cual debe haber esfuerzos tanto del sector privado como del público.

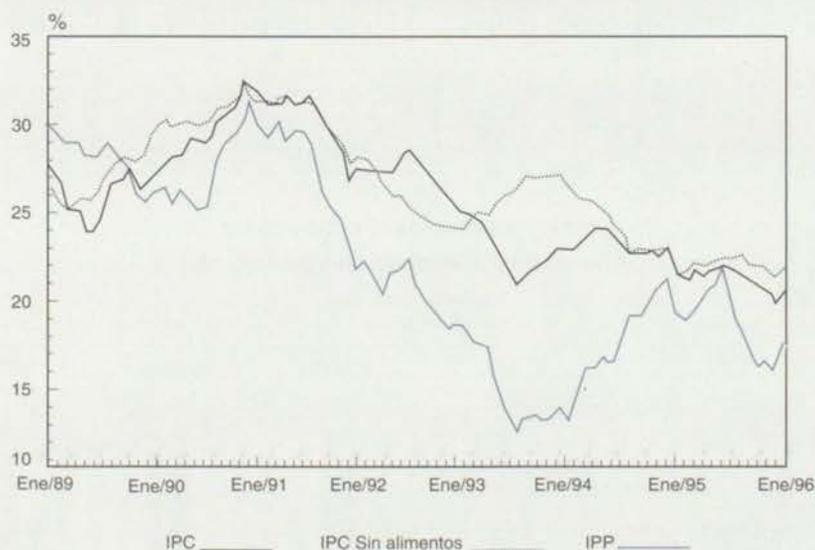
A. Precios

La variación anual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) al finalizar 1995 fue de 19.5%, superior en 1.5 puntos porcentuales a la meta de inflación, e inferior en 3.1 puntos porcentuales a la variación registrada en 1994. Este resultado, si bien no corresponde a la meta buscada del 18%, sí es la reducción más importante de los últimos años, si se tiene en cuenta que entre 1991 y 1994 sólo se redujo la inflación en 4.2 puntos porcentuales. Por su parte, el crecimiento anual del Índice de Precios al Productor (IPP) fue de 15.4%, inferior en 5.3 puntos porcentuales al obtenido en 1994 (Cuadro 3 y Gráfico 1).

Cuadro 3									
Índice de precios del productor y al consumidor									
(Variaciones anuales)									
Fin de:		IPC	IPC	IPP	Fin de:	IPC	IPC	IPP	
			Sin alimentos				Sin alimentos		
1992	Enero	27.4	28.2	21.3	1994	Enero	22.5	26.2	12.4
	Febrero	27.3	27.7	21.6		Febrero	23.0	25.6	14.1
	Marzo	27.1	27.1	20.8		Marzo	23.4	25.5	15.5
	Abril	27.2	26.4	19.8		Abril	23.9	25.2	15.6
	Mayo	27.3	25.7	21.2		Mayo	23.9	24.7	16.0
	Junio	28.1	25.6	21.1		Junio	23.1	23.9	15.7
	Julio	28.4	24.9	21.8		Julio	22.7	23.5	17.3
	Agosto	27.7	24.5	19.9		Agosto	22.4	22.6	18.7
	Septiembre	26.9	24.2	19.3		Septiembre	22.3	22.6	18.6
	Octubre	26.3	24.0	18.7		Octubre	22.4	22.4	19.9
	Noviembre	25.7	23.8	18.2		Noviembre	22.2	22.3	20.4
	Diciembre	25.1	23.8	17.9		Diciembre	22.6	22.4	20.7
1993	Enero	24.8	23.8	18.1	1995	Enero	21.0	21.2	18.7
	Febrero	24.7	24.6	17.3		Febrero	20.9	21.3	18.4
	Marzo	24.2	24.8	16.9		Marzo	21.3	21.8	18.7
	Abril	23.1	24.7	16.6		Abril	21.2	21.8	19.7
	Mayo	22.2	25.4	14.4		Mayo	21.3	21.8	20.0
	Junio	21.4	25.8	13.0		Junio	21.7	22.1	21.5
	Julio	20.5	26.2	11.9		Julio	21.5	22.1	19.4
	Agosto	21.1	27.0	12.5		Agosto	21.1	22.2	17.8
	Septiembre	21.4	26.9	12.8		Septiembre	20.8	21.8	17.2
	Octubre	21.7	27.0	12.5		Octubre	20.5	21.7	15.7
	Noviembre	22.4	27.1	12.7		Noviembre	20.1	21.5	15.8
	Diciembre	22.6	26.8	13.2		Diciembre	19.5	21.0	15.4

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

Gráfico 1
Índice de precios al consumidor y del productor*
 (Variaciones porcentuales anuales)



Fuente: DANE, Banco de la República, SGEE.

* Empalmado con el índice de precios al por mayor del comercio en general (IPM) a partir de enero, 1991.

En el comportamiento de los precios al consumidor para 1995 se observa que la mayoría de los renglones presentaron incrementos inferiores a los observados en 1994 (Cuadro 4), con excepción de educación y otros gastos. Los precios de los alimentos se desaceleraron de manera importante, 6.8 puntos porcentuales al crecer en 16.2% en el año. El aumento en los precios de los servicios, a pesar de situarse en 23.2%, también se redujo en 3.7 puntos porcentuales.

Cuadro 4
Índice de precios del consumidor total nacional ponderado
 (Variaciones anuales - diciembre)

Concepto	1992	1993	1994	1995
Alimentos	27.8	14.5	23.0	16.2
Vivienda	24.3	29.5	24.7	21.6
Vestuario	18.9	18.2	12.9	12.6
Salud	31.7	27.1	26.8	23.1
Educación	25.2	28.0	25.7	25.9
Transporte	19.7	26.7	18.8	17.6
Otros Gastos	25.1	23.5	18.8	23.4
Total sin alimentos	23.8	26.9	22.4	21.0
Total IPC	25.1	22.6	22.6	19.5

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

La denominada inflación "básica"⁴ registró una ligera reducción 0.6 puntos porcentuales al presentar una variación anual de 21.5% (Cuadro 5), lo que indica que aún persisten presiones inflacionarias importantes, y que se requiere esfuerzos adicionales para quebrar en forma definitiva la inercia inflacionaria.

Cuadro 5
Índice 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

Nota: Los servicios estatales incluyen gas, cocinot, 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).

El índice de precios de los bienes transables (productos industriales y agropecuarios procesados) aumentó en 17.3% en el año. Por su parte, el índice de precios de los bienes no transables (servicios y productos agropecuarios sin procesar) se incrementó en 21.8%.

Respecto de los precios del productor, su favorable comportamiento durante 1995 se registró en todos los grupos por destino económico (Cuadro 6). Así, la variación anual de los precios fue: para los bienes de consumo final una disminución de 21.6% a 15.8%, en los bienes intermedios un descenso de 21.8% a 15.6% y los materiales de construcción bajaron de 14.5% a 11.7%. En el caso de los bienes de capital, si bien su tasa anual de crecimiento pasó de 12.7% a 14.2%, su nivel estuvo por debajo del índice total.

Cuadro 6
Indice de precios del productor
(Variaciones anuales)

Actividad	Diciembre		
	1993	1994	1995
I. Según uso o destino económico			
A. Consumo intermedio	10,9	21,8	15,6
B. Consumo final	15,5	21,6	15,8
C. Formación de capital	12,9	12,7	14,2
D. Materiales de construcción	22,1	14,6	11,7
II. Según origen industrial			
A. Agricultura, silvicultura y pesca	11,6	37,5	13,0
1. Consumo intermedio	10,0	37,7	12,2
2. Consumo final	16,8	37,3	15,3
3. Formación de capital	4,4	21,6	14,0
B. Explotación de minas y canteras	10,8	4,8	15,4
1. Consumo intermedio	9,3	5,2	16,7
2. Consumo final	25,0	6,9	18,6
3. Materiales de construcción	22,2	0,1	0,6
C. Industria manufacturera	13,8	16,2	16,3
1. Consumo intermedio	11,4	14,8	17,7
2. Consumo final	15,3	18,6	15,9
3. Formación de capital	13,1	12,4	14,2
4. Materiales de construcción	22,1	15,3	12,3
III. Según procedencia			
A. Producidos y consumidos	13,7	22,3	14,8
1. Consumo intermedio	11,2	23,8	14,2
2. Consumo final	15,6	22,0	16,0
3. Formación de capital	15,4	16,3	14,8
4. Materiales de construcción	22,5	15,1	11,4
B. Importados	10,0	10,5	19,8
1. Consumo intermedio	9,3	11,3	23,5
2. Consumo final	13,2	10,5	10,9
3. Formación de capital	10,4	8,9	13,6
4. Materiales de construcción	13,1	1,7	21,3
Total	13,2	20,7	15,4

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

Por procedencia de los bienes, su comportamiento fue el siguiente: los bienes producidos y consumidos registraron una importante desaceleración al pasar de 22.3% a 14.8%; los importados y exportados sin café, que en buena medida reflejan el comportamiento de la tasa de cambio, aumentaron su tasa de crecimiento al pasar de 10.5% y 9.4% a 19.8% y 23.8%, respectivamente. Según el origen industrial de los productos, el sector de agricultura, silvicultura y pesca presentó una importante reducción al pasar de 37.5% a 13.0%, la explotación de minas y canteras aumentó su tasa de crecimiento de 4.8% al 15.4%, y la industria manufacturera permaneció relativamente estable al pasar de 16.2% a 16.3%.

Como el Índice de Precios del Productor (IPP) ha demostrado ser un buen indicador líder de las tendencias de la inflación, los resultados observados del IPP en 1995 sugieren futuras reducciones de IPC sin alimentos agropecuarios, servicios estatales y transporte, la denominada inflación básica.

B. Política y resultados monetarios

En los inicios de la existencia del Banco de la República como banco central independiente, la política monetaria, en principio, se conducía con base en la adopción de *metas intermedias* sobre agregados monetarios, en particular M1. Esta estrategia, también llamada de "ancla monetaria", supone que el alcance de las metas de inflación de la autoridad económica se facilita si se orientan los instrumentos de la política monetaria hacia el logro de metas intermedias sobre alguna variable económica que cumpla tres condiciones: i) que sea controlable con los instrumentos de política del banco central; ii) que tenga una relación estable con la meta final (la tasa de inflación), y iii) que anticipe el comportamiento futuro de las variables nominales de la economía. Esto sucede porque los efectos de la política monetaria sobre las variables objetivos finales ocurren con reza go, y porque la información de la variable escogida como meta intermedia puede estar disponible con mayor oportunidad y frecuencia que aquella sobre la variable meta final.

La operación del sistema bajo metas intermedias, para los medios de pago, M1, se basa en la construcción de corredores para esta variable, de acuerdo con funciones de demanda de dinero que incorporan explícitamente la meta de inflación, y proyecciones del crecimiento del PIB y la tasa de interés nominal. Una vez definidos los corredores, en principio, el Banco debía afinar semanalmente sus instrumentos para mantener o colocar al agregado monetario dentro del corredor. No obstante, las autoridades monetarias colombianas no siempre se han adherido estrictamente a este sistema. Vale la pena recordar que desde 1992 el Banco ha tenido meta de inflación, ha utilizado los instrumentos a su alcance, y ha adelantado varias reformas de fondo en sus sistemas operativos, para lograr que la política monetaria efectivamente produzca una reducción sostenible de la inflación. Así, en el Informe al Congreso de 1993 se hablaba de M1 como meta intermedia, pero ya en 1995 se hizo énfasis en lograr ciertas metas de crédito y M3.

La experiencia internacional muestra varios casos de países que debieron abandonar el esquema de meta monetaria intermedia porque la relación

entre el agregado monetario utilizado como tal y las metas finales (el producto y/o la inflación) se tornó inestable en el tiempo debido, entre otras razones, a la aparición de innovaciones financieras o a la existencia de restricciones legales distorsionantes. Colombia no ha escapado a estos problemas, como lo ilustra el desarrollo monetario de 1995.

Desde comienzos del año, el M1 se ubicó por debajo del piso del corredor (Gráfico 2). En contra de lo que indicaría el seguimiento automático del esquema de meta intermedia, la Junta Directiva del Banco *no reaccionó* ante esta situación incrementando la liquidez de la economía. Por el contrario, mantuvo una política contractiva, y, aún así, al finalizar el año, la inflación registró valores mayores que la meta del 18%. Un examen un poco más detallado de la situación permite apreciar las razones que en su momento tuvo la Junta para apartarse del criterio único sugerido por el sistema de meta intermedia. Los gráficos 3 y 4 muestran la evolución del agregado monetario ampliado, M3, respecto a sus corredores y el comportamiento de la tasa de cambio nominal dentro de la banda en 1995, respectivamente. Se observa que, al tiempo que M1 se ubicaba debajo del corredor, M3 excedía el suyo y la tasa de cambio se acercaba al techo de la banda cambiaria, de forma tal que si se hubiese incrementado la liquidez (como lo sugería el comportamiento de M1), se habría comprometido seriamente el logro de una inflación cercana a la meta y se habrían exacerbado las presiones en la banda cambiaria.

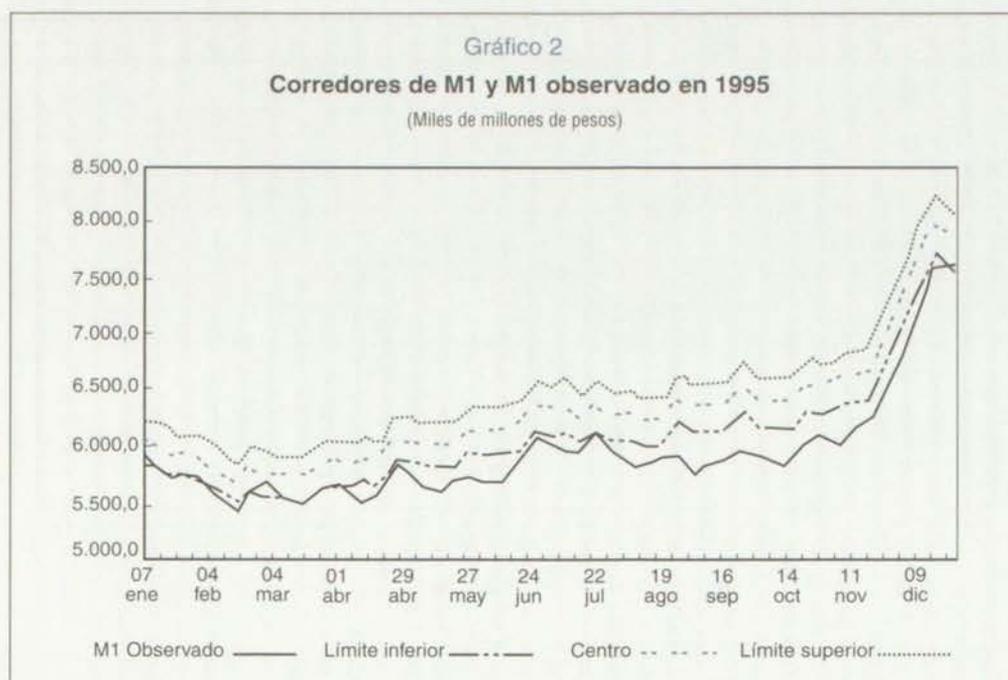


Gráfico 3
Corredores de M3 y M3 observado en 1995
 (Miles de millones de pesos)

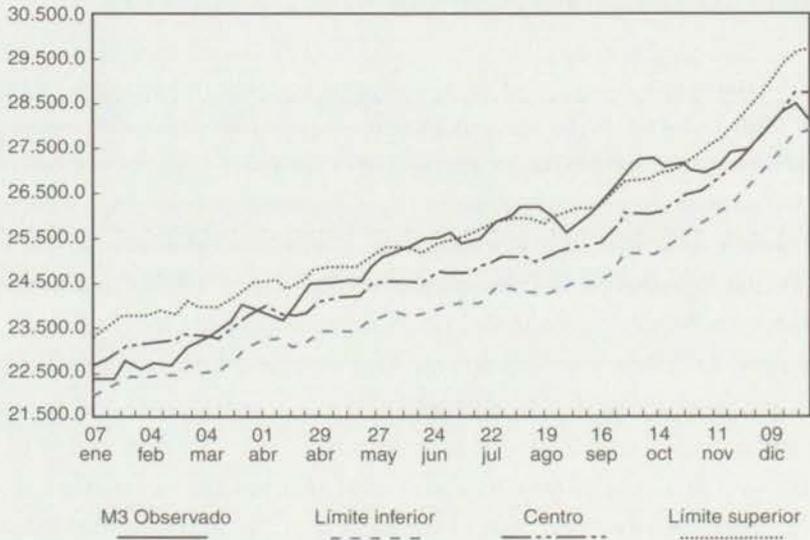
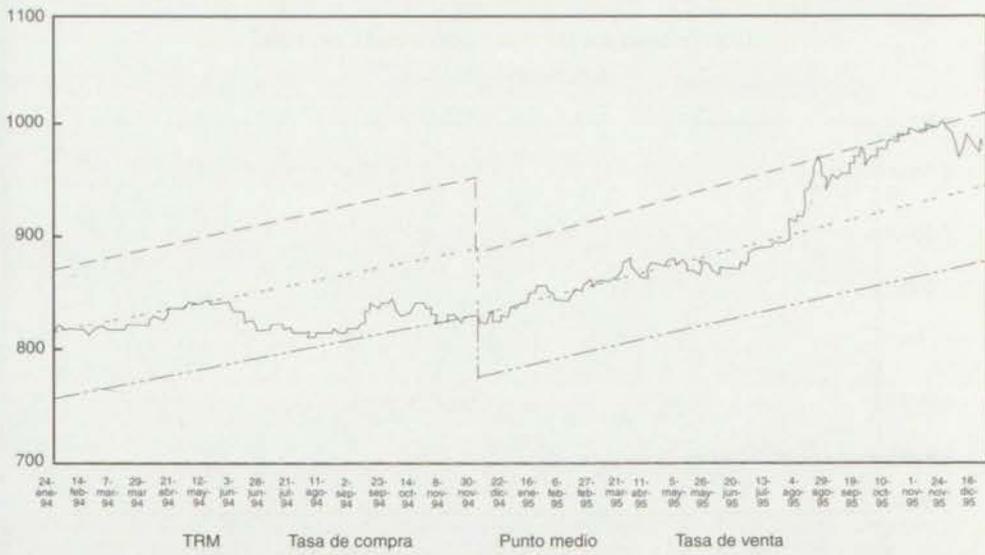


Gráfico 4
Evolución de la TRM y corredores cambiarios



Fuente: Unidad de Operaciones de Mercado (UOM), Banco de la República.

En consonancia con el objetivo de reducir la inflación, durante 1995, la Junta Directiva del Banco estableció corredores específicos para el crecimiento de los diferentes agregados monetarios: la base monetaria, los medios de pago (M1), y la oferta monetaria ampliada (M3), esta última variable, que corresponde a las especies monetarias en circulación (efectivo en poder del público) más todos los depósitos sujetos a encaje de las entidades crediticias (principales fuentes de generación de crédito en el sistema financiero) se incorporó al seguimiento monetario en razón a los importantes cambios observados en la demanda de medios de pago (especialmente sobre las cuentas corrientes) que minaron la relevancia de M1 como indicador de la demanda de dinero y su relación con la inflación. Los diferentes indicadores monetarios, al cierre de 1995, señalan que se cumplió con estos presupuestos, aunque su evolución a lo largo del año presentó importantes diferencias.

Si bien el crecimiento previsto para los diferentes agregados monetarios significaba una reducción de sus tasas anuales de crecimiento, las fuentes de emisión primaria no eran suficientes para atender adecuadamente los incrementos previstos en los agregados monetarios. En consecuencia, fue necesaria la adopción de políticas monetarias que generaran la liquidez requerida. La disminución de los niveles del encaje y de su dispersión, la contracción significativa del monto de las Operaciones de Mercado Abierto, OMA, (los títulos del Banco de la República en circulación), y la reducción de la posición propia en moneda extranjera para los intermediarios financieros le suministró a la economía el nivel de liquidez que se requería.

Así, mediante las resoluciones 12, 17 y 28 de la Junta Directiva, se redujo el encaje en los depósitos a la vista del 41% al 40% y se dispuso un encaje marginal de 21% para permitir su reducción gradual a niveles más acordes con los estándares internacionales; el encaje de los depósitos a la vista del sector público se redujo de 70% a 40% y también se les impuso un encaje marginal del 21%; en el caso de los depósitos de ahorro y a término, la tendencia fue unificar el encaje para los diferentes plazos alrededor del 10%, en principio mediante encaje marginal⁵. Es importante mencionar que la modificación de los encajes además de facilitar la liquidez necesaria, también permitió reducir la dispersión del encaje requerido, lo cual elimina efectos indeseados en las necesidades de reserva bancaria, en especial cuando se presentan movimientos importantes de depósitos como consecuencia del pago de impuestos y su traslado a la Tesorería General.

1) Base monetaria

Al finalizar 1995, la base monetaria se situó en \$6.267 miles de millones, con un crecimiento anual de 11.2%, reflejando un crecimiento en el efectivo en poder del público del 26.6% que alcanzó \$2.873 miles de millones, junto con una variación de sólo 0.9% en la reserva para encaje del sistema financiero que se situó en \$3.394 miles de millones. El reducido crecimiento de la reserva para encaje fue producto tanto de un cambio en la composición de los pasivos del sistema financiero como de un efecto de las reducciones introducidas en los encajes requeridos sobre los depósitos a la vista del sistema financiero.

Desde el punto de vista de las fuentes de base monetaria, la variación mencionada para 1995, \$633 miles de millones, se explica en su totalidad por la reducción en los saldos de las OMA, \$778 miles de millones, al reducirse los saldos de los títulos de participación en circulación de \$994.2 miles de millones a \$216 miles de millones. Contablemente, también aparece el crecimiento de las reservas internacionales como una fuente de expansión monetaria, sin embargo, dicho aumento corresponde a los ingresos por rendimiento de las reservas internacionales, que tiene como contrapartida las utilidades del Banco en 1995⁶, las cuales solo se monetizan en el primer trimestre del año siguiente en la cuantía que la Junta autorice trasladar al Gobierno.

2) Medios de pago

Durante 1995, la demanda de medios de pago (efectivo más cuentas corrientes) mostró un cambio significativo respecto de sus patrones históricos y estacionales, al punto que su saldo se situó de manera sistemática por debajo del límite inferior del corredor monetario previamente establecido (Gráfico 2). Los medios de pago crecieron 19.7%, como secuela del comportamiento de las cuentas corrientes que aumentaron en el año en 15.9% (20.6% las cuentas privadas y 7.7% las cuentas oficiales) (Cuadro 7).

Las variaciones de las cuentas corrientes fueron producto de dos factores: i) los ajustes inducidos por el Gobierno sobre los depósitos del sector público, asociados a su vez con modificaciones en la operación y giro de la Tesorería General, y ii) los cambios en la demanda de cuentas corrientes del sector privado provenientes del comportamiento de las tasas de interés y de los avances tecnológicos que permiten un manejo más eficiente de los recursos líquidos, como las transferencias electrónicas y el creciente número de cajeros automáticos, que permiten el retiro de efectivo de las cuentas de ahorro (tradicional y UPAC) sin pasar por cuentas corrientes.

Cuadro 7
Oferta monetaria ampliada - M3

(Miles de millones de pesos y porcentajes)

Ultima semana	Dic. 1994	Dic. 1995	Variación anual %
MEDIOS DE PAGO AMPLIADOS - M3 (I + II)	22,524	28,421	26,2
I. EFECTIVO	2,270	2,873	26,6
II. PASIVOS SUJETOS A ENCAJE (1+2+3+4)	20,254	25,547	26,1
1. DEPOSITOS EN CUENTA CORRIENTE	4,149	4,809	15,9
A. Cuentas corrientes privadas	2,649	3,194	20,6
B. Cuentas corrientes oficiales	1,500	1,616	7,7
2. CUASIDINEROS (A+B+C+D+E+F+G)	15,304	19,760	29,1
A. Total ahorro bancos	2,530	3,707	46,5
a. Depósitos de ahorro tradicional	2,168	3,167	46,1
b. Cuentas de ahorro a término	362	541	49,3
B. Depósito corp. de ahorro y vivienda	6,353	8,767	37,9
a. Cuentas de ahorro UPAC	3,786	4,605	21,7
b. Certificados a término UPAC	1,129	1,420	25,2
c. Certificados a término pesos	840	1,906	125,5
d. Depósitos ordinarios	597	836	40,9
C. Certificados a término Banco	3,387	3,780	11,6
D. CDT Corfinancieras	1,166	1,453	24,6
E. Depósitos de ahorro corfinancieras	5	2	(65,0)
F. Captaciones compañías. Fto. Cial.	1,685	2,019	19,7
G. Total captaciones Coop.	178	34	(81,1)
3. DEPOSITOS FIDUCIARIOS	473	590	24,8
4. DEPOSITOS A LA VISTA	323	388	19,8

3) Oferta monetaria ampliada M3

La oferta monetaria ampliada M3⁷, presentó durante buena parte del primer semestre un crecimiento por encima de su tendencia histórica, situándose incluso por arriba del corredor esperado; sin embargo, su nivel se ubicó dentro del corredor, al cierre de diciembre, con un crecimiento del 26.2% (Cuadro 7) 11.1 puntos porcentuales menos que en 1994, y por debajo del punto medio del corredor de seguimiento que se había estimado en 28.6% (Grafico 3).

Dentro de los denominados cuasidineros, el rubro de mayor crecimiento fue los depósitos de ahorro de los bancos comerciales con un 46.5%, seguido de las captaciones de las corporaciones de ahorro y vivienda con un 37.9% de aumento. Los CDT de las corporaciones financieras crecieron en 24.6% mientras las captaciones de las compañías de financiamiento comercial subieron en 19.7%.

C. Resultados crediticios

La cartera total del sistema financiero⁸ creció durante 1995 en un 37.0% (Cuadro 8), con una reducción de 7 puntos porcentuales respecto de los niveles alcanzados en 1994 y en dirección a los presupuestos contemplados en la programación macroeconómica, pero dos puntos porcentuales arriba de la meta de crecimiento del 35%, en buena parte explicados por la mayor devaluación y por la anticipación de crédito para la adquisición de bienes durables afectados por la modificación del IVA (en especial automóviles). La cartera en moneda nacional redujo su tasa de crecimiento en 9 puntos porcentuales al crecer 36.2% durante 1995, mientras la cartera en moneda extranjera presentó aceleración en su ritmo de crecimiento al pasar de 37.8% en 1994 a 42.3% al cierre de 1995. El comportamiento de esta última se explica, en parte, por la ampliación de la financiación de las importaciones, sin constitución de depósito de 4 a 6 meses, como también por la devaluación de la tasa de cambio por encima del punto medio de la banda cambiaria.

Cuadro 8
Evolución de la cartera total 1/
(Miles de millones de pesos)

Semana	Fecha (1995)	Cartera total (1995)			Semana	Fecha (1995)	Cartera total (1995)		
		M/N	M/E	Total			M/N	M/E	Total
1	Ene.-07	18,197.3	2,848.1	21,045.4	27	Jul.-08	21,381.3	3,400.5	24,781.8
2	Ene.-14	18,325.2	2,809.0	21,134.2	28	Jul.-15	21,490.1	3,406.0	24,896.1
3	Ene.-21	18,519.0	2,835.5	21,354.5	29	Jul.-22	21,637.3	3,416.9	25,054.3
4	Ene.-28	18,700.3	2,866.7	21,566.9	30	Jul.-29	21,770.5	3,468.2	25,238.7
5	Feb.-04	18,819.0	2,862.5	21,681.5	31	Ago.-05	21,838.6	3,500.6	25,339.2
6	Feb.-11	18,939.3	2,791.4	21,730.7	32	Ago.-12	21,988.5	3,528.3	25,516.8
7	Feb.-18	19,075.5	2,796.3	21,871.8	33	Ago.-19	22,106.9	3,630.5	25,737.3
8	Feb.-25	19,166.4	2,843.6	22,010.0	34	Ago.-26	22,154.2	3,693.4	25,847.5
9	Mar.-04	19,238.6	2,893.5	22,132.1	35	Sep.-02	22,254.0	3,706.9	25,960.9
10	Mar.-11	19,421.4	2,920.8	22,342.2	36	Sep.-09	22,377.6	3,782.7	26,160.4
11	Mar.-18	19,469.4	2,956.6	22,426.1	37	Sep.-16	22,498.9	3,819.5	26,318.3
12	Mar.-25	19,654.1	2,993.7	22,647.8	38	Sep.-23	22,632.7	3,891.4	26,524.2
13	Abr.-01	19,691.2	3,047.9	22,739.1	39	Sep.-30	22,803.9	3,960.7	26,764.6
14	Abr.-08	19,915.8	3,020.2	22,936.0	40	Oct.-07	22,960.8	3,981.6	26,942.4
15	Abr.-15	19,983.3	3,032.8	23,016.1	41	Oct.-14	23,046.7	4,045.2	27,092.0
16	Abr.-22	20,190.8	3,051.9	23,242.7	42	Oct.-21	23,135.9	4,080.3	27,216.2
17	Abr.-29	20,258.8	3,079.8	23,338.6	43	Oct.-28	23,308.8	4,132.7	27,441.5
18	May.-06	20,430.2	3,122.0	23,552.2	44	Nov.-04	23,415.1	4,136.4	27,551.6
19	May.-13	20,480.5	3,147.4	23,627.9	45	Nov.-11	23,558.3	4,099.5	27,657.8
20	May.-20	20,576.3	3,183.0	23,759.3	46	Nov.-18	23,666.6	4,080.2	27,746.8
21	May.-27	20,743.5	3,194.2	23,937.7	47	Nov.-25	23,942.8	4,080.5	28,023.3
22	Jun.-03	20,917.1	3,222.0	24,139.1	48	Dic.-02	24,114.5	4,065.8	28,180.3
23	Jun.-10	21,047.2	3,238.0	24,285.2	49	Dic.-09	24,342.7	3,994.4	28,337.1
24	Jun.-17	21,158.6	3,292.5	24,451.2	50	Dic.-16	24,539.2	3,988.9	28,528.1
25	Jun.-24	21,279.0	3,292.5	24,571.5	51	Dic.-23	24,726.5	3,993.1	28,719.6
26	Jul.-01	21,261.7	3,364.3	24,626.0	52	Dic.-30	24,680.0	4,032.9	28,713.0

1/ No incluye la cartera de la FEN.

D. Tasas de interés

El mantenimiento de unas políticas monetaria y crediticia compatibles con la meta de reducción de la inflación condujo a una marcada elevación de las tasas de interés reales. A finales del primer semestre, por iniciativa del Gobierno la Junta Directiva adoptó la intervención administrativa de las tasas de colocación de las entidades crediticias. Dicho control, de acuerdo con las normas legales sólo puede ser de carácter transitorio y por un plazo no superior a 120 días. Sin embargo, en la medida que las tasas de interés convergieron rápidamente por debajo del límite establecido, fue posible desmontar el control antes de los términos establecidos. Al cierre del segundo semestre, y como consecuencia de la demanda de dinero estacional de fin de año, nuevamente se elevaron las tasas de interés⁹.

Durante 1995, la tasa interbancaria redujo sustancialmente su variabilidad con respecto a años anteriores, como resultado del establecimiento de dos grupos para el cómputo y cumplimiento del encaje bisemanal, rezagados en una semana, y la intervención del Banco de la República en el mercado de dinero. En efecto, durante 1995 sólo se presentaron dos períodos de marcada elevación de la tasa interbancaria, los cuales se corrigieron gracias a las intervenciones del Banco de la República, que mediante el mecanismo de operaciones REPO, de muy corto plazo, permitió la normalización del mercado. Es importante mencionar que el Banco, con el ánimo de prevenir efectos indeseados en otros mercados, como las captaciones de mediano plazo y/o en el mercado cambiario, ha mantenido una política de intervención en el mercado de muy corto plazo, permitiendo la captación de recursos con títulos entre uno y siete días para absorber excesos transitorios de liquidez y operaciones REPO para la irrigación de recursos en momentos de estrechez del mercado interbancario.

E. Tasa de cambio

A lo largo del primer semestre, la tasa representativa del mercado (TRM) permaneció alrededor del punto medio de la banda cambiaria. En el segundo semestre se presentó una elevación de la tasa de cambio del mercado que la situó en la parte alta del corredor cambiario, en buena medida explicada por la incertidumbre derivada de la situación política del país. Este nivel de la tasa de cambio que se mantuvo hasta mediados de diciembre en que se presentó una reducción de la tasa de mercado, posiblemente como reflejo del efecto liquidez propio de fin de año, que al traducirse en una importante elevación de las tasas de

interés induce a la liquidación de tenencias de divisas por los diferentes agentes de la economía (Gráfico 4). La evolución de la tasa de cambio nominal junto con la variación de los precios domésticos e internacionales validaron una devaluación del Índice de Tasa de Cambio Real (ITCR), el cual para las diferentes metodologías presenta un incremento entre 6% y 8% (Cuadro 9).

Por su parte, el índice de transables y no transables (ITCR4) muestra una disminución de 3.4 puntos porcentuales en los primeros meses y se mantuvo estable en el resto del año. Debido a que en todos los países los aumentos de productividad de los bienes transables es mayor que el de los no transables, este índice tiende a disminuir en el largo plazo. El decrecimiento en Colombia es parecido al de otros países, y por tanto, esta definición de tasa de cambio real probablemente no implica un deterioro en competitividad.

F. Balanza de pagos

Los resultados de la Balanza de pagos del país para 1995 estuvieron en línea con las proyecciones iniciales. La Cuenta Corriente presentó un déficit que se estima en US\$4.235 millones (5.4% del PIB), al tiempo que la Cuenta de Capital registró un superávit de US\$4.272 millones (Cuadro 10). Se estima que las exportaciones de bienes crecieron 19% para situarse en US\$10.397 millones, mientras las importaciones aumentaron en 17% alcanzando un nivel de US\$12.921 millones, con lo cual la balanza de bienes arroja un déficit de US\$2.524 millones. La cuenta de servicios alcanzó un déficit de US\$2.405 millones que en su totalidad se explica por el pago de intereses, dividendos y remisión de utilidades (renta de la inversión que ascendió a US\$2.339 millones). La cuenta de capital refleja incrementos tanto en el capital de largo plazo (US\$2.476 millones) como de corto plazo (US\$1.796 millones), manteniéndose la característica de una financiación importante de la balanza de pagos con recursos de largo plazo.

El importante crecimiento de las exportaciones provino de incrementos de las exportaciones no tradicionales, US\$691 millones; petróleo y sus derivados, US\$894 millones; carbón US\$43 millones; ferroníquel, US\$66 millones, y US\$13 millones de reducción en café (Cuadro 11). El comportamiento de las importaciones se explica por el avance de los bienes de capital y equipo de transporte, US\$267 millones (5.9%), de los bienes intermedios, US\$1.276 millones (29%) y de bienes de consumo, US\$338 millones (15.7%).

Cuadro 9
Inidice 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	106.74	108.29	121.31
	Febrero	101.55	101.95	101.36	106.86	116.29
	Marzo	100.28	100.43	100.37	107.38	113.53
	Abril	100.28	100.75	100.33	106.70	113.31
	Mayo	99.99	100.74	101.71	107.41	114.11
	Junio	101.85	102.70	102.97	107.09	116.10
	Julio	105.55	106.54	107.33	106.24	120.35
	Agosto	104.54	105.60	105.65	107.42	118.18
	Septiembre	104.19	105.31	106.01	108.10	117.15
	Octubre	103.40	104.61	105.28	108.29	115.59
	Noviembre	102.58	103.66	104.39	108.75	113.39
	Diciembre	103.85	105.16	104.93	108.57	113.75
1993	Enero	102.11	103.36	104.39	106.54	112.67
	Febrero	101.22	102.58	101.27	104.88	111.26
	Marzo	102.67	104.24	103.82	104.77	111.96
	Abril	103.70	105.33	105.74	103.95	113.75
	Mayo	104.13	105.50	105.47	103.34	113.93
	Junio	103.68	104.83	104.66	102.26	112.49
	Julio	103.13	104.19	104.81	101.87	110.57
	Agosto	103.89	105.03	105.35	101.12	110.57
	Septiembre	105.06	106.02	106.34	100.58	110.92
	Octubre	105.55	106.42	106.23	100.27	109.05
	Noviembre	103.82	104.64	104.72	99.80	106.45
	Diciembre	101.59	102.25	102.59	99.54	103.21
1994	Enero	100.57	101.12	101.23	97.86	100.88
	Febrero	98.94	99.46	98.96	96.23	100.51
	Marzo	97.56	98.05	98.90	95.61	100.59
	Abril	97.14	97.58	97.60	95.18	100.05
	Mayo	96.62	97.08	97.16	94.92	100.20
	Junio	95.23	95.66	95.04	94.81	98.40
	Julio	94.24	94.59	95.88	94.21	98.40
	Agosto	93.63	93.90	94.66	93.81	97.30
	Septiembre	95.63	95.76	96.23	93.57	98.69
	Octubre	96.30	96.25	97.57	93.27	99.44
	Noviembre	94.68	94.46	94.99	92.90	96.44
	Diciembre	93.31	92.92	92.94	92.34	93.41
1995	Enero	95.00	94.70	94.41	91.40	95.31
	Febrero	94.08	94.02	93.65	90.08	94.97
	Marzo	94.94	95.46	96.09	88.77	96.58
	Abril	95.53	96.13	96.96	88.96	97.95
	Mayo	94.94	95.61	95.90	88.49	97.08
	Junio	93.69	94.23	95.32	88.32	96.01
	Julio	95.44	95.97	96.32	89.07	97.08
	Agosto	98.67	98.89	99.24	89.31	n.d.
	Septiembre	101.28	101.34	101.38	89.20	n.d.
	Octubre	103.94	104.14	104.49	89.03	n.d.
	Noviembre	104.65	105.89	107.10	89.01	n.d.
	Diciembre	99.12	99.45	100.26	88.90	n.d.
Promedio	1992	102.77	103.62	103.92	107.59	116.09
	1993	103.38	104.53	104.62	102.41	110.57
	1994	96.15	96.40	96.76	94.56	99.54 1/
	1995	97.61	97.99	98.43	89.21	96.43

* Provisionales para los años 1994 y 1995.

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.

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.

1/ Corresponde a los siete primeros meses.

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

Cuadro 10
Balanza de pagos de Colombia - Resumen
(Millones de US\$)

	1990	1991 Prel.	1992 Prel.	Estimación		
				1993	1994	1995
I. CUENTA CORRIENTE	543.5	2,346.7	900.2	(2,114.6)	(3,047.7)	(4,235.0)
A. BIENES	1,971.5	2,959.4	1,234.1	(1,657.2)	(2,286.4)	(2,523.8)
Ingresos	7,079.4	7,507.4	7,263.2	7,428.5	8,753.6	10,397.2
Egresos	5,107.9	4,548.0	6,029.1	9,085.7	11,040.0	12,921.1
B. SERVICIOS	(2,454.5)	(2,309.9)	(2,067.7)	(1,595.4)	(1,623.7)	(2,405.4)
Ingresos	1,947.4	1,983.7	2,432.1	3,081.1	3,981.6	4,321.1
Egresos	4,401.9	4,293.6	4,499.8	4,676.5	5,605.3	6,726.4
C. TRANSFERENCIAS	1,026.5	1,697.2	1,733.8	1,138.0	862.4	694.2
II. CUENTA DE CAPITAL	(1.3)	(782.0)	133.8	2,661.1	3,065.8	4,272.1
A. CAPITAL DE LARGO PLAZO	196.2	144.5	168.9	1,583.2	3,554.2	2,476.0
Inversión directa	484.1	432.6	678.7	710.1	1,515.5	1,977.3
Inversión de cartera	(4.1)	81.3	124.8	555.6	338.8	(49.7)
Endeudamiento externo neto	(202.8)	(369.4)	(634.6)	317.5	1,164.1	189.7
Arrendamiento financiero	0.0	0.0	0.0	0.0	578.9	384.7
Aportes organismos internacionales	(81.0)	0.0	0.0	0.0	(43.0)	(26.0)
B. CAPITAL CORTO PLAZO	(197.5)	(926.5)	(35.1)	1,077.9	(488.4)	1,796.1
Endeudamiento neto	(178.2)	(404.1)	611.1	1,097.5	829.6	1,221.8
Movimiento de activos en el exterior	(19.3)	(522.4)	(646.2)	(19.6)	(1,318.0)	574.3
III. CONTRAPARTIDAS	(14.0)	(51.2)	(55.9)	228.6	5.0	3.6
IV. ERRORES Y OMISIONES	97.8	362.2	189.1	(568.7)	144.2	309.0
V. VARIACION RESERVAS BRUTAS 1/	626.0	1,875.7	1,167.3	206.4	167.3	349.6
VI. SALDO RESERVAS BRUTAS 1/	4,696.8	6,572.5	7,739.8	7,946.2	8,113.5	8,463.1
PIB ajustado en dólares (Millones)	46,563.9	48,920.9	52,528.5	56,906.4	61,971.1	67,004.9
Meses importaciones bienes	11.0	17.3	15.4	10.5	8.8	7.9
Meses importaciones Bienes y Serv.	5.9	8.9	8.8	6.9	5.8	5.2
VII. PASIVOS CORTO PLAZO BCO. REP.	195.6	152.3	26.6	77.1	111.2	138.4
VIII. SALDO RESERVAS NETAS (VI-VII)	4,501.2	6,420.2	7,713.2	7,869.1	8,002.2	8,324.4
IX. VARIACION RESERVAS NETAS	634.4	1,919.0	1,293.0	155.9	133.1	322.2

1/ Según metodología de Balanza de Pagos.
Fuente: Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos.

Cuadro 11
Cuenta corriente

(Millones de US\$)

	1990	1991 Prel.	1992 Prel.	Estimación		
				1993	1994	1995
I. CUENTA CORRIENTE	543.5	2,346.7	900.2	(2,114.6)	(3,047.7)	(4,235.0)
A. BIENES	1,971.5	2,959.4	1,234.1	(1,657.2)	(2,286.4)	(2,523.8)
1. Exportaciones FOB	7,079.4	7,507.4	7,263.2	7,428.5	8,753.6	10,397.2
Café	1,399.2	1,323.6	1,258.9	1,139.7	1,990.1	1,977.5
Petróleo y derivados	1,951.0	1,460.5	1,395.6	1,323.0	1,318.2	2,212.6
Carbón	544.8	630.2	555.4	567.0	552.8	595.9
Ferroníquel	146.3	143.5	125.1	102.0	118.8	185.0
Oro	374.4	408.5	363.5	312.5	304.6	266.2
No tradicionales	2,663.7	3,541.1	3,564.7	3,984.3	4,469.1	5,160.1
2. Importaciones FOB	5,107.9	4,548.0	6,029.1	9,085.7	11,040.0	12,921.1
Bienes de consumo	520.0	570.4	825.3	1,665.7	2,151.0	2,489.3
Bienes intermedios	2,706.7	2,522.3	3,258.9	3,797.1	4,380.0	5,655.7
Bienes de capital	1,881.2	1,455.3	1,944.9	3,622.9	4,509.0	4,776.1
B. SERVICIOS	(2,454.5)	(2,309.9)	(2,067.7)	(1,595.4)	(1,623.7)	(2,405.4)
1. Embarques	(133.0)	(102.4)	(160.8)	(300.3)	(306.9)	(356.3)
Ingresos	130.0	135.9	133.3	186.8	215.2	230.9
Egresos	263.0	238.3	294.2	487.1	522.1	587.2
2. Otros transportes	(70.7)	(71.8)	69.4	337.8	443.8	525.7
Ingresos	367.2	393.8	524.1	804.4	982.7	1,152.7
Egresos	437.9	465.6	454.7	466.5	538.9	627.0
3. Viajes	(48.7)	(40.4)	64.6	61.1	44.6	29.3
Ingresos	405.7	468.2	705.3	755.1	806.8	853.4
Egresos	454.4	508.6	640.6	694.0	762.2	824.1
4. Renta de la inversión	(2,080.3)	(1,832.1)	(1,826.0)	(1,575.3)	(1,706.5)	(2,339.5)
Ingresos	340.1	376.2	438.2	548.1	768.8	943.8
Intereses	320.1	363.5	430.0	482.3	579.3	857.3
Sector oficial	295.2	330.4	395.9	416.1	458.9	742.6
Sector privado	24.9	33.1	34.2	66.2	120.4	114.7
Utilidades y dividendos	20.0	12.7	8.2	65.8	189.5	86.5
Egresos	2,420.4	2,208.3	2,264.2	2,123.4	2,475.3	3,283.2
Intereses	1,644.1	1,491.9	1,347.0	1,218.8	1,387.1	1,877.8
Sector oficial	1,325.9	1,267.9	1,134.4	980.2	1,054.0	1,165.9
Sector privado	318.2	224.0	212.6	238.6	333.1	711.9
Utilidades y dividendos	776.3	716.4	917.2	904.7	1,088.2	1,405.4
5. Otros bienes servicios y rentas	(121.8)	(263.2)	(214.9)	(118.7)	(98.7)	(264.6)
Transacciones petroleras	(170.2)	(194.9)	(144.4)	(16.1)	406.2	254.0
Ingresos	124.5	77.1	81.7	220.7	608.0	524.0
Egresos	294.7	272.0	226.1	236.8	201.8	270.0
Otras transacciones	48.4	(68.3)	(70.5)	(102.6)	(504.9)	(518.6)
Ingresos	579.9	532.5	549.5	566.0	600.1	616.3
Egresos	531.5	600.8	620.0	668.6	1,105.0	1,134.9
C. TRANSFERENCIAS	1,026.5	1,697.2	1,733.8	1,138.0	862.4	694.2
Ingresos	1,042.7	1,742.5	1,870.9	1,350.0	1,055.4	874.6
Egresos	16.2	45.3	137.1	212.0	193.0	180.4

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

El resultado de la Cuenta de Capital refleja el desarrollo de la inversión extranjera directa que ascendió a US\$1.977 millones, la colocación neta de títulos en los mercados internacionales se redujo en US\$50 millones, el incremento de US\$190 millones del endeudamiento de largo plazo, US\$385 millones por arrendamiento financiero (leasing) y entradas netas de capital de corto plazo por US\$1.796.6 millones. Este último como secuela de la evolución del endeudamiento neto de corto plazo por US\$1.222 millones y el movimiento neto de activos en el exterior que implicó un ingreso de divisas de US\$574 millones que se explica por la importante reducción de las tenencias del sector público, US\$832.6 millones, compensada por un aumento de tenencia de los particulares, US\$258 millones (Cuadro 12).

Cuadro 12
Cuenta de capital
(Millones de US\$)

	1990	1991 Prel.	1992 Prel.	Estimación		
				1993	1994	1995
II. CUENTA DE CAPITAL	(1.3)	(782.0)	133.8	2,661.1	3,065.8	4,272.1
A. CAPITAL DE LARGO PLAZO	196.2	144.5	168.9	1,583.2	3,554.2	2,476.0
1. Inversión directa	484.1	432.6	678.7	710.1	1,515.5	1,977.3
Extranjera en Colombia	500.5	456.9	728.7	950.1	1,667.2	2,261.3
Colombiana en el exterior	16.4	24.3	50.0	240.0	151.7	284.0
2. Inversión de cartera	(4.1)	81.3	124.8	555.6	338.8	(49.7)
a. Sector oficial	(4.1)	81.3	59.5	352.6	403.6	371.0
Emisión bonos deuda externa	0.0	100.0	100.0	375.0	516.3	497.0
Amortización bonos deuda externa	4.1	18.7	40.5	22.4	112.7	126.0
b. Sector privado	0.0	0.0	65.3	203.0	(64.8)	(420.7)
3. Endeudamiento externo	(202.8)	(369.4)	(634.6)	317.5	1,164.1	189.7
a. Sector oficial	(27.0)	(359.0)	(677.8)	(478.9)	(594.5)	(322.0)
Desembolsos	1,817.9	1,615.3	1,622.5	1,482.6	1,803.4	1,376.0
Amortizaciones	1,844.9	1,974.3	2,300.3	1,961.5	2,397.9	1,698.0
b. Sector privado	(175.8)	(10.4)	43.2	796.4	1,758.6	511.7
Desembolsos	146.6	159.1	508.3	1,297.3	2,600.0	1,759.9
Amortizaciones	322.4	169.5	465.1	500.9	841.4	1,248.2
4. Arrendamiento financiero	0.0	0.0	0.0	0.0	578.9	384.7
5. Aportes organismos internacionales	(81.0)	0.0	0.0	0.0	(43.0)	(26.0)
B. CAPITAL CORTO PLAZO	(197.5)	(926.5)	(35.1)	1,077.9	(488.4)	1,796.1
1. Endeudamiento externo neto	(178.2)	(404.1)	611.1	1,097.5	829.6	1,221.8
Sector oficial	(59.5)	(41.1)	155.4	94.5	154.6	344.0
Sector privado	(118.7)	(363.0)	455.7	1,003.0	675.0	877.8
2. Mov. de activos en el exterior	(19.3)	(522.4)	(646.2)	(19.6)	(1,318.0)	574.3
Sector oficial	(45.7)	27.7	(429.5)	83.5	(1,177.8)	832.6
Sector privado	26.4	(550.1)	(216.7)	(103.1)	(140.2)	(258.3)

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

G. Resultados cambiarios

En materia de reservas internacionales, el Banco de la República acumuló US\$322.2 millones, para cerrar 1995 con un saldo de US\$8.324.4 millones, lo que equivale a 7.9 meses de la importación de bienes y 5.2 meses de los pagos por bienes y servicios. El incremento de las reservas internacionales no significó que el mercado cambiario haya presentado excesos de oferta sobre demanda; por el contrario, el mercado de divisas estuvo demandado (mayor demanda que oferta), con un faltante de US\$1.089.5 millones, el cual fue atendido mediante ventas netas por parte del Banco de la República de US\$740.4 millones, liquidación de posición propia de los intermediarios cambiarios por US\$206.1 millones y mediante una venta neta de divisas de la Tesorería General por US\$143.0 millones. En el caso del Banco, la acumulación de reservas internacionales se explica por el rendimiento de las mismas, y superó los US\$800 millones durante 1995.

H. Situación fiscal

Al cierre de 1995, cifras preliminares muestran que las finanzas del sector público no financiero presentaron un déficit de 0.4% del PIB, el cual resulta de un déficit de 2.7% del PIB del Gobierno Nacional y de un superávit del resto del sector público de 2.3% del PIB. El déficit observado contrasta con el superávit del 0.7% del PIB¹⁰, previsto en la programación macroeconómica de comienzos de año; sin embargo, debemos aclarar que el resultado fiscal requerido fue revisado a mediados de año aceptándose como compatible un superávit del 0.4% del PIB. La caída de los ingresos tributarios fue compensada por el Gobierno con la reducción de los gastos. Para efectos de la programación financiera, el incremento en el déficit del Fondo Nacional del Café y los menores ingresos por venta de activos no requerían compensación.

I. Actividad económica sectorial

Por sectores de actividad económica, la evolución del PIB durante 1995 también contrasta de manera importante con la observada en 1994 (Cuadro 13). En efecto, el sector de minas y canteras, incluida la extracción de petróleo, pasa de 0.6% de crecimiento en 1994 a 17.4% durante 1995, convirtiéndose en el motor del crecimiento de la economía, en especial por el incremento de la explotación de petróleo. Así mismo, el sector agropecuario con café y sin café mejoró su crecimiento de manera significativa al pasar de 1.93% a 5.50% y de 3.68% a 5.03% de 1994 a 1995, respectivamente. Los demás sectores redujeron sus tasas de crecimiento respecto de 1994. Un hecho destacable del comportamiento de la econo-

mía durante 1995, fue la aceleración del ritmo de crecimiento de las actividades productoras de bienes transables (algunas actividades industriales, agricultura, minería), así como el deterioro de las no transables (construcción, industria vinculada a construcción y servicios).

Cuadro 13
Crecimiento porcentual del PIB por grandes agrupaciones de actividad económica a precios constantes de 1975

Sectores económicos	1993p	1994pr	1995e
1. Agropecuario, silvicultura, pesca y caza	2.11	2.03	5.55
Agropecuario:	2.30	1.93	5.50
Café pergamino	-15.58	-11.09	9.51
Agropecuario sin café	5.31	3.68	5.03
Sector agrícola	2.88	2.55	4.02
Sector pecuario	7.53	4.67	5.90
Silvicultura, pesca y caza	-2.49	4.64	6.99
2. Explotación de minas y canteras	-4.00	0.63	17.39
3. Industria manufacturera	1.80	2.76	0.85
Café elaborado	-16.99	-11.65	-17.30
Resto de la industria	4.97	4.68	2.90
4. Electricidad, gas y agua	10.99	6.57	5.50
5. Construcción	6.00	11.83	5.34
6. Comercio, restaurantes y hoteles	7.40	5.04	4.84
Comercio	8.64	5.00	4.50
Restaurantes y hoteles	2.60	5.20	6.20
7. Transporte, almacenamiento y comunicaciones	3.51	7.00	5.85
Transporte y almacenamiento	3.50	5.74	4.08
Comunicaciones	3.53	11.64	12.00
8. Sector financiero	8.24	10.52	4.33
Financieros y otros servicios a empresas	11.00	14.96	5.31
Alquileres de vivienda	5.00	5.00	3.00
9. Servicios comunales, sociales y personales	4.39	9.62	7.68
Servicios del gobierno	5.00	11.70	8.20
Servicios personales	3.24	5.30	7.00
Servicios domésticos	2.40	4.51	2.99
Menos: Servicios bancarios imputados	15.73	20.80	10.00
Subtotal valor agregado	3.62	5.18	4.89
Más: Derechos e impuestos sobre importaciones	46.00	16.00	11.80
Producto Interno Bruto	5.18	5.73	5.28

p: provisional DANE; pr: preliminar DANE; e: estimación DNP.

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

III. PROGRAMACION FINANCIERA DE 1996

A. Meta de inflación

La Junta Directiva del Banco de la República, dando cumplimiento a su mandato constitucional, acordó fijar la meta de inflación para 1996 en 17%. En la medida que esta meta sea creíble para el público, su aceptación contribuirá a romper la inercia inflacionaria prevaleciente en Colombia de tiempo atrás, y con ello a facilitar el alcance de menores tasas de inflación .

La coordinación de la política económica se refleja en los supuestos utilizados en el ejercicio de programación financiera elaborado conjuntamente por el Banco de la República y el Ministerio de Hacienda. Para 1996, en dicho ejercicio se encontró que la meta de inflación del 17% es coherente con un déficit del sector público no financiero no mayor del 0.6% del PIB y un crecimiento del crédito del sector financiero al sector privado no superior al 29%. En principio, los corredores estimados para los medios de pago, M1, y oferta monetaria ampliada, M3, presentan crecimientos a diciembre de 1996 del 23% y 31.4%, respectivamente. Así mismo, el programa financiero contempla mantener la actual banda cambiaria. Es claro que las tendencias de la inflación se revisarán periódicamente, y la Junta hará los ajustes en las políticas monetaria, cambiaria y crediticia necesarios para lograr la meta de inflación.

Para 1996 se espera que el ajuste en el consumo continúe, con lo cual la preocupante caída del ahorro privado observada hasta 1994 tenderá a corregirse. En este contexto, es importante garantizar la flexibilidad y disciplina de la política fiscal, especialmente ante la posibilidad de ajustes en los ingresos tributarios esperados o en las fuentes de financiación.

B. Balanza de pagos y política cambiaria

Balanza de pagos. Las proyecciones de la balanza de pagos son consistentes con el ejercicio de la programación macroeconómica realizado a finales de 1995 y suponen una ligera devaluación de la tasa de cambio real promedio durante 1996. En consecuencia, se estima un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos de US\$4.777.4 millones (aproximadamente 5.8% del PIB), un crecimiento de las exportaciones de US\$1.126 millones (10.8%), y un incremento de las importaciones de US\$1.915 millones (14.8%) (Cuadro 14). Vale la pena mencionar que buena parte del aumento de las importaciones se concentra en bienes de capital, y especialmente en aquellos relacionados con los proyectos de inversión en in-

fraestructura y el sector petrolero. Al igual que en años anteriores, el déficit en la cuenta corriente de 1996 se supone totalmente financiado al estimarse un superávit en la cuenta de capital de US\$5.098.1 millones, de los cuales US\$3.240.8 millones corresponden a inversión extranjera directa neta, US\$1.480.0 millones serán inversión de cartera (la mayor parte representados por la emisión de bonos oficiales de deuda externa), US\$476.1 millones entrarán por arrendamiento financiero, US\$259 millones por

Cuadro 14
Balanza de pagos de Colombia
(Millones de US\$)

	Estimación		Proyección
	1994	1995	1996
I. CUENTA CORRIENTE	(3,047.7)	(4,235.0)	(4,777.4)
A. BIENES	(2,286.4)	(2,523.8)	(3,312.8)
Ingresos	8,753.6	10,397.2	11,523.7
Egresos	11,040.0	12,921.1	14,836.5
B. SERVICIOS	(1,623.7)	(2,405.4)	(2,341.0)
Ingresos	3,981.6	4,321.1	4,626.0
Egresos	5,605.3	6,726.4	6,967.0
C. TRANSFERENCIAS	862.4	694.2	876.3
II. CUENTA DE CAPITAL	3,065.8	4,272.1	5,098.0
A. CAPITAL DE LARGO PLAZO	3,554.2	2,476.0	5,455.8
Inversión directa	1,515.5	1,977.3	3,240.8
Inversión de cartera	338.8	(49.7)	1,480.0
Endeudamiento externo neto	1,743.0	574.4	735.0
Aportes organismos internacionales	(43.0)	(26.0)	0.0
B. CAPITAL CORTO PLAZO	(488.4)	1,796.1	(357.8)
Endeudamiento neto	829.6	1,221.8	(19.6)
Movimiento de activos en el exterior	(1,318.0)	574.3	(338.2)
III. CONTRAPARTIDAS	5.0	3.6	0.0
IV. ERRORES Y OMISIONES	144.2	309.0	0.0
V. VARIACION RESERVAS BRUTAS 1/	167.3	349.6	320.6
VI. SALDO RESERVAS BRUTAS 1/	8,113.5	8,463.1	8,783.7
PIB ajustado en dólares (Millones)	61,971.1	67,004.9	71,924.0
Meses importaciones bienes	8.8	7.9	7.1
Meses importaciones Bienes y servicios	5.8	5.2	4.8
VII. PASIVOS CORTO PLAZO BANCO REP.	111.2	138.4	111.2
VIII. SALDO RESERVAS NETAS (VI-VII)	8,002.2	8,324.4	8,645.2
IX. VARIACION RESERVAS NETAS	133.1	322.2	320.6

1/ Según metodología de Balanza de Pagos.

endeudamiento neto de largo plazo y US\$338.2 millones saldrán por cuenta de movimientos de activos de residentes en el exterior. El resultado final apunta hacia una acumulación de reservas internacionales netas del orden de US\$320.6 millones (Cuadro 14), lo cual llevaría el saldo de reservas netas a US\$8.685.2 millones, equivalente a poco menos de cinco meses de importaciones de bienes y servicios.

Política Cambiaria. Desde principios de 1994 la Junta Directiva del Banco de la República estableció un sistema de bandas cambiarias que ha operado eficazmente al permitir la fluctuación de la tasa de cambio, dando, por lo tanto, una mayor libertad a la política monetaria, al tiempo que modera las expectativas del sector privado sobre la devaluación o revaluación de la moneda. Para 1996 la Junta Directiva optó por conservar la banda cambiaria prevaleciente en 1995, manteniendo su pendiente (13.6%) y su amplitud (7% por arriba y por debajo del centro de la banda). 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. De otra parte, en vista de las modificaciones en las condiciones del entorno externo respecto a las existentes en 1994, la Junta Directiva redujo a principios de 1996 los porcentajes de depósitos forzados sobre el endeudamiento externo, así como el plazo de los créditos sujetos a la constitución de los mismos, y autorizó un mecanismo que facilita el endeudamiento para pre-financiar exportaciones.

C. Política fiscal

Para alcanzar la meta de inflación del 17% en 1996, el Gobierno se comprometió a producir un déficit no mayor del 0.6% del PIB para el consolidado del sector público no financiero. Este faltante resulta de un déficit del Gobierno Nacional Central del 2.9% del PIB, parcialmente compensado por un superávit del sector descentralizado del 2.3% del PIB. Este último se explica primordialmente por los excedentes de caja de la seguridad social, al tiempo que supone equilibrio en las finanzas regionales y un superávit del sector eléctrico. Dichas cifras son consistentes con un crecimiento nominal del gasto del sector público (neto de transferencias) del 30.3% y con un aumento del gasto del Gobierno Central del 37.3%¹¹ (Cuadro 15). Por otra parte, los ingresos totales del sector público crecerán en 30.6%. Dentro de este rubro vale la pena destacar los ingresos adicionales de la reforma tributaria aprobada en diciembre de 1995, que el Gobierno estima en \$748.8 miles de millones (0.91% del PIB), y los ingresos de privatizaciones por \$ 667.7 miles de millones (0.77% del PIB)¹².

Cuadro 15
Sector público no financiero
(Miles de millones de pesos)

CONCEPTOS	1995	1996	Var. %
I. INGRESOS TOTALES	31,451.9	41,330.7	31.4
A. Explotación bruta	8,138.4	10,354.3	27.2
B. Aportes del Gobierno Nacional Central	4,886.3	7,021.0	43.7
1. Funcionamiento	4,247.2	5,942.0	39.9
2. Inversión	639.0	1,078.9	68.8
C. Otros ingresos	18,427.2	23,955.4	30.0
II. PAGOS TOTALES	31,757.6	41,876.7	31.9
A. Pagos corrientes	25,244.0	32,339.9	28.1
1. Intereses deuda externa	805.8	1,105.3	37.2
2. Intereses deuda interna	1,300.0	2,172.4	67.1
3. Otros	23,138.3	29,062.2	25.6
- Servicios personales	5,400.5	6,566.3	21.6
- Op. comercial y compra	4,922.5	6,572.9	33.5
- Transferencias	11,563.3	14,245.5	23.2
- Resto	1,251.9	1,677.5	34.0
B. Pagos de capital	6,513.6	9,536.8	46.4
1. F.B.K.F.	4,546.0	6,898.6	51.8
2. Otros	1,967.6	2,638.2	34.1
C. Préstamo neto	0.0	0.0	
III. DEFICIT (-) O SUPERAVIT (+)	-305.7	-546.0	

* Cifras preliminares.
Nota: El crecimiento de los ingresos netos de transferencias del Gobierno Central alcanza 29,2%, mientras que los gastos registran un crecimiento de 29,7%.
Fuente: CONFIS y Banco de la República.

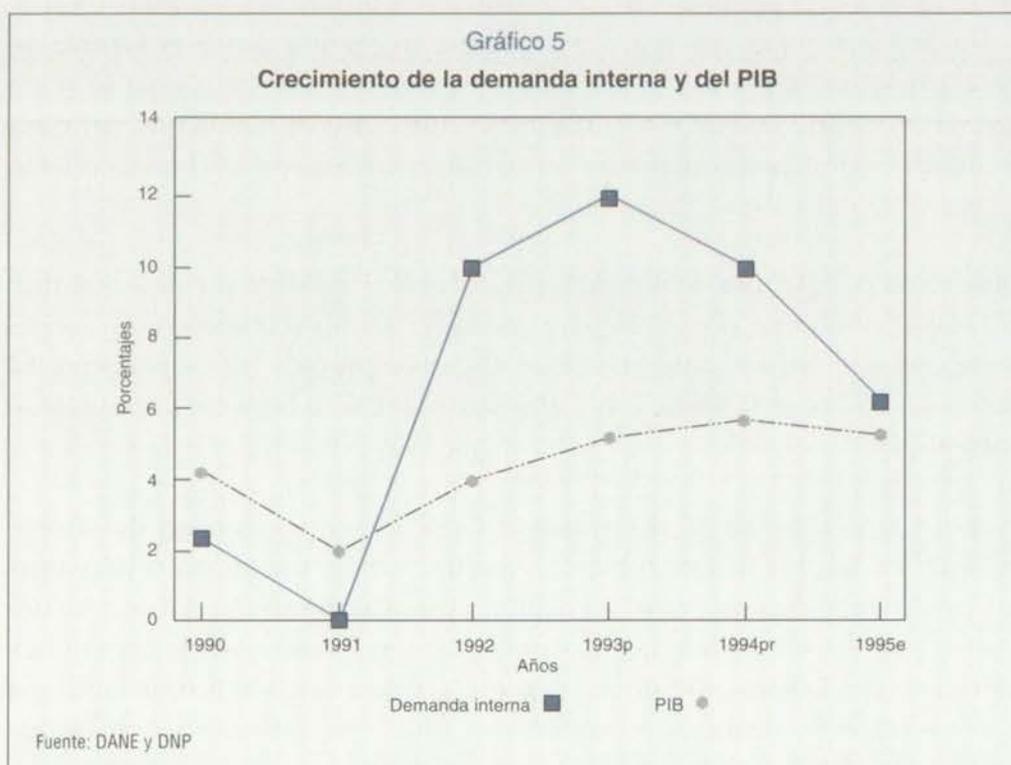
El Banco desea poner énfasis en la importancia de que se cumplan las metas fiscales, suponiendo el cumplimiento de los demás supuestos de la programación macroeconómica, un mayor déficit fiscal impondría un ajuste de los precios básicos de la economía (la tasa de interés, el nivel de precios y/o la tasa de cambio), que implicaría a su vez el incumplimiento de la meta de inflación, o comprometería el crecimiento económico futuro y/o la sostenibilidad del desequilibrio externo.

D. Política monetaria y crédito

Política monetaria en 1996. Para 1996 se aprobaron corredores monetarios que son indicadores muy importantes dentro de la evaluación de la situación económica general a la hora de tomar decisiones de política. El centro de los corredores construidos para M1 y M3 presenta tasas de crecimiento a diciembre de 1996 del 23 % y 31.4 %, respectivamente.

En cualquier caso, es claro que el logro de la meta de inflación del 17% implica mantener una política monetaria estricta, en la medida en que durante 1995 y lo que va corrido de 1996 se han presentado y se seguirán presentando presiones inflacionarias de corto plazo que la autoridad monetaria no puede ignorar. Entre ellas se destacan la devaluación del peso durante la segunda mitad de 1995, la elevación del IVA a principios de 1996, la imposición y aumento de las sobre-tasas a la gasolina en varios municipios (Bogotá entre ellos), el desmonte de subsidios al consumo residencial de energía eléctrica, acuerdos salariales elevados¹³ y una posible reversión de la tendencia favorable de la inflación de alimentos registrada en 1995.

Así mismo, es importante mencionar que existen factores que sugieren una reducción de las presiones inflacionarias de mediano plazo. Los ajustes del IVA y los mayores ingresos del sector eléctrico aunados a los recortes presupuestales a que se ha comprometido el Gobierno apuntan hacia un control efectivo del déficit fiscal consolidado. Ello junto con los ajustes de las variables monetarias, el crecimiento del crédito y el ajuste en el gasto privado (Gráfico 5) ha de tener un impacto favorable en la estabilidad de los precios. En consecuencia, en la medida que se pueda anticipar el logro de la meta de inflación y una tendencia permanente de reducción en el crecimiento de los precios, la política monetaria será menos restrictiva.



Crédito al sector privado. La consistencia financiera de las políticas fiscal, monetaria y cambiaria, y los resultados esperados en la balanza de pagos requieren un crecimiento del crédito bruto del sector financiero al sector privado no superior al 29% en 1996. Este incremento es coherente con la meta de inflación, con los requerimientos de financiación de la inversión privada necesaria para impulsar el crecimiento económico y con la mejora de los indicadores de ahorro privado, mencionada anteriormente.

IV. PROYECCIONES DE MEDIANO PLAZO

Como objetivos de mediano plazo, la Junta considera prioritarios la reducción de la inflación y la eliminación del déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos en un contexto de adecuado crecimiento económico. Estos objetivos necesariamente demandan un marco de política macroeconómica apropiado, el cual requiere, además de un manejo monetario ordenado, una estricta disciplina fiscal.

Para 1995, el resultado económico más importante fue el ajuste en el crecimiento de la demanda interna, que se había tornado excesivo con relación al crecimiento potencial de la producción y que, en consecuencia, había llevado a la agudización de las presiones inflacionarias. Estas últimas se acumulaban tanto en el aparato productivo, por la vía de la saturación de la capacidad instalada, como en la esfera financiera, en la cual se registraban preocupantes incrementos del crédito, circunstancia que debe ser evaluada periódicamente por las autoridades encargadas de la supervisión y vigilancia del sistema financiero.

Desde una perspectiva de mediano plazo, la corrección de ese desequilibrio crea las condiciones propicias para que la economía transite por un sendero de crecimiento sostenido con estabilidad de precios. Esta simultaneidad de condiciones redundará en la elevación del bienestar de la población colombiana.

Persiste, sin embargo, la preocupación por el reducido nivel de ahorro interno. De hecho, la leve recuperación de este indicador en el año anterior estuvo asociada, en mayor medida, con el desempeño del sector privado. El deterioro de las finanzas públicas, y en particular de las del Gobierno Central, no ha podido ser detenido, a pesar de la reforma tributaria y de los recortes de gasto. Es imperativo abocar el tema de las transferen-

cias a los entes territoriales por parte del Gobierno Nacional. La creación de la Comisión Nacional del Gasto es un paso en esa dirección, que deberá ser complementada con las iniciativas del Gobierno para la reforma de las finanzas territoriales.

Es necesario destacar la culminación de las inversiones petroleras y de gas y la iniciación de la etapa con mayores niveles de producción de estos proyectos a partir de 1998, que se constituyen en un elemento importante de crecimiento económico. Claramente, este hecho contribuirá al crecimiento de la actividad económica y a reducir y eventualmente revertir el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

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

A. Reservas internacionales

Criterios de administración. Las reservas internacionales son el activo más importante del balance del Banco de la República y se administran en el marco de 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, la participación por moneda hasta el mes de septiembre de 1995, fue: dólares americanos entre 65% y 75%, marcos alemanes entre 15% y 25% y yenes japoneses entre 5% y 15%. A partir de octubre 31 y con base en la revisión de las cifras de balanza de pagos se modificaron los porcentajes vigentes, así: entre 70% y 80% en dólares de los Estados Unidos, entre 12% y 22% en marcos alemanes y 3% y 13% en yenes japoneses. Esta estrategia, puede generar 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.

Saldos de las reservas internacionales. Al finalizar 1995, las reservas internacionales netas en el Banco de la República se situaron en US\$8.324.4 millones, de las cuales el 92.8%, US\$7.726 millones, estaba representado en inversiones financieras en el exterior (depósitos y títulos valores) y el 7.1%, US\$597.8 millones eran aportes al Fondo Monetario Internacional y al Fondo Latinoamericano de Reservas. Las tenencias de oro ascendían al 1.3%, US\$103.5 millones, las divisas en caja eran de US\$22.7 millones, el 0.2%, los pasivos a corto plazo que afectan las reservas internacionales ascendían a US\$132.9 millones, el 1.6% (Cuadro 16).

Cuadro 16
Principales componentes de las reservas internacionales
(Millones de US\$)

	Diciembre 1994	Participación %	Diciembre 1995	Participación %
Caja	31.6	0.4	22.7	0.2
Efectivo en caja	22.4	0.3	19.2	0.2
Depósitos a la orden	9.2	0.1	3.5	0.0
Inversiones	7,453.6	93.1	7,726.0	92.8
Portafolio directo	-6838.0	85.4	7,032.5	84.5
Portafolio en administración	615.6	7.7	693.5	8.3
Cuentas por cobrar en venta de inversiones	0.0	0.0	1.3	0.0
Oro	111.9	1.4	103.5	1.2
Caja	25.1	0.3	5.6	0.1
Custodia	86.8	1.1	97.9	1.2
Fondo Monetario Internacional	296.5	3.7	377.8	4.5
Derechos especiales de giro	169.9	2.1	176.7	2.1
Posición de reservas	126.6	1.6	201.1	2.4
Fondo Latinoamericano de Reservas	210.0	2.6	220.0	2.6
Aportes	190.0	2.4	200.0	2.4
Pesos andinos	20.0	0.2	20.0	0.2
Convenios internacionales	0.0	0.0	6.0	0.1
Total reservas brutas	8103.6	101.3	8457.3	101.6
Pasivos a corto plazo	100.8	1.3	132.9	1.6
Organismos internacionales	6.2	0.1	4.7	0.1
Saldo convenios internacionales	3.5	0.0	0.0	0.0
Ordenes de pago no presentadas al cobro	5.2	0.1	6.8	0.1
Depósitos en cuenta cte. Tesorería	42.1	0.5	42.9	0.5
Depósitos en cuenta cte. otras entidades	43.8	0.5	74.1	0.9
Cuentas por pagar en compra inversiones	0.0	0.0	4.4	0.1
Total reservas netas	8002.8	100.0	8324.4	100.0

Del total de las inversiones, US\$7.032.5 millones se manejan directamente por el Banco y US\$693.5 millones se administran 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.

Desempeño del portafolio. En 1995, el ingreso total del portafolio ascendió a US\$768 millones: US\$690 millones correspondientes al manejo directo del Banco, y US\$78 millones generados por los administradores externos. La tasa anual del rendimiento del portafolio global fue de 10.69%.

Adicionalmente, se registraron ingresos por aproximadamente US\$60 millones, compuestos por US\$37.9 millones que corresponden al rendimiento del capital de trabajo, US\$13.6 millones a rendimientos sobre los aportes a organismos internacionales y por otros conceptos tales como rendimientos sobre convenios internacionales y por el manejo de las tenencias de oro.

Durante 1995, los mercados internacionales registraron movimientos positivos para renta fija, especialmente para los bonos emitidos por el gobierno de los Estados Unidos. Los papeles estadounidenses obtuvieron las mayores ganancias respondiendo a la expectativa de una moderación en el crecimiento económico, la inflación bajo control y la búsqueda generalizada de mejor calidad por parte de los inversionistas, luego de la crisis mejicana. Las ganancias de capital también se extendieron al mercado alemán, ante un crecimiento económico débil y menor inflación, acoplamiento con los Estados Unidos e incertidumbre sobre las perspectivas de ingreso de algunos países europeos de cumplir con los requisitos de ingreso a la Unión Monetaria Europea.

Por su parte, los precios de los bonos japoneses registraron aumentos importantes, por la reducción de las tasas de interés por parte del Banco del Japón, en respuesta a un ritmo de crecimiento débil, la apreciación del yen y la debilidad de la bolsa de valores.

En el frente cambiario, el dólar se devaluó alrededor del 8% frente al marco alemán y se fortaleció en 4% frente al yen japonés, lo primero favoreció el rendimiento de las inversiones en marcos alemanes.

B. Estados financieros

1) Resultados de 1995

Para 1995, los resultados financieros del Banco cambian de manera significativa respecto de los años anteriores. En efecto, mientras en el período

1992-1994 se generaron cuantiosas pérdidas, las cuales fueron en parte absorbidas por la reserva de estabilización cambiaria que creó la Ley 31 de 1992 y el remanente de pérdidas no cubiertas por dicha reserva con cargo al presupuesto nacional, para 1995 se obtienen utilidades de \$294.3 millones. Así mismo, se introdujo la valoración a precios de mercado de todas las inversiones en moneda nacional, específicamente sobre la tenencia de los títulos de deuda pública TES que había recibido el Banco como parte de la reestructuración de la deuda del Gobierno, quedando de esta forma completamente saneado el balance del Banco.

Balance general. Los activos totales del Banco de la República al finalizar 1995 ascienden a \$11.08 billones, de los cuales las reservas internacionales representan el 75.3%, las inversiones en moneda nacional llegan a \$628.8 miles de millones con una participación del 5.7% y el crédito al sistema financiero representa sólo el 3.4% de los activos totales, \$379.8 miles de millones (Cuadro 17). En la presentación contable del Banco adquiere especial importancia dentro de su balance general el rubro aportes a organismos internacionales, el cual alcanza un valor de \$1.05 billones para 1995 y representa el 9.5% de los activos totales.

En el lado pasivo, al cierre de 1995, los rubros más sobresalientes son la base monetaria y los títulos de intervención monetaria. La base monetaria cuyo saldo asciende a \$6.27 billones, compuesta por los billetes en circulación, \$3.28 billones, los depósitos en cuenta corriente diferentes a los del sector público, \$2.57 billones¹⁴, y la moneda metálica en circulación \$228.0 miles de millones. La base monetaria representa el 56.5% de los activos totales. Los títulos de intervención monetaria representan el 2.3% del activo total y están compuestos por los títulos de participación, \$216.1 miles de millones, y los certificados de cambio, \$1.1 miles de millones. Finalmente, el patrimonio del Banco, el cual asciende a \$2.92 billones, está compuesto por el capital pagado \$12.7 miles de millones, el superávit por liquidación de la Cuenta Especial de Cambios, \$453.5 miles de millones, el superávit por ajuste cambiario \$2.0 billones, el superávit por valorizaciones \$159.5 miles de millones, y el resultado del ejercicio en curso que arrojó utilidades por \$294.3 miles de millones, cuya distribución se comenta más adelante.

Estado de pérdidas y ganancias. El estado de resultados del Banco durante 1995 enseña unas utilidades de \$294.3 miles de millones, con ingresos totales de \$1.08 billones, con un crecimiento anual del 48.7%, y gastos por \$792.6 miles de millones, con un ligero incremento respecto de 1994 del 0.8% (Cuadro 18).

Cuadro 17
Balance del Banco de la República - Resultados de 1994 y 1995

(Miles de millones de pesos)

	DICIEMBRE 1994		DICIEMBRE 1995	
	Saldos	Participación %	Saldos	Participación %
Activos	9,298.2	100.0	11,088.4	100.0
Reservas Internacionales brutas	6,720.4	72.3	8,345.2	75.3
Aportes en organismos internacionales	930.6	10.0	1,048.4	9.5
Inversiones			628.8	5.7
Sector público			553.6	5.0
Sector financiero			75.2	0.7
Sector privado			0.0	0.0
Cartera de créditos e inversiones	1,075.0	11.6	379.8	3.4
Sector público Gobierno Nacional	676.6	7.3	5.3	0.0
Bancos comerciales	113.6	1.2	110.1	1.0
Corporaciones financieras	191.6	2.1	213.6	1.9
Corporaciones de ahorro y vivienda	39.5	0.4	0.0	0.0
Resto del sistema financiero	53.7	0.6	50.8	0.5
Expansión de crédito interno REPOS	0.0	0.0	232.4	2.1
Cuentas por cobrar	106.5	1.1	75.0	0.7
Otros activos netos	465.7	5.0	378.8	3.4
Pasivo y patrimonio	9,298.2	100.0	11,088.4	100.0
Pasivos M/E que afectan reservas internal.	83.5	0.9	131.1	1.2
Base monetaria	5,018.1	54.0	6,267.0	56.5
Billetes en circulación	2,569.2	27.6	3,276.2	29.5
Moneda de tesorería	157.0	1.7	210.0	1.9
Depositos para encaje bancos	2,210.0	23.8	2,048.8	18.5
Depósitos en Cta. Cte. resto sector financ.	81.9	0.9	732.0	6.6
Otros depósitos del sector financiero	128.6	1.4	117.8	1.1
Pasivos Gobierno Nacional	79.4	0.9	46.1	0.4
Obligac. organismos internacionales	888.5	9.6	977.9	8.8
Pasivos por líneas externas	74.7	0.8	175.8	1.6
Títulos de Regulación Monetaria y Cambiaria	1,548.5	16.7	254.5	2.3
Títulos de participación	994.0	10.7	216.1	1.9
Certificados de cambio	71.3	0.8	1.1	0.0
Títulos a favor de las CAV.	431.4	4.6	0.0	0.0
Otros	51.8	0.6	37.3	0.3
Cuentas por pagar	135.1	1.5	67.6	0.6
Otros pasivos	108.6	1.2	127.7	1.2
Patrimonio total	1,233.2	13.3	2,922.9	26.4
Capital	12.7	0.1	12.7	0.1
Reservas	0.0	0.0	0.0	0.0
Superávit patrimonial	1,201.7	12.9	2,456.4	22.2
Liquidación CEC	453.5	4.9	453.5	4.1
Ajuste cambiario 1993 en adelante	748.2	8.0	2,002.9	18.1
Valorizaciones	130.3	1.4	159.5	1.4
Resultados	(111.5)	(1.2)	294.3	2.7
Utilidades y/o pérdidas anteriores	(57.1)	(0.6)	0.0	0.0
Utilidades y/o pérdidas del ejercicio	(54.4)	(0.6)	294.3	2.7

Cuadro 18
Estado de Pérdidas y Ganancias - Banco de la República de 1994 - 1995
(Miles de millones de pesos)

	DICIEMBRE 1994		DICIEMBRE 1995	
	Flujos	Participación %	Flujos	Participación %
I. Ingresos Totales	731.5	100.0	1,086.8	100.0
1. Ingresos operacionales	700.0	95.7	1,067.2	98.2
Intereses y rendimientos	536.6	73.4	887.9	81.7
Reservas internacionales netas	349.9	47.8	760.1	69.9
Gobierno Nacional	111.3	15.2	53.6	4.9
Líneas externas	46.4	6.3	60.7	5.6
Res. 33/84 deuda privada	23.4	3.2	8.1	0.7
Valoración inversiones M/N prec. mercd.	0.0		0.5	
Otros	5.7	0.8	4.8	0.4
Comisiones	33.9	4.6	34.4	3.2
Servicios bancarios	18.3	2.5	28.7	0.3
Metales preciosos	10.0	1.4	3.2	0.3
Compra venta divisas	5.4	0.7	2.5	0.2
Otros	0.2	0.0	0.0	0.0
Diferencias en cambio	16.4	2.2	99.9	9.2
Moneda emitida y metales preciosos	111.8	15.3	38.6	3.6
Otros	1.4	0.2	6.4	0.6
2. Ingresos no operacionales	31.4	4.3	19.7	1.8
II. Egresos Totales	785.9	100.0	792.6	100.0
1. Egresos operacionales	760.8	96.8	791.8	99.9
Intereses y rendimientos	463.5	59.0	304.2	38.4
Títulos de participación	370.6	47.2	280.1	35.3
Certificados de cambio	0.2	0.0	0.0	0.0
Títulos canjeables	5.4	0.7	3.4	0.4
Títulos CAV	65.8	8.4	12.6	1.6
Líneas externas	21.4	2.7	8.2	1.0
Comisiones y honorarios	2.2	0.3	1.0	0.1
Diferencias en cambio	117.4	14.9	72.6	9.2
Certificados de cambio	64.4	8.2	1.2	0.2
Líneas externas	46.6	5.9	22.8	2.9
Otros	6.4	0.8	48.6	6.1
Valorización inversiones M/N (R.200)			162.9	20.6
Costo de emisión especies monetarias	30.0	3.8	25.2	3.2
Gastos de personal	61.1	7.8	90.1	11.4
Pensiones de jubilación	57.6	7.3	98.7	12.5
Otros	29.0	3.7	37.2	4.7
2. No operacionales	25.1	3.2	0.8	0.1
III. Utilidades o pérdidas del ejercicio incluida la depreciación	-54.4	-6.9	294.2	37.1

2) Constitución de reservas y distribución de utilidades

El título V- "Régimen Financiero y Contable" de los Estatutos del Banco de la República, contempla en los artículos 60, 61 y 63 las reservas que se deben constituir de las utilidades anuales y la distribución del remanente. En estas condiciones a continuación se muestra (Cuadro 19) un esquema para la constitución de las reservas y distribución de utilidades, por el ejercicio económico de 1995.

Cuadro 19	
Proyecto de distribución de utilidades para el ejercicio de 1995	
(Millones de pesos)	
Resultado del ejercicio	294,247.8
Menos:	
Reserva para fluctuaciones de moneda	95,056.6
Reserva de resultados cambiarios	5,618.5
Reserva de estabilización monetaria y cambiaria	0.0
Reserva para protección de activos	0.0
Subtotal	193,572.7
Inversión neta en bienes para la actividad cultural (1993 - 1994)	1,833.8
Inversión neta en bienes para la actividad cultural (1995)	2,400.8
Resultado neto a favor del Gobierno Nacional	189,338.1

Con estos resultados se crearía la reserva para fluctuaciones de monedas por \$95.1 miles de millones, la de resultados cambiarios por \$5.6 miles de millones y se cubriría la inversión en bienes culturales correspondiente a los años de 1993 y 1994 por \$1.8 miles de millones, suma que se encuentra pendiente de pago por parte del Gobierno Nacional, así como la inversión correspondiente a 1995 por \$2.4 miles de millones, como se explica en seguida.

Utilidad neta que se transfiere

Según el artículo 63 de los Estatutos, el remanente de las utilidades del Banco, una vez constituidas las reservas, descontada la inversión en bienes culturales y enjugadas totalmente las pérdidas de ejercicios anteriores, será de la Nación y deberá ser transferido al Ministerio de Hacienda y Crédito Público, dentro del primer trimestre de cada año de conformidad con lo previsto en el literal e. del artículo 27 de la Ley 31 de 1992.

La Junta Directiva, en cumplimiento de los Estatutos del Banco, decidió transferir la utilidad de \$189.338.1 millones en tres contados durante el mes de marzo de este año.

C. Presupuesto para 1996

La Junta Directiva del Banco de la República estudió y aprobó el presupuesto de ingresos y gastos del Banco de la República para 1996¹⁵. En él se contemplan ingresos totales por \$805.391 millones, egresos por \$465.3 miles de millones y una utilidad en el año de \$340.1 miles de millones (Cuadro 20).

Reservas internacionales. Se estima que con una inversión permanente del 95% de las reservas internacionales (alrededor de US\$7.970 millones) y con un rendimiento promedio en dólares del 4.13%, se obtengan unos ingresos netos de las reservas de \$369.0 miles de millones. Es necesario advertir que no se prevén ingresos por diferencial cambiario, pero sí se estiman valorizaciones sobre algunas inversiones en bonos, dadas las expectativas a la baja sobre tasas de interés en los mercados internacionales¹⁶.

Rendimiento de inversiones e intereses de cartera. Dada la valoración a precios de mercado de las inversiones en títulos valores, el rendimiento estimado por concepto de los TES asciende a \$158 miles de millones. Por su parte, el saldo de operaciones de cartera, específicamente por la utilización de líneas externas, se espera recaudar \$63 mil millones por concepto de intereses.

Otros ingresos. En razón a la devaluación prevista de la tasa de cambio peso-dólar (13.6% de la pendiente de la banda cambiaria) se estiman ingresos por diferencial cambiario del orden de \$89 mil millones. Así mismo, se estima que la producción de moneda metálica y la venta de metales preciosos genere ingresos por \$72 mil millones.

Del lado de los egresos, debemos destacar la reducción frente a 1995, la cual se estima en 42.4% como resultado, de una parte, del desmonte de las OMA y de otra, porque no se prevé desvalorizaciones de las inversiones en moneda nacional, las cuales ya están valoradas a precios de mercado. Por efectos de la devaluación de la tasa de cambio se esperan egresos por \$53 mil millones. Los costos de emisión de las especies monetarias se estiman en \$31 mil millones. Los gastos de personal ascenderán a \$110 mil millones con crecimiento del 20.6%, mientras los costos por pensiones de jubi-

Cuadro 20
Banco de la República Presupuesto de 1995 - 1996

(Miles de millones de pesos)

	Presupuesto revisado 1995	Presupuesto aprobado 1996 (1)	Variación %
I. INGRESOS	1.084.53	805.39	-25.7
A. Operacionales	1.072.88	791.59	-26.2
1. Intereses y rendimientos	855.82	595.51	-30.4
a. Rendimiento neto reservas internacionales	726.47	368.58	-49.3
b. Cartera de créditos- Líneas externas	58.79	62.57	6.4
c. Cartera de créditos- Gobierno Nacional	53.64	0.19	-99.7
d. Cartera de créditos- Deuda externa privada	10.93	2.72	-75.1
e. Cartera de créditos- Otros	3.07	3.03	-1.1
f. Valoración Inversiones M/N precios mercd.	2.87	158.40	n.s
g. Otras Operaciones	0.05	0.03	-48.1
2. Comisiones	34.49	31.34	-9.1
a. Compraventa de divisas	2.63	1.83	-30.4
b. Servicios bancarios	27.85	25.92	-6.9
c. Metales preciosos	3.97	3.58	-9.8
d. Otras	0.04	0.01	-66.7
3. Diferencias en cambio	120.17	89.61	-25.4
a. Líneas externas	46.01	36.14	-21.5
b. Aportes Organismos Internacionales	74.12	53.47	-27.9
c. Otras	0.04	0.00	-100.0
4. Moneda emitida y metales preciosos	56.28	72.65	29.1
a. Valor facial moneda metálica emitida	54.73	71.93	31.4
b. Utilidad en venta de plata y platino	1.56	0.72	-53.8
5. Otros operacionales	6.12	2.48	-59.5
B. No operacionales	11.65	13.80	18.5
II. EGRESOS	807.55	465.33	-42.4
A. Operacionales	807.04	461.32	-42.8
1. Intereses y rendimientos	452.52	62.52	-86.2
a. Títulos de participación	268.00	45.00	-83.2
b. Valoración Inversiones M/N precios mercd.	159.69	0.00	-100.0
c. Encajes Corp. de ahorro y vivienda	12.55	0.00	-100.0
d. Líneas de crédito externas	8.74	16.12	84.4
e. Títulos canjeables por certificados de cambio	3.54	1.40	-60.4
2. Comisiones y honorarios	1.10	0.60	-45.7
a. Líneas de crédito externas	0.17	0.01	-92.5
b. Refinación de metales preciosos	0.82	0.49	-40.5
c. Otras	0.11	0.10	-10.8
3. Diferencias en cambio	82.22	53.16	-35.3
a. Líneas externas	29.26	25.71	-12.2
b. Certificados de cambio	1.30	0.31	-75.9
c. Títulos canjeables y Res.33/84	26.12	7.20	-72.4
d. Obligaciones por aportes org. internacionales	24.77	19.73	-20.3
e. Otros pasivos	0.76	0.21	-72.3
4. Costo de emisión especies monetarias	27.83	31.72	14.0
a. Billetes	15.70	14.75	-6.1
b. Moneda metálica	12.12	16.97	40.0
5. Gastos de personal	91.99	110.91	20.6
6. Provisión pensiones de jubilación	107.83	147.61	36.9
7. Gastos culturales	2.21	2.59	17.1
8. Gastos de funcionamiento	35.13	42.92	22.2
9. Depreciaciones y provisiones	6.02	9.16	52.1
10. Otros operacionales	0.19	0.16	-13.4
B. No operacionales	0.52	4.00	674.5
III. RESULTADOS DEL EJERCICIO	276.98	340.06	22.8

(1) Corresponde al documento GE-1295-006-] de diciembre 15 y 29 de 1995.

lación presentan un crecimiento del 36.9%, como resultado de dar cumplimiento a las normas vigentes sobre provisión y cálculo actuarial.

NOTAS

- ¹ El crecimiento de M1 se fue revisando a lo largo del año en razón a los cambios observados en el comportamiento de su demanda.
- ² Un análisis más detallado de la evolución de la economía durante 1995 se encuentra en las Notas Editoriales de la Revista del Banco de la República, mes de diciembre de 1995.
- ³ Al respecto, véase las Notas Editoriales de la revista del Banco de la República, mes de agosto de 1995.
- ⁴ Corresponde a la inflación, excluidos los alimentos agropecuarios, servicios estatales y transporte.
- ⁵ El encaje promedio presentado por las entidades crediticias pasó de 16.3% a finales de 1994 a 13% al cierre de 1995.
- ⁶ Las reservas internacionales netas crecieron US\$362 millones, de los cuales US\$232 millones correspondieron a causaciones y valorizaciones por efecto de la modificación de las tasas de interés en los mercados internacionales y de las tasas de cambio del dólar frente a otras monedas de reserva (especialmente el marco alemán y el yen japonés). Simultáneamente, el Banco de la República generó utilidades durante 1995 por \$294.3 miles de millones, las cuales se comentan en el capítulo sobre la situación financiera del Banco, en la parte final de este informe.
- ⁷ Corresponde al efectivo en poder del público más todos los depósitos sujetos a encaje del sistema financiero.
- ⁸ Sin incluir la FEN.
- ⁹ La Junta Directiva, anticipando la demanda estacional de fin de año, había previsto la reducción en el encaje de depósitos oficiales con vigencia a partir del 2 de diciembre; sin embargo, la irrigación de estos recursos no se presentó con la oportunidad requerida en el mercado interbancario, dando origen a faltantes de liquidez en algunas entidades e importantes excesos de encaje en otras, en especial de entidades financieras oficiales.
- ¹⁰ Esta meta incluía ingresos de privatizaciones y concesiones del Gobierno Central por 0.6% del PIB.
- ¹¹ En la programación financiera de diciembre 1, este incremento se fijó en 35.5%. Debido a que las cifras de pagos definitivas de 1995 fueron menores, el crecimiento se elevó a 37.3%.
- ¹² Parte de estas privatizaciones tuvieron que ser pospuestas en 1995. Los \$ 667.7 mil millones incluyen el Banco Popular y diferentes activos del sector eléctrico.
- ¹³ Cifras preliminares del Ministerio de Trabajo indican que los incrementos salariales promedio pactados recientemente, 21% en el sector privado y 23 % en el sector público, exceden la meta de inflación aún corregida por incrementos del 2% esperados en productividad.

- ¹⁴ Los intereses sobre la deuda pública consolidada llegaron a \$53.644 millones y los rendimientos por la utilización de las líneas externas fueron de \$60.696 millones. Este concepto no incluye los rendimientos provenientes de los saldos de líneas externas no utilizados, los cuales se contabilizan en el rendimiento de las reservas internacionales. De otra parte, \$8.116 millones correspondieron a los ingresos por los préstamos de refinanciación de la deuda externa privada, Resolución 33 de 1984 y \$4.770 millones corresponden a otros créditos.
- ¹⁵ La Junta acordó revisar periódicamente este presupuesto, de manera especial lo relacionado con los ingresos, dada la volatilidad que pueden presentar los rendimientos de las reservas internacionales.
- ¹⁶ Se considera necesario tener en cuenta que en razón de la variabilidad de los parámetros que influyen en el rendimiento de las reservas internacionales la situación prevista puede modificarse y por tanto, será necesario revisar periódicamente estas estimaciones.