

# NOTA EDITORIAL

## INFORME DE LA JUNTA DIRECTIVA AL CONGRESO DE LA REPUBLICA JULIO DE 1995

### *RESUMEN*

**S**i bien las tasas de crecimiento de los precios al consumidor están disminuyendo, los resultados obtenidos en materia de inflación no son satisfactorios ya que la variación anualizada del IPC en junio de 1995 fue de 21.66%, cifra que a pesar de ser inferior en 1.4 puntos porcentuales a la registrada en el mismo mes del año anterior, se encuentra 1.0 punto porcentual por encima de la trayectoria estimada para lograr la meta de inflación del 18% al final del año. Por su parte, el IPP presentó un incremento significativo en su crecimiento anual al pasar de 15.7% en junio de 1994 al 21.5% en el mismo mes del presente año.

La situación anterior, por una parte, evidencia que hay factores inerciales que continúan determinando de manera importante el proceso de formación de precios en la economía, creando inflexibilidades a la baja. De otra parte, responde a la diferencia entre el comportamiento de algunos agregados económicos y las perspectivas que se tenían cuando se aprobó el programa financiero para el año en curso.

El comportamiento de la inflación por encima del crecimiento esperado tiene varias causas. En primer lugar, los rezagos del efecto de la política monetaria y crediticia sobre la inflación y los aumentos en los agregados monetarios y el crédito por encima de los ritmos programados en los tres primeros trimestres de 1994, hacían esperar aumentos en precios en el primer semestre mayores al promedio de 1995, fenómeno que no fue totalmente compensado por los acuerdos de precios del Pacto Social.

Adicionalmente, la demanda agregada creció dinámicamente en el último trimestre de 1994 y el primer trimestre de 1995, lo cual generó presiones sobre los precios, en una coyuntura de alta utilización de capacidad y bajo desempleo. La mayor devaluación nominal también llevó a mayores aumentos que el año pasado en los precios de los bienes importados y los que compiten con las importaciones.

Si bien es cierto que los incrementos en las tasas de interés registrados a lo largo del primer semestre del año en curso pueden haber tenido en el muy corto plazo un efecto negativo sobre el incremento de los precios por la vía de los mayores costos, también es cierto que muy poco después los mismos se ven más que compensados por los efectos de la política monetaria sobre el nivel general de precios, vía la contracción de la demanda agregada dirigida a ajustar la misma a las condiciones de la oferta. Lo anterior resulta especialmente válido en situaciones en las que, como venía ocurriendo, la economía mostraba síntomas de recalentamiento. Evitar este tipo de situaciones es conducente no sólo a una mayor estabilidad de precios en la economía, sino también a reducir las fluctuaciones del crecimiento del producto alrededor de su línea de tendencia de largo plazo, lo que a su vez contribuye a una mayor generación de empleo estable y productivo.

Debido a la disminución en la demanda por cuentas corrientes, el crecimiento de los medios de pago a lo largo del primer semestre se mantuvo cerca al límite inferior del corredor convenido en la programación. Ello aunado al excesivo crecimiento de la demanda por crédito frente a lo programado y al menor flujo de recursos externos para financiar ritmos acelerados de crecimiento del gasto tanto público como privado, dio lugar a que el nivel de las tasas de interés se elevaran por encima de lo originalmente previsto.

Para corregir los desequilibrios anotados, en particular las presiones sobre las tasas de interés, la Junta del Banco introdujo ajustes en la política monetaria y crediticia, al tiempo que el Gobierno lo hizo en materia de gasto público y financiación. A su vez, dada la inflexibilidad a la baja que tienen las tasas de interés, se introdujo un control temporal de las mismas, con el propósito de estimular su convergencia hacia niveles compatibles con sus determinantes fundamentales. Igualmente, la Junta introdujo cambios estructurales en la política de encajes, los cuales se vienen operacionalizando fundamentalmente a través del encaje marginal de los distintos pasivos del sistema financiero. De la misma manera, ajustó el corredor de medios de

pago, con base en la nueva definición de los agregados monetarios, y tomando en cuenta que las tasas de interés han sido superiores a las originalmente previstas, y que se estima un menor crecimiento del PIB. Por su parte, el Gobierno efectuó recortes en el programa de gasto público y su financiamiento, reduciendo la colocación de TES mediante subasta.

Los ajustes introducidos corresponden a la importancia que se le asigna a reducir la inflación. Todos los estudios evidencian que en Colombia menores ritmos de aumento en los precios están relacionados con mayores tasas de crecimiento del PIB en el largo plazo y protegen los salarios reales. Adicionalmente, una reducción en la inflación contribuye a la estabilidad de la tasa de cambio real y crea condiciones que estimulan mejoras en las eficiencias de la economía.

Una política monetaria estricta necesariamente reduce el ritmo de crecimiento de la demanda agregada y de crédito en la economía. A ello se añade la baja en los precios del café, la terminación del ciclo de la construcción y otros factores de índole extraeconómica que han afectado el clima de los negocios. En este contexto el reto de las autoridades económicas y, particularmente de la Junta, es primordialmente el de adecuar la demanda agregada en forma tal que, en un escenario de creciente estabilidad de precios, se genere el máximo posible de crecimiento del producto, en condiciones que garanticen su sostenibilidad a largo plazo.

Desde una perspectiva más estructural del análisis del comportamiento de las tasas de interés, es importante llamar la atención sobre el hecho de que el nivel de dichas tasas evidencia la escasez relativa de ahorro doméstico que viene registrando el país. El FMI<sup>1</sup> estima que para el período 1981 - 1995, la tasa promedio de ahorro mundial fue de 22.5% del PIB. En el período en cuestión países como Japón, China y algunas de las economías del sureste asiático en vía de industrialización registran tasas superiores al 30%, mientras que para la totalidad de los países en desarrollo, la tasa promedio de ahorro doméstico pasó de 19% en 1970 a 27% en la actualidad. En Colombia, en cambio, la tasa de ahorro doméstico se proyecta actualmente alrededor de 15.5% del PIB. En estas circunstancias resulta de particular urgencia todo esfuerzo que se haga por incrementar lo más aceleradamente posible el ahorro nacional, campo en el cual le cabe especial responsabilidad en el corto y mediano plazo al ahorro público.

En el contexto de una demanda agregada creciendo a tasas muy por encima de las de crecimiento del PIB, como ha sido el caso en los años recién

tes en Colombia, y una sustancial caída en el nivel de ahorro doméstico como proporción del PIB, no resulta extraña la situación que se ha presentado en materia de déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos, la cual resulta necesario controlar a través de una reducción de los niveles de consumo público y privado que dé origen a incrementos sustantivos en el ahorro nacional. Al respecto cabe señalar que con las medidas adoptadas en los distintos frentes del ámbito macroeconómico se empieza ya a insinuar una tendencia decreciente del déficit en la balanza comercial, la cual ha estado acompañada de una devaluación de 1.95% en la tasa de cambio real en el primer semestre del año.

El presente documento responde a la obligación constitucional de informar al Congreso sobre la ejecución y cambios que se registren en las políticas a cargo de la Junta Directiva del Banco de la República y, en particular, sobre su responsabilidad de velar por el mantenimiento del poder adquisitivo de la moneda. La Junta está naturalmente dispuesta a responder a los demás asuntos que el Congreso le solicite, a informarle oportunamente sobre las modificaciones de las políticas a su cargo y a formularle las opiniones en aquellas iniciativas de carácter legislativo, que puedan dificultar el debido cumplimiento de las funciones que la Constitución le asigna a la Junta Directiva del Banco de la República.

## *I. EVOLUCION GENERAL DE LAS POLITICAS MONETARIA, CREDITICIA Y CAMBIARIA EN LO QUE VA CORRIDO DE 1995*

### **A. Introducción**

En el Informe al Congreso, presentado en marzo pasado, quedó establecido que la Junta Directiva del Banco de la República, en cumplimiento de su mandato constitucional, acordó como meta para 1995 reducir la inflación al 18%, y formuló una combinación de políticas consistente con la política macroeconómica general, la cual toma en cuenta las prioridades que el Gobierno otorga al crecimiento del producto y la estabilidad de la tasa de cambio real. En este informe se presenta la actualización del ejercicio de programación financiera, junto con la evolución del primer semestre, las medidas adoptadas y su congruencia con las metas iniciales.

### **B. Precios**

Si bien las tasas de crecimiento de los precios al consumidor están disminuyendo, los resultados obtenidos en materia de precios, tanto medidos a

través del Índice de Precios al Consumidor (IPC) como del Índice de Precios del Productor (IPP), presentan signos de preocupación alrededor del objetivo central de alcanzar la meta de inflación establecida. El nivel alcanzado al cierre del primer semestre por el IPC, reduce las probabilidades de obtener el 18% a fin de año.

La variación anual del IPC en junio de 1995 llegó a 21.66%, cifra inferior en 1.4 puntos porcentuales a la registrada en el mismo mes del año anterior, pero superior en 1 punto porcentual a la senda esperada de inflación. Por su parte, el Índice de Precios al Productor (IPP) presentó un incremento en su crecimiento anual al pasar de 15.7% en junio de 1994 a 21.5% en el mismo mes del presente año.

Como se aprecia en el Cuadro 1, el comportamiento de los precios relativos para los diferentes componentes del IPC, muestra un mayor crecimiento en los precios de vivienda, salud y educación. Por su parte, la inflación sin alimentos presenta tendencia al alza al pasar su variación anual de 21.19% en enero a 22.13% en junio último.

Por otra parte, se puede observar que al finalizar junio la variación anual de los precios de los bienes controlados ha disminuido respecto de diciembre al pasar de 27.1% a 25.7%. Es importante mencionar que en el grupo de bienes controlados, con excepción de los arrendamientos, cuyo incremento pasó de 27.9% a 28.2%, todos los grupos presentan disminución de su tasa anual de crecimiento al finalizar el primer semestre. El grupo de no controlados pasa de 20.3% al 19.6% en igual período (Cuadro 2).

En contraste con lo anterior, un indicador que dejó de presentar una tendencia favorable es el de la denominada inflación básica, el cual no incluye los alimentos ni los servicios estatales. Este índice registró una reducción permanente desde noviembre de 1993 hasta noviembre de 1994 cuando llegó al 21.85%, y se sitúa en el 22.3% al finalizar junio, la tasa más alta desde agosto de 1994 (Cuadro 3).

Analizando los componentes del IPP, según uso o destino económico, se observa que tanto el consumo intermedio como el consumo final fueron los que más contribuyeron al crecimiento de los precios del productor, presentando en junio aumentos en su variación anual de 23.2% y 21.7% (Cuadro 4). En la división sectorial se observa un aumento de 33% en los precios agrícolas. Tanto los bienes importados como los producidos y consumidos también crecen más rápido que el año pasado.

Cuadro 1

## Índice de precios al consumidor

Variaciones anuales y contribuciones, según grupos de bienes y servicios

Actividad	Ponderación	Variación anual		Contribución a la variación anual en puntos porcentuales	
		Junio 1994	Junio 1995	Junio 1994	Junio 1995
Total nacional	100.00	23.09	21.66	23.09	21.66
Total sin alimentos	65.16	23.91	22.13	16.03	14.94
1. Alimentos	34,840	21.40	20.70	7.06	6.73
1.1 Cereales	4,916	18.29	12.75	0.69	0.47
1.2 Plátanos, papa y otros tubérculos	2,604	33.39	27.26	0.95	0.84
1.3 Hortalizas, legumbres frescas y secas	2,987	17.02	32.93	0.38	0.71
1.4 Frutas frescas	1,939	33.64	22.75	0.55	0.40
1.5 Carnes	9,661	17.25	19.20	1.80	1.91
1.6 Productos lácteos, grasas y huevos	6,542	22.46	19.00	1.29	1.08
1.7 Alimentos varios	4,834	22.18	20.82	1.06	0.99
1.8 Comidas fuera del hogar	1,357	22.32	22.75	0.33	0.34
2. Vivienda	32,577	26.07	24.60	8.44	8.16
2.1 Alquileres	20,073	28.82	28.22	5.30	5.43
2.2 Servicio doméstico	0,424	26.59	15.34	0.09	0.06
2.3 Comestibles y servicios	4,636	27.94	21.52	1.83	1.47
2.4 Muebles del hogar	1,801	18.31	18.17	0.30	0.28
2.5 Aparatos domésticos	1,974	10.71	12.32	0.16	0.16
2.6 Utensilios domésticos	0,360	14.75	15.47	0.05	0.05
2.7 Ropa del hogar y otros accesorios	0,474	16.31	14.10	0.07	0.06
2.8 Artículos de limpieza del hogar	2,835	19.94	20.92	0.64	0.65
3. Vestuario y calzado	9,232	15.06	12.90	1.19	0.95
3.1 Vestuario para hombre	2,468	14.97	11.57	0.36	0.26
3.2 Vestuario para mujer	3,174	12.22	9.09	0.29	0.19
3.3 Vestuario para niños	0,644	14.69	13.70	0.08	0.07
3.4 Vestuario para bebé	0,386	14.91	9.06	0.05	0.03
3.5 Calzado	2,153	16.10	15.46	0.30	0.27
3.6 Servicios al vestuario	0,407	25.90	27.96	0.12	0.14
4. Productos farmacéuticos y asistencia médica	3,825	25.65	25.35	1.25	1.26
4.1 Drogas	1,653	23.01	21.76	0.53	0.50
4.2 Servicios profesionales de la salud	2,172	28.01	28.44	0.72	0.76
5. Educación, culturales y esparcimiento	6,692	27.68	25.88	2.14	2.07
5.1 Instrucción y enseñanza	2,863	36.07	30.89	1.30	1.23
5.2 Artículos escolares y culturales	1,538	25.89	25.23	0.49	0.48
5.3 Artículos para aficiones	1,457	13.85	12.27	0.19	0.15
5.4 Distracciones y esparcimiento	0,801	17.59	23.87	0.14	0.19
5.5 Gastos en hoteles	0,033	30.75	24.88	0.02	0.01
6. Transporte y comunicaciones	6,792	20.87	16.54	1.52	1.19
6.1 Equipo de transporte personal	3,306	17.34	11.65	0.50	0.32
6.2 Servicio de transporte y comunicaciones	3,486	23.21	19.63	1.02	0.86
7. Otros gastos	6,042	21.70	19.24	1.48	1.30
7.1 Bebidas y tabaco	2,172	22.14	18.42	0.64	0.53
7.2 Artículos para aseo personal	3,164	21.69	21.27	0.73	0.71
7.3 Artículos de joyería	0,706	19.47	11.41	0.11	0.06

Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE).

**Cuadro 2**  
**Índice de Precios al Consumidor**  
Variaciones anuales - Controlados y no controlados

Actividad	Ponderación	Junio/93	Junio/94	Junio/95
TOTAL	100.00	21.38	23.09	21.67
No controlados	69.00	18.05	20.40	19.55
Controlados	31.00	28.87	28.62	25.74
Arrendamiento	20.10	27.17	28.82	28.22
Controlados sin arrendamiento	10.90	31.13	28.35	22.54
-Servicios públicos 1/	3.70	36.91	27.44	24.42
-Transporte	3.00	22.63	22.98	17.18
-Combustibles	1.70	28.22	25.68	12.61
-Educación	2.50	35.29	38.40	32.35

1/ Los bienes agrupados bajo esta clasificación, no son comparables con la canasta de «Servicios estatales» de la clasificación por sectores económicos utilizada por el DANE.  
Fuente: Cálculos del Banco de la República con información suministrada por DNP-UDA-SITOD.

**Cuadro 3**  
**Inflación total e inflación básica**  
(Variaciones porcentuales)

	Período	Total	Inflación 1/ «Básica»		Período	Total	Inflación 1/ «Básica»
1992	Enero	27.43	26.37	1994	Octubre	21.69	25.84
	Febrero	27.35	25.85		Noviembre	22.37	25.91
	Marzo	27.09	25.14		Diciembre	22.61	25.60
	Abril	27.15	24.40		Enero	22.51	25.31
	Mayo	27.31	23.82		Febrero	23.01	24.83
	Junio	28.14	23.76		Marzo	23.42	24.55
	Julio	28.37	23.67		Abril	23.94	24.45
	Agosto	27.71	23.48		Mayo	23.87	24.00
	Septiembre	26.92	23.43		Junio	23.09	23.43
	Octubre	26.32	23.16		Julio	22.70	22.94
	Noviembre	25.71	22.90		Agosto	22.36	22.16
	Diciembre	25.14	22.80		Septiembre	22.32	22.11
1993	Enero	24.82	23.40	1995	Octubre	22.38	22.01
	Febrero	24.72	24.22		Noviembre	22.16	21.85
	Marzo	24.18	24.55		Diciembre	22.60	22.05
	Abril	23.08	24.43		Enero	21.05	21.80
	Mayo	22.22	24.76		Febrero	20.86	21.78
	Junio	21.38	25.01		Marzo	21.34	22.00
	Julio	20.47	25.21		Abril	21.17	22.09
	Agosto	21.07	25.68		Mayo	21.30	21.92
	Septiembre	21.43	25.61		Junio	21.66	22.33

1/ Excluye del total: alimentos agropecuarios, servicios estatales y transporte.  
\* Los servicios estatales incluyen gas, cocinol, gasolina y cartas.  
\* Los alimentos agropecuarios incluyen el total de alimentos menos el rubro bebidas y gaseosas.  
Fuente: DANE-Tabulados del IPC-Cálculos del Banco de la República. Subgerencia de Estudios Económicos- Estadística.

Cuadro 4  
**Indice de precios del productor**  
 (Variaciones porcentuales mes de junio)

Actividad	Ponderación	Crecimiento de los precios					
		Año corrido			Anual		
		1993	1994	1995	1993	1994	1995
Total	100.0	8.8	11.3	12.0	13.0	15.7	21.5
Clasificación CUODE							
Consumo intermedio	54.6	7.4	10.2	11.5	10.6	13.7	23.2
Consumo final	33.0	10.3	14.0	14.0	14.8	19.4	21.7
Formación bruta de capital	7.9	8.2	8.2	8.4	14.8	12.9	12.9
Materiales de construcción	4.6	15.3	8.0	7.0	25.3	14.4	13.5
Clasificación por procedencia							
Producidos y consumidos	83.9	9.2	12.2	12.3	13.0	16.8	22.4
Importados	16.1	6.4	5.6	9.8	13.3	9.1	14.9
Exportados	100.0	7.0	25.2	9.9	14.9	28.3	22.4
Clasificación CIU							
Agricultura, silvicultura y pesca	21.8	5.1	18.4	14.5	3.6	25.8	33.0
Minería	4.0	14.9	1.3	13.3	16.7	(2.3)	17.2
Industria Manufacturera	74.2	9.8	9.5	11.1	16.0	13.5	17.8

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

El comportamiento de la inflación por encima del crecimiento esperado tiene varias causas. En primer lugar, dados los rezagos del efecto de la política monetaria y crediticia sobre la inflación, los aumentos en los agregados monetarios y el crédito por encima de los ritmos programados en los tres primeros trimestres de 1994 hacían esperar aumentos en precios mayores al promedio del año en el primer semestre, fenómeno que no fue totalmente compensado por los acuerdos de precios del Pacto Social. Adicionalmente, la demanda agregada creció dinámicamente en el último trimestre de 1994 y el primer trimestre de 1995, lo cual generó presiones en los precios, en una coyuntura de alta utilización de capacidad y bajo desempleo. La mayor devaluación nominal también llevó a mayores aumentos que el año pasado en los precios de los bienes importados y los que compiten con las importaciones.

Las perspectivas para los próximos meses en materia de inflación están influenciadas por varios factores. La disminución del crecimiento monetario y del crédito a partir del último trimestre de 1994 debería llevar a una reduc-

ción en la tasa de aumento en los precios, al igual que la disminución prevista en el ritmo de crecimiento del consumo generado por tasas de interés más altas que en 1994. La aparente persistencia de factores inerciales en los precios, y aumentos en salarios por encima de las metas de inflación en muchos sectores, por el contrario, dificultarían el descenso en el ritmo de aumento de los precios.

### **C. Comportamiento de los agregados monetarios**

En 1995, a diferencia de años anteriores, la Junta ha podido mantener un estricto control de los agregados monetarios. Antes de discutir este tema, sin embargo, es necesario aclarar que debido a la eliminación de la remuneración de algunos encajes se hizo necesaria una redefinición de los conceptos de base monetaria y medios de pago. El cambio en definición se explica en el Anexo.

En los últimos 12 meses se ha adelantado mucho el proceso de saneamiento financiero del Banco de la República<sup>2</sup> lo cual facilita hacia el futuro el manejo de los agregados monetarios.

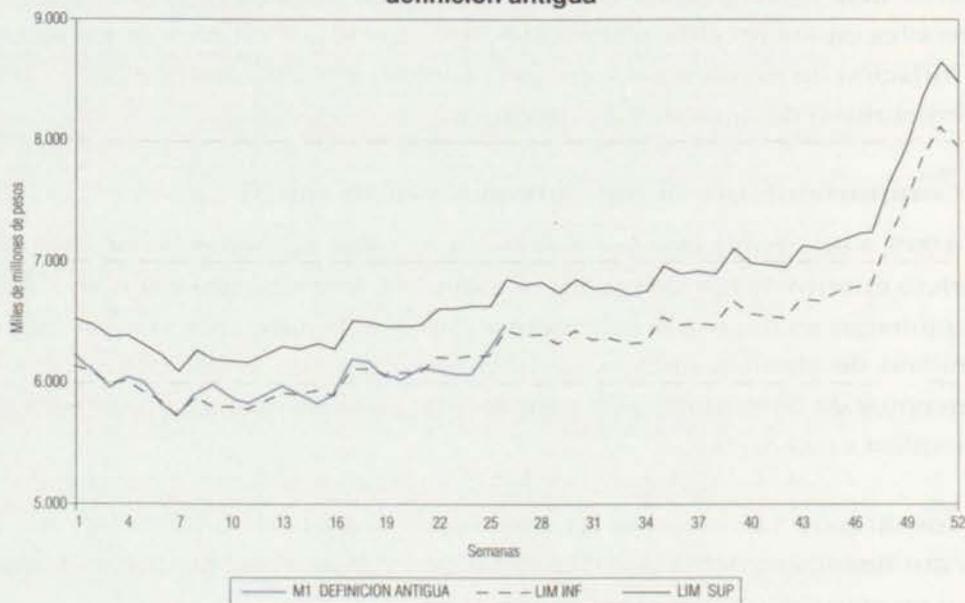
Tanto en las viejas como en las nuevas definiciones, la base monetaria y los agregados monetarios ampliados se han mantenido dentro de los corredores establecidos a principio de año, y M1, ha estado en promedio muy cerca al piso del corredor definido en el anterior Informe al Congreso (Gráfico 1). Al redefinir M1 en junio (Cuadro 5), este agregado quedó más por debajo del piso del corredor que en la definición anterior. Esto ha ocurrido, entre otras cosas, debido a una menor demanda de cuentas corrientes, y en especial al estancamiento de las cuentas corrientes oficiales.

Las fuentes de crédito del sector financiero, o sea los medios de pago ampliados, han crecido a 36.8% , cifra consistente con un crecimiento del crédito al sector privado de 35% a final de año (Cuadro 6).

La baja tasa de interés interbancaria durante las últimas 10 semanas sugiere un grado aceptable de liquidez en ese período. En efecto, durante los últimos meses la tasa de interés interbancaria ha estado en niveles que oscilan entre el 15% y el 23%, debido a varios factores, entre otros a la decisión del Banco de intervenir en el mercado de dinero, con la colocación y compra de papeles por muy corto plazo (un día), las nuevas normas en materia del cómputo de los encajes (creación de dos grupos bisemanales desfasados en una semana) y la reducción de la dispersión de los mismos.

Gráfico 1

**Corredor de M1 definido en el Informe al Congreso de marzo - 1995,  
definición antigua**



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

Cuadro 5

**Principales agregados monetarios (Nuevas definiciones)**  
(Millones de pesos y porcentajes)

	Saldo 1/	Medios de pago			Base monetaria			Multiplicador		
		Saldo	Variación anual	Variación año corrido	Saldo	Variación anual	Variación año corrido	Valor	Variación anual	Variación año corrido
1991	Diciembre	2,795,434	31.7	31.7	2,289,984	53.3	53.3	1,221	(14.1)	(14.1)
1992	Marzo	2,620,954	33.7	(6.2)	2,214,332	64.8	(3.3)	1,184	(18.9)	(3.0)
	Junio	3,071,599	43.5	9.9	2,611,323	84.9	14.0	1,176	(22.4)	(3.6)
	Septiembre	3,008,140	35.5	7.6	2,562,270	63.8	11.9	1,174	(17.3)	(3.8)
	Diciembre	3,941,824	41.0	41.0	3,312,544	44.7	44.7	1,190	(2.5)	(2.5)
1993	Marzo	3,512,713	34.0	(10.9)	3,137,153	41.7	(5.3)	1,120	(5.4)	(5.9)
	Junio	4,022,728	31.0	2.1	3,492,878	33.8	5.4	1,152	(2.1)	(3.2)
	Septiembre	4,108,353	36.6	4.2	3,484,387	36.0	5.2	1,179	0.4	(0.9)
	Diciembre	5,124,838	30.0	30.0	4,418,987	33.4	33.4	1,160	(2.5)	(2.5)
1994	Marzo	4,827,425	37.4	(5.8)	4,339,539	38.3	(1.8)	1,112	(0.7)	(4.1)
	Junio	5,246,101	30.4	2.4	4,535,048	29.8	2.6	1,157	0.4	(0.3)
	Septiembre	5,342,394	30.0	4.2	4,596,763	31.9	4.0	1,162	(1.4)	0.2
	Diciembre	6,418,988	25.3	25.3	5,634,422	27.5	27.5	1,139	(1.8)	(1.8)
1995	Marzo	5,760,571	19.3	(10.3)	5,028,159	15.9	(10.8)	1,146	3.0	0.6
	Junio	6,179,649	17.8	(3.7)	5,559,744	22.6	(1.3)	1,111	(3.9)	(2.4)

1/ Corresponde al saldo de fin de mes.

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

Cuadro 6  
**Evolución de los componentes de los medios de pago ampliados**  
(Miles de millones de pesos y porcentajes)

	Saldo a junio 30 de 1995	Variación	
		Año corrido	Anual
1. MA = ER + PSE	25.421	12.9	36.8
2. Efectivo redefinido (ER)*	2.210	(2.6)	30.6
3. Pasivos sujetos a encaje (PSE)	23.210	14.6	37.4
Cuentas corrientes	4.051	(2.4)	14.0
Privadas	2.580	(2.6)	15.9
Públicas	1.471	(1.9)	10.8
Depósitos Fiduciarios	649	37.4	28.4
Depósitos a la vista	335	3.6	26.4
Cuentas de ahorro	3.155	16.3	32.0
UPAC	4.176	10.4	15.0
Depósitos ordinarios de las CAV	597	0.6	63.9
CDT sistema financiero	10.247	24.7	65.8

\* Incluye solamente los billetes y monedas en poder del público.  
Fuente: Banco de la República.

#### D. Captaciones y crédito del sistema financiero

Al cierre del primer semestre de 1995, el total de captaciones del sistema financiero<sup>3</sup> ascendía a \$24.324 miles de millones, con un crecimiento del 15.8% en lo que va corrido del año y de 39.1% con respecto a igual fecha de 1994. Del total de activos financieros, el 74.7% están representados por cuasidineros que alcanzan un valor de \$18.175 miles de millones, con aumento de 18.7% durante lo corrido del año y de 44.6% en el año completo. Los certificados a término CDT de los bancos y corporaciones financieras avanzan a tasas anuales del 52.4% y 78.5%. Las captaciones de las corporaciones de ahorro y vivienda alcanzan un valor de \$7.587 miles de millones con variación anual de 41.4% (Cuadro 7).

De otra parte, la cartera del sistema financiero, sin incluir la FEN y organismos cooperativos<sup>4</sup>, está creciendo con tasas anuales del 43.1%, permitiendo una financiación del sector productivo bastante por encima del crecimiento nominal esperado del producto, la cual si bien tiene una tendencia decreciente puede llegar a ser superior al crecimiento esperado del crédito al sector privado que la programación financiera supone no superior al 35%. (Cuadro 8)

Cuadro 7  
**Principales activos financieros**  
(Miles de millones de pesos y porcentajes)

	Saldo Junio 30/95	Variaciones			
		Año corrido		Anuales	
		Absoluta	%	Absoluta	%
Principales activos financieros	24.324	3.314	15.8	6.834	39.1
<b>A. Cuasidineros</b>	18.175	2.866	18.7	5.609	44.6
1. Total ahorro bancos	3.126	596	23.6	900	40.4
a) Depósitos de ahorro tradicional	2.776	609	28.1	822	42.1
b) Cuentas de ahorro a término	350	(12)	(3.4)	78	28.8
2. Depósitos corporaciones ahorro y vivienda	7.587	1.232	19.4	2.223	41.4
a) Cuentas de ahorro	4.176	393	10.4	546	15.0
b) Certificados a término	1.417	283	24.9	282	24.8
c) Certificados a término pesos	1.397	552	65.3	1.163	495.1
d) Depósitos ordinarios	597	3	0.6	233	63.9
3. Certificados a término Banco	4.163	776	22.9	1.431	52.4
4. Certificados a término Corfinancieras	1.424	258	22.1	626	78.5
5. Depósitos de ahorro Corfinancieras	5	0	2.6	(2)	(30.2)
6. Captaciones compañías de financiamiento comercial	1.845	159	9.4	563	43.9
7. Captaciones cooperativas	24	(154)	(86.5)	(133)	(84.7)
<b>B. Otros activos sistema financiero</b>	2.990	(176)	(5.6)	(602)	(16.8)
1. Acreedores fiduciarios	649	177	37.4	144	28.4
2. Aceptaciones bancarias en circulación	254	(35)	(12.3)	54	27.0
3. Certificados eléctricos valorizables	168	102	155.2	86	103.4
4. T.E.R.	55	(30)	(35.4)	(35)	(39.1)
5. Títulos de participación	822	(172)	(17.3)	(642)	(43.8)
6. Certicambios	2	(57)	(97.1)	(221)	(99.2)
7. Cédulas BCH	304	(224)	(42.4)	(126)	(29.3)
8. Bonos bancos	225	(1)	(0.6)	9	4.2
9. Bonos en circulación de corfinancieras	511	65	14.6	129	33.8
<b>C. Activos sector público</b>	3.160	623	24.6	1.827	137.0
1. T.E.S.	2.675	584	27.9	1.723	181.1
2. Títulos de apoyo cafetero	485	39	8.8	103	27.0

Fuente: Superintendencia Bancaria e Intermediarios financieros.

### E. Tasas de Interés

El Gráfico 2 muestra la evolución de las tasas nominales de interés para el sistema financiero. El nivel alcanzado desde finales del año anterior y para lo que va corrido de este año es comparable con los niveles registrados en 1990 y 1991. Sin embargo, las tasas de interés reales se sitúan a niveles altos en términos históricos (Gráfico 3 y Cuadro 9).

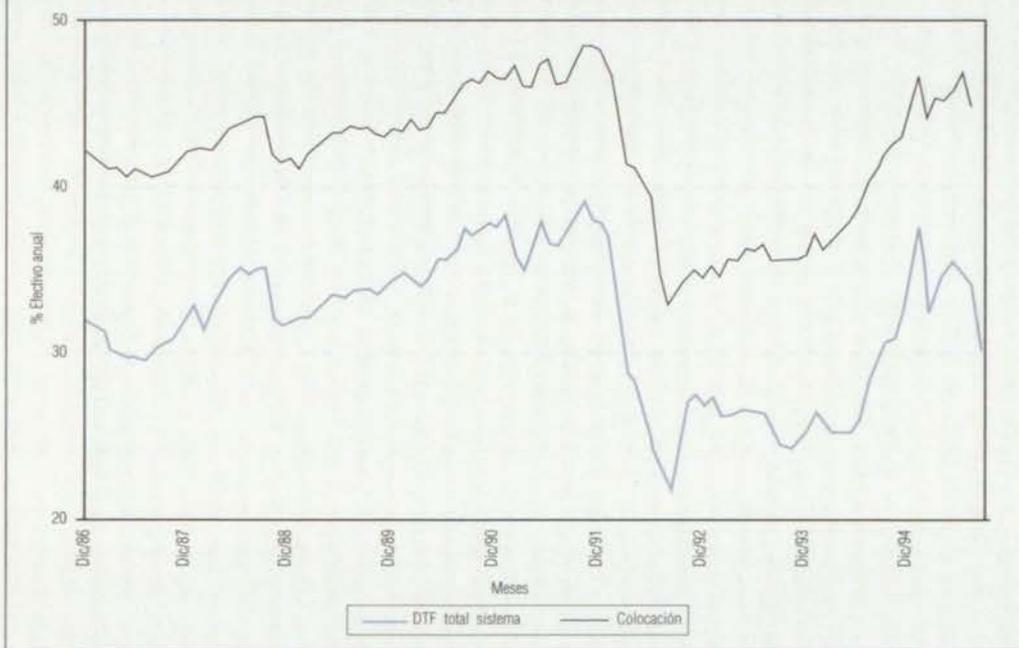
Esta evolución de las tasas de interés refleja los siguientes factores: 1) la política monetaria que mantuvo los agregados monetarios dentro de los corredores; 2) un desequilibrio en el mercado de crédito, debido a que éste ha aumentado por encima del crecimiento previsto en la programa-

**Cuadro 8**  
**Colocaciones de los principales intermediarios financieros**  
(Miles de millones de pesos y porcentajes)

	Saldos			Variaciones			
	Jul. 3/93	Jul. 2/94	Jul. 1/95	Año corrido		Anuales	
				Absoluta	%	Absoluta	%
I. Total cartera sistema financiero	11.577	17.082	24.441	3.667	17.7	7.359	43.1
II. Cartera según tipo de moneda							
1. Total cartera sistema M/N	9.910	14.875	21.076	3.137	17.5	6.201	41.7
2. Total cartera sistema M/E	1.667	2.207	3.364	530	18.7	1.157	52.4
III. Cartera según intermediarios financieros							
A. Total cartera neta bancos (M/N+M/E)	6.021	8.692	12.237	1.856	17.9	3.545	40.8
1. Cartera neta M/N	4.792	7.152	10.034	1.532	18.0	2.882	40.3
2. Cartera neta M/E	1.229	1.540	2.204	323	17.2	663	43.1
B. Cartera corfinancieras (M/N+M/E)	1.489	2.054	3.222	572	21.6	1.167	56.8
1. Cartera neta M/N	1.051	1.387	2.061	365	21.5	674	48.5
2. Cartera neta M/E	438	667	1.161	206	21.6	494	74.1
C. Cartera neta CAV	3.261	5.114	7.284	1.052	16.9	2.170	42.4
D. Cartera neta Cías. Fto. Ccial.	806	1.221	1.698	188	12.5	477	39.0
IV. Inversiones total sistema	2.092	2.203	3.008	583	24.0	805	36.6
A. Total inversiones bancos	1.038	995	1.416	315	28.7	421	42.4
B. Total inversiones corfinancieras	261	438	907	355	58.0	520	116.2
C. Total de inversiones CAV	717	661	488	(145)	(22.9)	(172)	(26.1)
D. Total inversiones Cías. Fto.	76	109	197	42	27.4	87	79.8

Fuente: Superintendencia Bancaria e Intermediarios Financieros.

**Gráfico 2**  
**Tasas de interés de captación y colocación en Colombia**



Cuadro 9

## Tasa de interés promedio mensual ponderado de captación y colocación

	Fecha	Total sistema DTF 1/	Total sistema DTF real	Total sistema colocación 2/	Total sistema colocación real
1990	Diciembre	38.45	4.60	46.40	10.60
1991	Enero	35.89	2.95	47.19	11.51
	Febrero	34.99	2.52	46.00	10.89
	Marzo	36.48	4.04	45.88	11.20
	Abril	37.99	5.20	47.30	12.30
	Mayo	36.69	3.95	47.64	12.28
	Junio	36.54	4.22	46.07	11.49
	Julio	37.49	4.47	46.28	11.15
	Agosto	38.32	5.43	47.42	12.37
	Septiembre	39.27	7.12	48.43	14.16
	Octubre	38.09	6.84	48.40	14.82
	Noviembre	37.97	7.60	48.16	15.55
	Diciembre	36.98	8.01	46.77	15.73
1992	Enero	32.69	4.13	44.91	13.72
	Febrero	28.86	1.19	41.32	10.97
	Marzo	28.28	0.94	41.10	11.02
	Abril	26.75	(0.32)	40.30	10.34
	Mayo	24.27	(2.39)	39.26	9.39
	Junio	22.75	(4.21)	34.77	5.17
	Julio	21.89	(5.04)	32.85	3.49
	Agosto	25.32	(1.87)	33.83	4.79
	Septiembre	27.32	0.31	34.44	5.92
	Octubre	27.61	1.02	34.90	6.79
	Noviembre	26.90	0.95	34.46	6.96
	Diciembre	27.42	1.82	35.21	8.05
1993	Enero	26.27	1.16	34.52	7.77
	Febrero	26.29	1.26	35.59	8.72
	Marzo	26.80	2.11	35.49	9.11
	Abril	26.71	2.95	36.22	10.67
	Mayo	26.42	3.44	36.03	11.30
	Junio	26.48	4.20	36.43	12.40
	Julio	25.34	4.04	35.48	12.46
	Agosto	24.44	2.78	35.54	11.95
	Septiembre	24.37	2.42	35.56	11.64
	Octubre	24.90	2.63	35.60	11.43
	Noviembre	25.48	2.54	35.79	10.96
	Diciembre	26.49	3.17	37.12	11.84
1994	Enero	25.82	2.70	36.11	11.10
	Febrero	25.26	1.83	36.47	10.94
	Marzo	25.34	1.56	37.11	11.09
	Abril	25.31	1.10	37.87	11.24
	Mayo	26.21	1.89	38.61	11.90
	Junio	28.25	4.19	39.94	13.69
	Julio	29.15	5.26	40.85	14.79
	Agosto	30.69	6.81	41.80	15.89
	Septiembre	30.84	6.97	42.43	16.44
	Octubre	32.53	8.30	42.89	16.76
	Noviembre	35.69	11.07	44.99	18.68
	Diciembre	37.90	12.48	46.56	19.55
1995	Enero	32.28	9.28	44.05	19.00
	Febrero	32.28	9.45	45.28	20.20
	Marzo	35.21	11.43	45.15	19.62
	Abril	35.69	11.98	45.72	20.26
	Mayo	34.78	11.11	46.81	21.02
	Junio	34.02	10.15	44.81	19.02
	Julio	30.21	n.d.	n.d.	n.d.

n.d. No disponible.

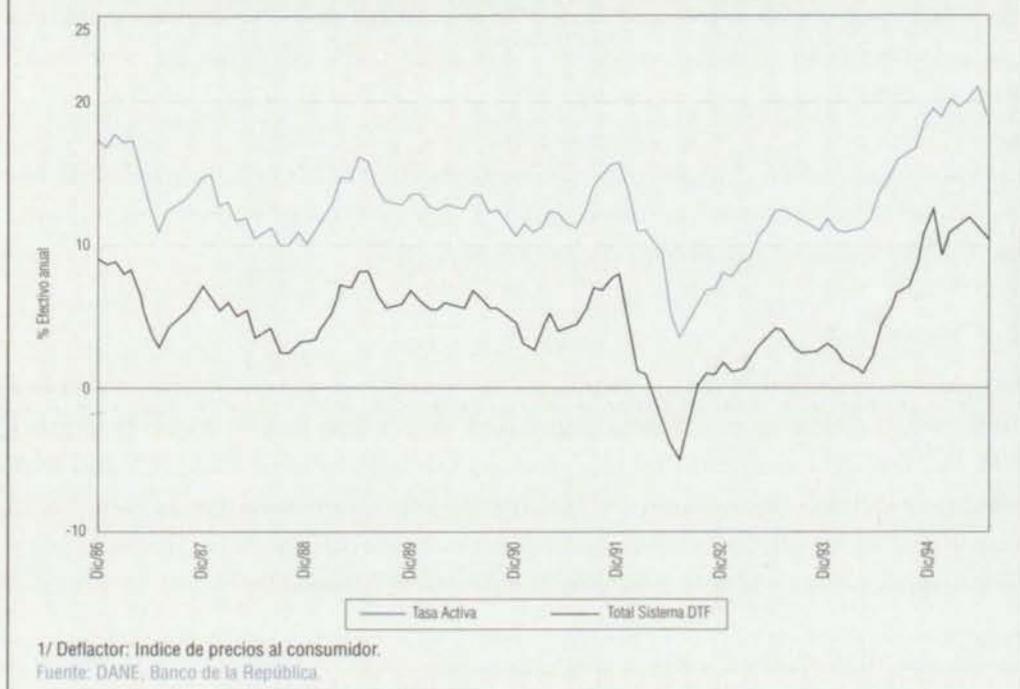
1/ Hasta junio de 1993, DTF promedio mensual según Resolución 42/88 de la Junta Monetaria, seguidamente según Resolución 17/93 de la Junta Directiva del Banco de la República.

2/ Incluye cartera ordinaria, tarjetas de crédito y créditos con tasa preferencial.

Fuente: Superintendencia Bancaria. Provisional mayo y junio de 1995.

Gráfico 3

## Tasas de interés real activas y pasivas en Colombia 1/



ción, que supone una variación del crédito doméstico del 35%; 3) las menores disponibilidades de recursos externos, provenientes del denominado efecto "tequila" y de los controles al endeudamiento externo, y 4) de un aumento rápido del gasto público tanto del gobierno central como de los municipios y departamentos, cuyo nivel de endeudamiento ha sido más alto de lo esperado.

Con el doble propósito de evitar los efectos inconvenientes que tasas de interés excesivamente altas podrían tener sobre la actividad económica, y en particular sobre la inversión y, al mismo tiempo garantizar el logro de los objetivos en materia de tasas de inflación, la Junta del Banco y el Gobierno Nacional acordaron un cambio en la mezcla de políticas. En consecuencia, el Gobierno redujo sus metas iniciales de crecimiento de gasto público y disminuyó drásticamente su financiamiento a través de subastas de TES, se limitó el endeudamiento de las entidades territoriales, y el Banco, en esas condiciones, se comprometió a otorgar una mayor liquidez a la economía, manteniendo la oferta monetaria alrededor del centro de los corredores monetarios.

En esta forma se crearon las condiciones básicas para un descenso de las tasas de interés y, con el propósito de acelerar el proceso de ajuste a las

nuevas condiciones, la Junta por iniciativa del Gobierno estableció un tope al promedio de las tasas activas de interés de los intermediarios financieros. Esta medida es temporal, hasta septiembre, pues se espera que una vez producida la baja generada por los controles, las tasas de interés se estabilicen.

Las medidas ya han comenzado a tener efecto, y las tasas de interés de los certificados de depósito bajaron entre 4 y 5 puntos porcentuales. Lo mismo ocurrió con el promedio de las tasas activas.

#### **F. Ahorro real**

Aunque durante 1995, el crecimiento del consumo probablemente ha disminuido, todavía se prevé un bajo nivel de ahorro nacional en la economía. El Plan de Desarrollo proyecta que éste sólo llegará al 15.5% del PIB, nivel por debajo del normal y deseable en una economía en desarrollo. El mantenimiento de altas tasas de crecimiento económico en el mediano y largo plazo solo es viable con niveles de ahorro superiores.

Los datos disponibles a nivel internacional revelan una clara correlación entre las tasas de crecimiento y del ahorro<sup>5</sup>. Los países asiáticos de rápido crecimiento han tenido tasas de ahorro nacional bruto entre 25% y 38% del PIB. Chile actualmente tiene tasas superiores al 25%. Colombia debe aspirar a tasas de ahorro mayores para mantener de manera sostenida tasas superiores de crecimiento económico.

Por otra parte, varios estudios han mostrado que cuando en el país crece el endeudamiento externo, tiende a disminuir el ahorro interno<sup>6</sup>. En esas circunstancias no es sano financiar la inversión con una alta proporción de financiamiento externo. Se deben, al contrario, hacer todos los esfuerzos para aumentar el ahorro nacional.

La manera más expedita de aumentar el ahorro interno es incrementar el ahorro público, pero también contribuyen al ahorro las estructuras de impuestos que desestimulan el consumo con relación al ahorro, esquemas de ahorro forzoso como los fondos de pensiones y cesantías, el desarrollo y competitividad del sistema financiero y del mercado de capitales, la eliminación de subsidios al consumo, las tasas de interés remunerativas, y la aceleración de la tasa de crecimiento económico y de las exportaciones. En el país se han adoptado algunas de estas medidas, lo cual hace esperar un aumento futuro en las tasas de ahorro, aunque es muy probable que se tenga que fortalecer aún más la política de estímulo de éste.

### G. Comportamiento de la tasa de cambio

El Gráfico 4 muestra la evolución de la tasa de cambio en el mercado, la cual se situó el 30 de junio en \$881.23 con un crecimiento anual del 7.51% y aumento de 6.01% en lo que va corrido de este año. La devaluación nominal en la actualidad está en línea con la inclinación de la banda anunciada por el Banco en diciembre de 1994, que implica una devaluación nominal en 1995 de 13.6% (Gráfico 5).

El Índice de la Tasa de Cambio Real, ITCR, en la definición tradicional usada por el Banco, pasó de 92.15 en diciembre de 1994 a 93.95 al finalizar junio, lo que representa un incremento de 1.95% en el presente año (Cuadro 10 y Gráfico 6). Es importante mencionar que esta evolución de la tasa de cambio real refleja una menor oferta de divisas debido a un menor crecimiento en el endeudamiento externo, resultado de los desincentivos económicos creados para desestimular el crédito con plazos inferiores a cinco años y de la menor oferta de crédito externo generada por la crisis mexicana (efecto tequila). La demanda por divisas por otra parte, aumentó por la necesidad de girar el pago de las altas importaciones de 1994 y por las medidas que incentivan la aceleración en los giros.



Gráfico 5  
Tasa de cambio de mercado y bandas cambiarias

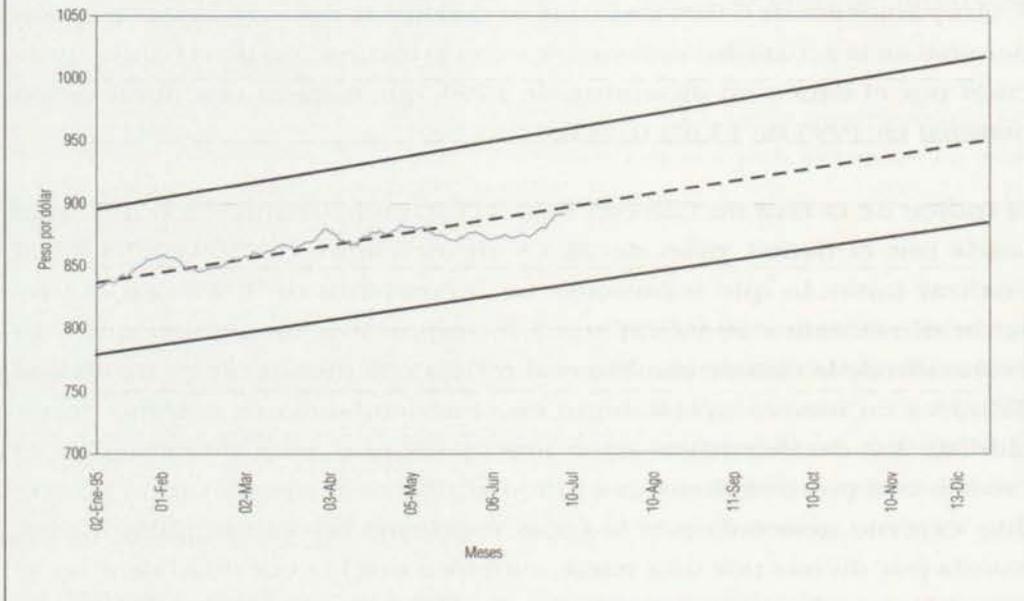
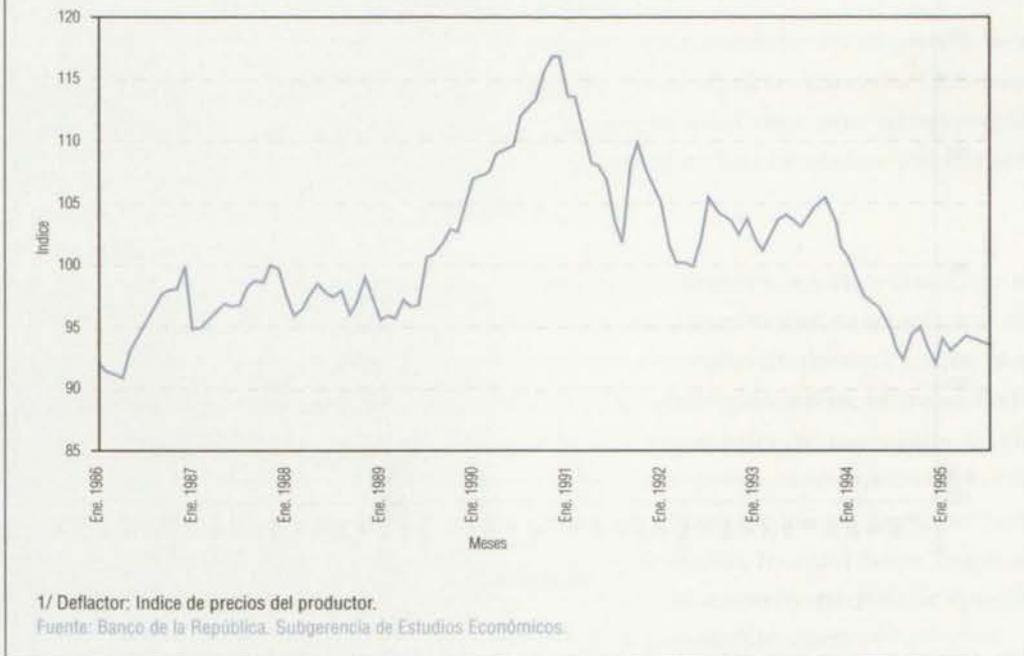


Gráfico 6  
I.T.C.R. del peso colombiano sin café 1/  
Diciembre de 1986=100



Cuadro 10  
**Indice de la Tasa de Cambio Real del peso colombiano**  
(Diciembre de 1986=100)

Periodo	ITCR 1 *	ITCR 2 *	ITCR 3 *	ITCR 4	ITCR 5 *	
1992	Ene.	105.16	105.96	106.74	108.29	121.31
	Feb.	101.55	101.95	101.36	106.86	116.29
	Mar.	100.28	100.43	100.37	107.38	113.53
	Abr.	100.28	100.75	100.33	106.70	113.31
	May.	99.99	100.74	101.71	107.41	114.11
	Jun.	101.85	102.70	102.97	107.09	116.10
	Jul.	105.55	106.54	107.33	106.24	120.35
	Ago.	104.54	105.60	105.65	107.42	118.18
	Sep.	104.19	105.31	106.01	108.10	117.15
	Oct.	103.40	104.61	105.28	108.29	115.59
	Nov.	102.58	103.66	104.39	108.75	113.39
	Dic.	103.85	105.16	104.93	108.57	113.75
1993	Ene.	102.11	103.36	104.39	106.54	112.67
	Feb.	101.22	102.58	101.27	104.88	111.26
	Mar.	102.67	104.24	103.82	104.77	111.96
	Abr.	103.70	105.33	105.74	103.95	113.75
	May.	104.13	105.50	105.47	103.34	113.93
	Jun.	103.68	104.83	104.66	102.26	112.49
	Jul.	103.13	104.19	104.81	101.87	110.57
	Ago.	103.89	105.03	105.35	101.12	110.57
	Sep.	105.06	106.02	106.34	100.58	110.92
	Oct.	105.55	106.42	106.23	100.27	109.05
	Nov.	103.82	104.64	104.72	99.80	106.45
	Dic.	101.59	102.25	102.59	99.54	103.21
1994	Ene.	100.57	101.12	101.23	97.86	100.88
	Feb.	98.94	99.46	98.96	96.23	100.51
	Mar.	97.56	98.05	98.90	95.61	100.59
	Abr.	97.14	97.58	97.60	95.18	100.05
	May.	96.62	97.08	97.16	94.92	100.20
	Jun.	95.23	95.66	95.04	94.81	98.40
	Jul.	93.39	93.65	94.93	94.21	98.40
	Ago.	92.47	92.62	93.38	93.81	97.30
	Sep.	94.45	94.45	94.93	93.57	98.69
	Oct.	95.11	94.94	96.24	93.27	99.44
	Nov.	93.50	93.17	93.68	92.90	96.44
	Dic.	92.15	91.66	91.76	92.34	93.48
1995	Ene.	94.10	93.34	92.90	91.40	94.15
	Feb.	93.15	92.66	92.20	90.08	93.95
	Mar.	93.90	93.95	94.05	88.77	n.d.
	Abr.	94.37	94.57	95.26	88.96	n.d.
	May.	94.17	93.32	93.29	88.49	n.d.
	Jun.	93.95	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.

\* Provisionales para los años 1994 y 1995.

n.d.: no disponible.

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

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

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

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

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

La tasa de cambio real también se ha devaluado debido a la revaluación de las monedas europeas y el yen, al igual que por la revaluación real del bolívar.

## **H. Comercio Exterior**

En los primeros meses del año el comportamiento del comercio exterior fue favorable. En los cinco primeros meses las exportaciones totales crecieron al 30.8% en dólares, frente a igual período del año anterior y las exportaciones no tradicionales aumentaron al 22.7%. Las exportaciones del sector industrial crecieron a un 26.4%, tasa por lo menos cuatro veces mayor que el desarrollo real de la economía.

Las importaciones según despachos para consumo crecieron menos que las exportaciones. Las cifras disponibles hasta abril indican un crecimiento de las importaciones de 23.13%, frente al mismo período del año anterior.

Los datos de registros de importación enero-mayo de 1995, que pueden ser un indicador líder de lo que va a pasar con las importaciones en el futuro, muestran una reducción que apunta hacia un menor déficit en la balanza comercial. Los registros en el período crecieron al 16.5% con relación a igual período del año anterior, y los registros de importación de bienes de consumo sólo lo hicieron 8.9%.

## ***II. REVISION DE LA PROGRAMACION FINANCIERA DE 1995***

### **A. Introducción**

La revisión periódica de la programación financiera consiste en verificar si las nuevas proyecciones de las principales variables económicas son compatibles con los objetivos macroeconómicos, y en particular con la meta de inflación. Ello permite establecer si existen o no posibles desviaciones y en consecuencia la eventual necesidad de ajustes en las políticas para el logro de las metas globales.

Así por ejemplo, un cambio en los resultados de la balanza de pagos, que se traduzca en mayores ingresos de divisas a los previstos, necesariamente implica: de una parte, cambios en el presupuesto monetario, que de hecho afecta la generación de crédito doméstico al sector privado y al sector

público; de otra parte, mayores reservas internacionales también afectan el mercado cambiario y por ende la tasa de cambio. Del mismo modo, ajustes en los resultados fiscales inciden en el presupuesto monetario, y la disponibilidad de crédito para el sector privado. A la vez, el gasto público y su financiación pueden afectar el mercado cambiario y en consecuencia la tasa de cambio.

Por lo tanto, la programación financiera macroeconómica constituye el ejercicio básico de coordinación entre el Gobierno y la Junta Directiva del Banco de la República. Dados los diferentes supuestos contenidos en la programación financiera, su evolución y cumplimiento requieren de una revisión y actualización trimestral.

## **B. Resultados**

La revisión de la programación financiera para 1995 arroja una acumulación de reservas internacionales netas de US\$ 60 millones. Este ejercicio estima un resultado de balanza de pagos con un déficit en la cuenta corriente de US\$4.407 millones (5.6% del PIB) el cual será compensado por el resultado de la cuenta de capital y de las contrapartidas, US\$4.484 millones, generándose un aumento de reservas netas de US\$60 millones en el presente año (Cuadro 11). Este resultado es inferior a la estimación de comienzos de año, producto de ajustes en las proyecciones del déficit de la cuenta corriente y del superávit de la cuenta de capital, y supone que el Gobierno restituye cerca de US\$400 millones de los recursos de la telefonía celular que tenía en el exterior, que fueron utilizados durante el primer semestre en el financiamiento del sector público.

La situación fiscal apunta hacia un superávit de 0.4% del PIB<sup>7</sup> tomando en cuenta el último recorte de presupuesto anunciado por el Gobierno, y suponiendo que los gobiernos regionales y locales y la posición neta del fondo de regalías están en equilibrio. El Banco considera que hay gran incertidumbre sobre la situación fiscal de los gobiernos regionales y locales, puesto que no existe información oportuna de seguimiento, la cual es necesario obtener a la mayor brevedad posible con el fin de compensar adecuadamente cualquier desajuste que pueda presentarse en esta área del sector público.

En el Cuadro 12 se registra un superávit (déficit) fiscal coherente con la meta de inflación del 18% bajo diferentes escenarios de crecimiento del crédito al sector privado y de su portafolio de activos. De acuerdo con el ejercicio de programación, un superávit fiscal de 0.4% del PIB sería cohe-

Cuadro 11  
Balanza de pagos - Resumen  
(Millones de US\$)

	1994 Estimación	1995 Proyección
I. Cuenta corriente	(3,089.4)	(4,406.5)
A. Bienes	(2,316.4)	(2,786.0)
Ingresos	8,723.6	10,797.0
Egresos	11,040.0	13,582.9
B. Servicios	(1,657.2)	(2,591.2)
Ingresos	4,013.3	4,063.9
Egresos	5,670.5	6,655.1
C. Transferencias	884.3	970.6
II. Cuenta de capital	3,138.5	4,384.1
A. Capital de largo plazo	3,977.7	4,754.1
Inversión directa neta 1/	1,639.8	3,097.5
Inversión de cartera 2/	639.0	354.0
Endeudamiento externo neto 3/	1,741.9	1,328.6
Aportes organismos internacionales	(43.0)	(26.0)
B. Capital corto plazo	(839.1)	(370.1)
Endeudamiento neto	539.9	(350.5)
Movimiento de activos en el exterior	(1,379.0)	(19.6)
III. Contrapartidas	5.0	100.0
IV. Errores y omisiones	115.9	0.0
V. Variación reservas brutas 4/	170.0	77.6
VI. Saldo reservas brutas 4/	8,116.2	8,193.8
PIB Nominal en dólares ( millones)	66,418.5	78,025.8
(Meses de importación bienes)	8.8	7.2
(Meses de importación bienes y servicios)	5.8	4.9
VII. Pasivos corto plazo Banco de la República 4/	113.8	131.1
VIII. Saldo reservas netas	8,002.4	8,062.7
IX. Variación reservas netas	133.3	60.3

1/ Incluye inversión de portafolio.  
2/ Corresponde a la colocación de bonos en el exterior por parte del sector público.  
3/ Incluye arrendamiento financiero.  
4/ Según metodología de Balanza de Pagos.

Cuadro 12  
Superávit (déficit) fiscal coherente con la meta de inflación de 1995  
Porcentaje del PIB

Crédito al sector privado	Portafolio sector privado	27	28	29	30
35		0.35	0.00	(0.35)	(0.70)
36		0.68	0.33	(0.02)	(0.38)
37		1.01	0.65	0.30	(0.05)
38		1.33	0.98	0.62	(0.27)

rente con la inflación del 18%, siempre y cuando, al finalizar el año, el crecimiento del crédito al sector privado no supere el 35% y el aumento del portafolio financiero del sector privado no sea inferior al 27%. Desviaciones respecto de los parámetros generales de la programación, como por ejemplo un crecimiento del crédito superior al 35%, necesariamente se reflejarán en acomodamientos de los precios básicos de la economía como el índice general de precios, la tasa de cambio nominal o la tasa de interés. Para lograr esa tasa de crecimiento de crédito al sector privado será necesario asegurar que las variaciones de los agregados monetarios ampliados (las fuentes de crédito) sean compatibles con la meta de crecimiento del crédito. Por otra parte, si no se logra ese crecimiento, probablemente se haría necesario hacer un ajuste fiscal adicional.

### C. Proyecciones monetarias para el resto de 1995

La Junta Directiva revisó el presupuesto monetario con base en las nuevas definiciones de base y M1 y aprobó un crecimiento para los medios de pago, al finalizar 1995, del 22.3% como centro del nuevo corredor y que corresponde al descrito en el Gráfico 7<sup>8</sup>. Por su parte, al finalizar junio, la base monetaria en su definición actualizada presentaba un crecimiento anual del 22.6%, con 1.3% de decrecimiento para lo que va corrido del

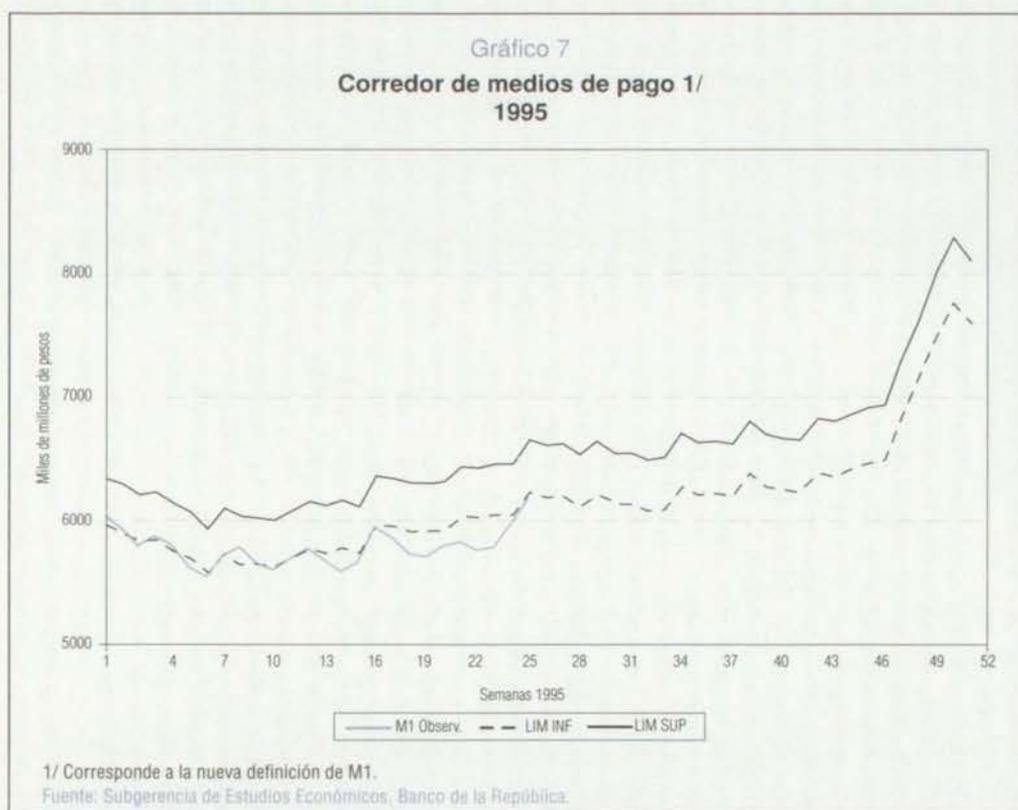


Gráfico 8  
Corredor de base monetaria  
1995

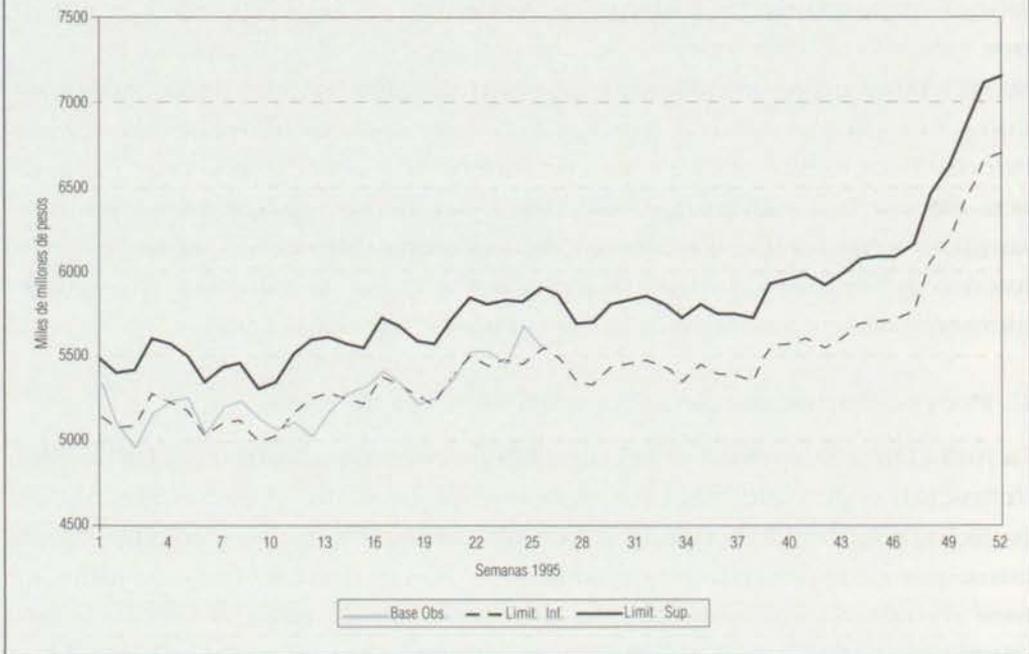
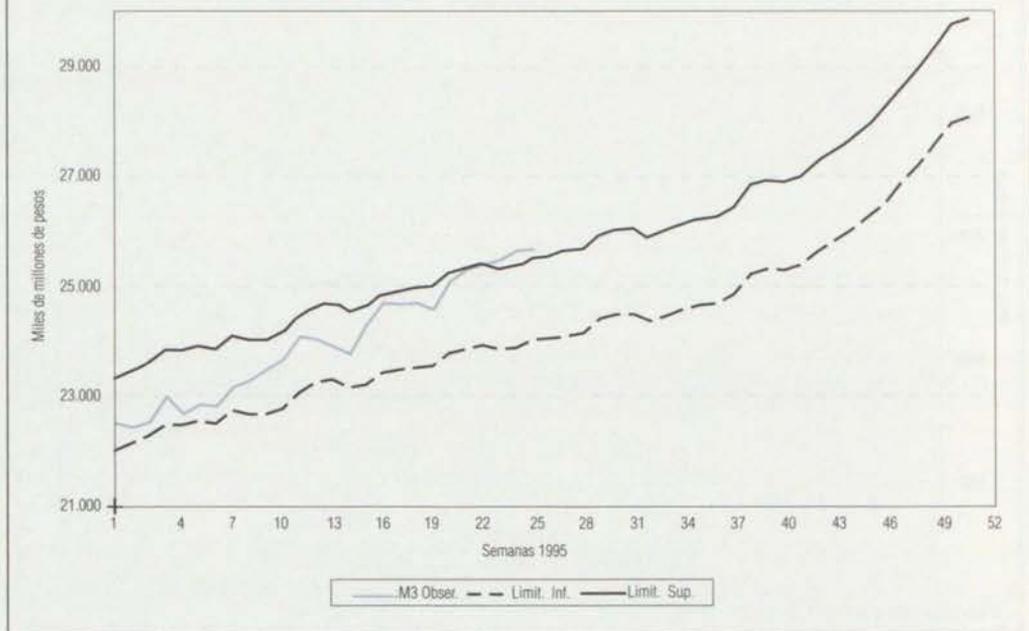


Gráfico 9  
Corredor de medios de pago ampliado (M3)  
1995



presente año. El nuevo corredor de la base, que tiene un crecimiento implícito de 23.0% para 1995, aparece en el Gráfico 8. El nuevo corredor para los medios de pago ampliados M3 aparece en el Gráfico 9, y tiene implícito un crecimiento de 28.6% para el año.

El nivel actual de los medios de pago, junto con las necesidades de expansión propias del segundo semestre, las cuales no cuentan con una fuente suficiente de emisión primaria, permitieron una reducción adicional de los encajes requeridos que de manera permanente se traduce en una mayor capacidad de multiplicación del sector financiero<sup>9</sup>.

Durante el primer semestre se tomaron medidas estructurales en materia de encajes sobre los pasivos del sistema financiero. De tiempo atrás la Junta venía evaluando la conveniencia de reducir los encajes sobre las cuentas corrientes, los cuales eran muy altos en términos internacionales, le restaban competitividad internacional a nuestros bancos, y contribuían a unos márgenes de intermediación excesivos.

Todos los análisis llevaron a concluir que lo importante para el manejo de la política monetaria y el logro de mayor competitividad del sector financiero era reducir la dispersión en los encajes y por razones de precaución hacerlos proporcionales a la volatilidad de cada tipo de depósito. La alta dispersión hacía difícil el control monetario, pues los traslados de un tipo de cuenta a otra o a la Tesorería producían cambios difíciles de predecir en la liquidez monetaria.

El efecto monetario de la fuerte reducción de los encajes sobre cuentas corrientes se compensó con un aumento moderado en los depósitos a término, los cuales se igualaron con los de las cuentas de ahorro.

Para evitar un choque monetario, y permitir un ajuste gradual de los intermediarios financieros a los nuevos encajes, se resolvió hacer los ajustes en el margen, o sea sólo para depósitos nuevos. La Junta, sin embargo, decidió que los encajes sobre el acervo de depósitos existentes el 30 de abril se irán reduciendo hasta que lleguen al nivel del encaje marginal a medida que las condiciones monetarias lo permitan. La Resolución 17 de junio 30 ya inició ese proceso.

En la actualidad, los encajes marginales sobre cuentas corrientes están en 21% y los encajes sobre el 95% del acervo registrado en abril 30 de 1995 son de 40% para las cuentas corrientes privadas y de 60% para las cuentas

oficiales. El resto de encajes marginales quedaron en 10%, excepto los depósitos a término a 6 meses o más que quedaron a 5%.

### *III. PERSPECTIVAS PARA 1996*

Los ejercicios preliminares de programación financiera macroeconómica sugieren que las metas intermedias consistentes con una inflación del 15% en 1996 como la contemplada en el Plan Nacional de Desarrollo y que se usó como base para las proyecciones del proyecto de presupuesto de la Nación, serían un déficit fiscal no superior a 0.15% del PIB, según estimaciones del Gobierno, junto con un crecimiento monetario cercano al 20.%, suponiendo la tasa de cambio real estable. Estas cifras tienen como presupuesto que se cumple la programación financiera de 1995 consistente con la meta de inflación del 18% al finalizar el año. Si la inflación quedara por encima de ese nivel, se requeriría mucha más austeridad monetaria y fiscal para bajar la inflación al nivel previsto en el Plan de Desarrollo.

Las primeras proyecciones de balanza de pagos del Banco para 1996, arrojan un déficit en la cuenta corriente del orden de US\$4.601 millones suponiendo un crecimiento de las exportaciones totales del 9.9%, frente a un alza de las importaciones totales del 5.9%<sup>10</sup>. Ese déficit sería de 5.5% del PIB, cifra inferior a lo previsto para 1995. La cuenta de servicios arrojaría un déficit de US\$3.121 millones que parcialmente se compensaría con los ingresos netos de las transferencias, estimados en US\$1.031 millones. El resultado de la cuenta corriente será compensado en su totalidad por el superávit de la cuenta de capital que se calcula en cerca de US\$5.245 millones, dando lugar a una acumulación de reservas netas internacionales del orden de US\$543 millones.

Si la meta de inflación de 1995 no se logra, para conseguir el 15% de aumento en precios en 1996 se tendrá que producir un mayor superávit fiscal, lo cual implicaría un recorte del presupuesto, y es posible que el crecimiento en los agregados monetarios tendría que ser más estricto. Dada la incertidumbre sobre los resultados del año, como es costumbre la Junta fijará la meta de inflación y las metas en materia de crédito y crecimiento en los agregados monetarios a finales de 1995.

La reducción de la inflación en 1996, va a depender de que los ajustes de precios y salarios durante el próximo año sean coherentes con la meta de inflación.

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

### **A. Reservas internacionales**

Las reservas internacionales netas a mayo 31 de 1995 ascienden a US\$8.519.1 millones, con aumento de US\$568 millones desde comienzos del año, que se explican casi en su totalidad por su rendimiento, US\$544 millones. De estos últimos, US\$210 millones corresponden a los ingresos extraordinarios obtenidos hasta la fecha por la revaluación del marco alemán y el yen japonés en un 8.8% y 15.1%, respectivamente. El total de reservas es equivalente a 7.8 meses el valor de las importaciones y a 5.2 meses de los pagos corrientes, el cual continúa siendo elevado para los patrones internacionales.

El mantenimiento estable de los saldos de reservas internacionales en el Banco de la República, descontado el rendimiento de las reservas, reflejan un mercado cambiario en relativo equilibrio, donde los ingresos del sector petrolero y minero, los ingresos de capital, en especial en cabeza del Gobierno Nacional (mediante la utilización de sus activos en el exterior), y las compras de oro han compensado los egresos netos de comercio y servicios. Vale la pena recordar que al finalizar 1994 la Tesorería General de la Nación tenía inversiones en el exterior por US\$1.308.5 millones y al cierre del junio su saldo era de US\$559 millones, con una reducción de US\$749.5 millones.

Los principales componentes de las reservas internacionales al finalizar el mes de mayo se explican por: US\$7.906.7 millones (92.8%) en inversiones financieras; US\$349.3 millones (4.1%) eran aportes al Fondo Monetario Internacional y US\$210.0 millones (2.5%) al Fondo Latinoamericano de Reservas; US\$108.8 millones (1.3%) correspondía a las tenencias de oro; US\$33.5 millones (0.4%) eran las divisas en caja, y US\$20 millones (0.2%) era el saldo de los convenios internacionales. Los pasivos a corto plazo que afectan las reservas internacionales ascendían a US\$110.5 millones (1.3%). Del total de las inversiones US\$7.230.9 millones se realizan a través del manejo directo del Banco y US\$672.1 millones se ejecutan a través del Barclays de Zoette Wedd y el J.P. Morgan de Londres, según los parámetros contractualmente convenidos para ello desde mayo de 1994 (Cuadro 13).

**Cuadro 13**  
**Principales componentes de las reservas internacionales**  
(Millones de US\$)

	Mayo 1994	Participación %	Mayo 1995	Participación %
Caja	48.2	0.6	33.5	0.4
Efectivo en caja	15.9	0.2	25.8	0.3
Depósitos a la orden	32.3	0.4	7.7	0.1
Inversiones	7,256.3	92.4	7,908.0	92.8
Depósitos y títulos valores	7,256.3	92.4	7,906.7	92.8
Valores por cobrar	0	0	1.3	0
Oro	113.6	1.4	108.8	1.3
Caja	73.7	0.9	16.6	0.2
Custodia	39.9	0.5	92.2	1.1
Fondo Monetario Internacional				
Aportes adquisición DEG	283.4	3.6	349.3	4.1
DEG	167.0	2.1	185.0	2.2
Posición de reservas	116.4	1.5	164.3	1.9
Fondo Latinoamericano de Reservas				
Aportes y pesos andinos	200.0	2.5	210.0	2.5
Aporte	180.0	2.3	190.0	2.2
Pesos andinos	20.0	0.3	20.0	0.2
Saldo neto a favor en los convenios internacionales de pago	0.0	0.0	20.0	0.2
<b>Total reservas brutas</b>	<b>7,901.5</b>	<b>100.6</b>	<b>8,629.5</b>	<b>101.3</b>
Pasivos a corto plazo	50.7	0.6	110.5	1.3
Aportes al BID	9.9	0.1	6.2	0.1
Aportes al Banco Desarrollo del Caribe	0.1	0.0	0.0	0.0
Aportes a la CAF	0.0	0.0	0.0	0.0
Saldo convenios internacionales	9.7	0.1	5.9	0.1
Bancos del exterior	0.0	0.0	0.0	0.0
Tesorería	22.2	0.3	44.5	0.5
Otras entidades	8.8	0.1	53.1	0.6
Otras inversiones	0.0	0.0	0.0	0.0
Valores por pagar en compra de inversiones	0.0	0.0	0.8	0.0
<b>Total reservas netas</b>	<b>7,850.8</b>	<b>100.0</b>	<b>8,519.1</b>	<b>100.0</b>

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

Cuadro 14  
**Balance Banco de la República**  
**Resultados de 1993-1994 y proyecciones para 1995**  
(Miles de millones de pesos)

Rubros	Diciembre 1994		Mayo 1995		Diciembre 1995	
	Saldos	Participación %	Saldos	Participación %	Saldos 1/	Participación %
<b>Activos</b>	9,298.2	100.0	9,883.0	100.0	10,891.7	100.0
Reservas internacionales brutas	6,720.4	72.3	7,529.2	76.2	7,669.6	70.4
Aportes en organismos internacionales	930.6	10.0	981.9	9.9	1,057.2	9.7
Cartera de créditos e inversiones	1,075.0	11.6	846.6	8.6	1,679.7	15.4
Sector público Gobierno Nacional	676.6	7.3	481.3	4.9	570.8	5.2
Bancos comerciales	113.6	1.2	114.0	1.2	114.0	1.0
Corporaciones financieras	191.6	2.1	192.2	1.9	201.8	1.9
Corporaciones de ahorro y vivienda	39.5	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
Resto del sistema financiero	53.7	0.6	59.1	0.6	59.1	0.5
Expansión de crédito interno	0.0	0.0	0.0	0.0	734.0	6.7
Cuentas por cobrar	106.5	1.1	56.9	0.6	29.5	0.3
Otros activos netos	465.7	5.0	468.5	4.7	455.8	4.2
<b>Pasivos y patrimonio</b>	9,298.2	100.0	9,883.0	100.0	10,891.7	100.0
Pasivos moneda extranjera que afectan reservas internacionales	83.5	0.9	96.4	1.0	94.9	0.9
Base monetaria	5,018.1	54.0	5,456.7	55.2	6,931.1	63.6
Billetes en circulación	2,569.2	27.6	2,182.9	22.1	2,830.6	26.0
Moneda de Tesorería	157.0	1.7	189.0	1.9	271.0	2.5
Depósitos para encaje bancos	2,210.0	23.8	2,464.0	24.9	3,190.3	29.3
Depósitos en cuenta corriente resto sector financiero	81.9	0.9	620.8	6.3	639.2	5.9
Otros depósitos del sector financiero	128.6	1.4	0.0	0.0	0.0	0.0
Pasivos Gobierno Nacional	79.4	0.9	64.8	0.7	64.8	0.6
Obligaciones organismos internacionales	888.5	9.6	934.1	9.5	980.8	9.0
Pasivos por líneas externas	74.7	0.8	129.4	1.3	169.9	1.6
Títulos de regulación monetaria y cambiaria	1,548.5	16.7	1,254.3	12.7	203.8	1.9
Títulos de participación	994.0	10.7	1,076.6	10.9	152.0	1.4
Certificados de cambio	71.3	0.8	2.0	0.0	0.0	0.0
Títulos a favor de las CAV	431.4	4.6	89.8	0.9	0.0	0.0
Otros	51.8	0.6	85.9	0.9	51.8	0.5
Cuentas por pagar	135.1	1.5	115.3	1.2	20.0	0.2
Otros pasivos	108.6	1.2	75.2	0.8	59.0	0.5
Patrimonio total	1,233.2	13.3	1,756.8	17.8	2,367.5	21.7
Capital	12.7	0.1	12.7	0.1	12.7	0.1
Reservas	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Superávit patrimonial	1,201.7	12.9	1,536.1	15.5	2,147.8	19.7
Liquidación CEC	453.5	4.9	453.5	4.6	462.3	4.2
Ajuste cambiario de 1993 en adelante	748.2	8.0	1,082.6	11.0	1,685.5	15.5
Valorizaciones	130.3	1.4	130.3	1.3	130.3	1.2
Resultados	(111.5)	(1.2)	77.7	0.8	76.7	0.7
Utilidades y/o pérdidas anteriores	(57.1)	(0.6)	0.0	0.0	0.0	0.0
Utilidades y/o pérdidas del ejercicio	(54.4)	(0.6)	77.7	0.8	76.7	0.7

1/ Proyección según objetivos de la Programación Financiera. (No incluye efectos Res.17/95).  
Fuente: Banco de la República, Departamento de Contaduría.

Cuadro 15  
**Estado de pérdidas y ganancias - Banco de la República**  
**Resultados de 1993-1994 y Proyecciones para 1995**  
(Miles de millones de pesos)

	Diciembre 1994		Mayo 1995		Diciembre 1995	
	Flujos	Participación %	Flujos	Participación %	Flujos (1)	Participación %
I. Ingresos totales	731.5	100.0	655.2	100.0	951.1	100.0
1. Ingresos operacionales	700.0	95.7	653.9	99.8	949.3	99.8
Intereses y rendimientos	536.6	73.4	581.3	88.7	717.8	75.5
Reservas internacionales netas	349.9	47.8	496.1	75.7	499.0	52.5
Gobierno Nacional	111.3	15.2	53.5	8.2	142.9	15.0
Líneas externas	46.4	6.3	24.4	3.7	47.0	4.9
Res. 33/84 Deuda privada	23.4	3.2	5.5	0.8	26.3	2.8
Otros	5.7	0.8	1.9	0.3	2.6	0.3
Comisiones	33.9	4.6	15.8	2.4	39.2	4.1
Servicios bancarios	18.3	2.5	12.3	1.9	22.6	2.4
Metales preciosos	10.0	1.4	1.9	0.3	11.7	1.2
Compra-venta divisas	5.4	0.7	1.6	0.2	5.0	0.5
Otros	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Diferencias en cambio	16.4	2.2	27.1	4.1	69.8	7.3
Moneda emitida y metales preciosos	111.8	15.3	25.9	4.0	102.1	10.7
Otros	1.4	0.2	3.8	0.6	20.4	2.1
2. Ingresos no operacionales	31.4	4.3	1.3	0.2	1.8	0.2
II. Egresos totales	785.9	100.0	577.5	100.0	874.3	100.0
1. Egresos operacionales	760.8	96.8	577.2	99.9	874.3	100.0
Intereses y rendimientos	463.5	59.0	164.6	28.5	260.8	29.8
Títulos de participación	370.6	47.2	147.0	25.5	236.5	27.0
Certificados de cambio	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Títulos canjeables	5.4	0.7	1.8	0.3	6.9	0.8
Títulos CAV	65.8	8.4	13.0	2.2	10.7	1.2
Líneas externas	21.4	2.7	2.8	0.5	6.7	0.8
Comisiones y honorarios	2.2	0.3	0.6	0.1	2.6	0.3
Diferencias en cambio	117.4	14.9	31.3	5.4	54.0	6.2
Certificados de cambio	64.4	8.2	1.2	0.2	11.5	1.3
Líneas externas	46.6	5.9	14.9	2.6	11.9	1.4
Otros	6.4	0.8	15.2	2.6	30.6	3.5
Valorización Inversiones M/N (R.200)			283.0		279.8	
Costo de emisión especies monetarias	30.0	3.8	9.7	1.7	38.4	4.4
Gastos de personal	61.1	7.8	33.6	5.8	79.6	9.1
Pensiones de jubilación	57.6	7.3	41.8	7.2	70.5	8.1
Otros	29.0	3.7	12.6	2.2	88.5	10.1
2. No operacionales	25.1	3.2	0.3	0.1	0.1	0.0
III. Utilidades o pérdidas del ejercicio Incluida la depreciación	(54.4)	(6.9)	77.7	13.5	76.7	8.8

1/ Corresponde al presupuesto aprobado, documento JDA-0595-003-C.

Fuente: Banco de la República, Departamento de Contaduría.

## **B. Las finanzas del Banco - Estimación corrido año y proyección para 1995**

En los Cuadros 14 y 15 se presentan el Balance y el Estado de Resultados del Banco de la República de 1994, el balance de prueba al cierre del mes de mayo, y una estimación para el cierre de 1995. De ellos se desprende que la principal fuente de expansión monetaria para 1995 es la reducción del saldo de las OMA, \$842 miles de millones. Se estiman utilidades de \$77 mil millones<sup>11</sup>, después de registrar la disminución en el valor de la deuda consolidada de la Nación por efecto de la contabilización a precios de mercado de los TES en poder del Banco de la República ordenada por la Superintendencia Bancaria.

## ANEXO

### **EXPLICACION A LA REVISION METODOLOGICA DEL CALCULO DE LA BASE MONETARIA Y LOS MEDIOS DE PAGO**

En junio de 1995, el Banco de la República redefinió la metodología de cálculo de los agregados base monetaria y medios de pago (M1), teniendo en cuenta las definiciones internacionales sobre estadísticas monetarias establecidas por el Fondo Monetario Internacional (FMI)<sup>12</sup>. El cambio en la definición de los agregados monetarios se hizo necesario por la eliminación de los encajes remunerados. En particular, con la aplicación de la Resolución 27 de 1994, de la Junta Directiva del Banco de la República, desde junio de 1995 el encaje sobre las exigibilidades de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda (CAV) es totalmente monetario. Anteriormente, las CAV invertían sus recursos de encaje en títulos de valor constante emitidos por el Banco, con un rendimiento equivalente a la corrección monetaria. Estos títulos eran considerados como un pasivo no monetario del Banco de la República. Como consecuencia de la aplicación de la citada Resolución, se redujeron los pasivos no monetarios y se aumentaron los pasivos monetarios. Por otra parte, el encaje sobre los depósitos fiduciarios de los bancos comerciales, que también se consideraba como un pasivo no monetario del Banco de la República, se incorporó al cálculo de la base monetaria, ya que en la práctica dicho encaje es totalmente monetario. Como resultado de los ajustes mencionados, en junio se generó un aumento estadístico en el nivel de la base monetaria de \$631 mil millones.

Adicionalmente, con el objeto de tener una aproximación más adecuada al concepto de efectivo en poder del público, se redefinió este rubro. Con tal fin, se excluyeron de la anterior definición de efectivo los billetes y monedas en la caja de las entidades financieras no bancarias y los depósitos de estas entidades en el Banco de la República, y se incorporaron en el rubro reserva. Esta última modificación no generó cambios en el nivel de la base monetaria, ya que la reducción que se generó en el efectivo se compensó con un aumento por igual valor en la reserva.

Los cambios introducidos a la base monetaria llevaron a la creación de una base monetaria ampliada, ya que la nueva reserva se asocia con los pasivos sujetos a encaje del conjunto de intermediarios financieros. Por usos, la

nueva base monetaria (BM) se define como la suma entre el efectivo redefinido (ER) y la reserva del sistema financiero (RSF).

$$(1) \text{ BM} = \text{ER} + \text{RSF}$$

El efectivo redefinido (ER) comprende los billetes y monedas en circulación (BILL), menos los billetes y moneda en la caja de los intermediarios financieros (CSF), más los depósitos de entidades especiales en el Banco de la República (DBR)<sup>13</sup>; los depósitos de estas entidades en el Banco son muy líquidos, y se constituyen en un medio de pago. A junio de 1995, el efectivo redefinido fue inferior en \$299 mil millones al efectivo anterior.

$$(2) \text{ ER} = \text{BILL} - \text{CSF} + \text{DBR}$$

Por su parte, la reserva (RSF) incorpora los depósitos de todas las entidades financieras en el Banco de la República (DSFBR), más sus billetes y monedas en caja (CSF). Anteriormente, se consideraba como reserva solamente la de los bancos, excluyendo el encaje sobre los depósitos fiduciarios, el cual se clasificaba como un pasivo no monetario.

$$(3) \text{ RSF} = \text{DSFBR} + \text{CSF}$$

Si bien la redefinición del efectivo no generó cambios en el nivel de la base monetaria, hizo necesario efectuar una redefinición de los medios de pago. Así, el M1 redefinido corresponde a la suma entre el efectivo redefinido (ER) y las cuentas corrientes en el sistema bancario (CC). La diferencia entre el M1 redefinido y el M1 anterior es igual a la diferencia entre el efectivo redefinido y el efectivo anterior.

$$(4) \text{ M1} = \text{ER} + \text{CC}$$

Por otra parte, cabe anotar que el Banco de la República ha considerado tradicionalmente como «cuasidineros», a los depósitos de ahorro bancarios, a los certificados de depósito a término (CDT) en bancos, corporaciones financieras, CAV, compañías de financiamiento comercial y organismos cooperativos de orden superior, y a los depósitos de las CAV. De esta forma, el M2 se ha definido como la suma entre el M1 y los «cuasidineros» (CUAS).

$$(5) \text{ M2} = \text{M1} + \text{CUAS}$$

Si al agregado M2 se le incluye los depósitos fiduciarios de los bancos comerciales y un pasivo de estos intermediarios denominado «otros depósitos a la vista»<sup>14</sup>, se obtiene un agregado monetario más amplio, que se denomina M3. Este agregado es igual a la suma entre el efectivo redefinido (ER) y el conjunto de pasivos del sector financiero sujetos a encaje (PSE).

$$(6) M3 = ER + PSE$$

La nueva base monetaria está asociada al agregado M3, debido a que la reserva se refiere al encaje monetario que mantienen los intermediarios financieros con relación al conjunto de sus pasivos sujetos a encaje. Por consiguiente, la reserva requerida por el sistema financiero (RSFR) es igual al producto entre el encaje promedio del sistema financiero ( $\alpha$ ) y el saldo de los pasivos sujetos a encaje (PSE).

$$(7) RSFR = \alpha * PSE$$

Como resultado de la redefinición de los agregados monetarios, se revisaron las series estadísticas desde 1980. Además, se originó la necesidad de reestimar los corredores de seguimiento monetario para 1995. Dado que la definición de reservas para encaje se relaciona con la totalidad de los pasivos sujetos a encaje de las entidades financieras, para efectos de seguimiento y control de la nueva base monetaria la Junta Directiva también examina el comportamiento de la oferta monetaria ampliada, M3. Para ello, se efectúa, paralelamente a los medios de pago, un seguimiento semanal a este agregado más amplio, teniendo como referencia su correspondiente corredor.

## NOTAS

- 1 IMF, World Economic Outlook, April 23, 1995.
- 2 El balance del Banco se vio significativamente afectado en los últimos años por los costos de las emisiones autónomas a que dieron lugar los pasivos asociados con las políticas de esterilización llevadas a cabo, para buscar contener los efectos perversos del influjo de capitales sobre la tasa de cambio en el período 91/92.
- 3 Incluidos los Títulos del Banco de la República en circulación: TP por \$822 mil millones y Certicambios por \$2 mil millones así como, papeles del Sector Público: TES por \$2.675 mil millones y TAC por \$485 mil millones.
- 4 Debemos recordar que esta definición es el indicador que más se aproxima al concepto de crédito al sector privado utilizado en los ejercicios de programación financiera.
- 5 Banco Mundial, Informe sobre el Desarrollo Mundial 1991, (Washington D.C., 1991), p. 142
- 6 Véase por ejemplo: José A. Ocampo y C. Crane, «Tendencias del ahorro en Colombia», en BID, Progreso Económico y Social en América Latina (Washington), 1989.
- 7 La diferencia entre esta cifra y la que ha presentado el Gobierno en el proyecto de presupuesto se debe exclusivamente a un estimativo menor del Fondo Nacional del Café.
- 8 En el cual se reconocen entre otros los ciclos de la actividad económica en el año calendario, el patrón de pagos previsto por la Tesorería General de la Nación y el calendario de recaudo tributario.
- 9 La Resolución 17 de 1995 de la Junta bajó el encaje requerido sobre cuentas corrientes oficiales de 70% a 60%, de 41% a 40% sobre las cuentas corrientes privadas.
- 10 Las importaciones crecerán 5.9% debido a que en 1996 no se harán las importaciones especiales relacionadas con Cusiana que se hicieron en 1995.
- 11 Ellos suponen que en el segundo semestre de 1995 se revierte una parte de los ingresos extraordinarios provenientes de la revaluación del marco y el yen. Nótese que esta eventualidad no tiene efectos monetarios en 1995 y su efecto se presentaría sólo en 1996 cuando se liquide la utilidad o pérdida del año.
- 12 Al respecto véase «Guía de las estadísticas de moneda y banca de Estadísticas Financieras Internacionales», Fondo Monetario Internacional, y «Demanda y oferta de dinero», documento INST/94-XI/I-A-4, Instituto del Fondo Monetario Internacional.
- 13 Estos depósitos corresponden, entre otras entidades, a Finagro, la Federación Nacional de Cafeteros, Bancoldex y Fondo de Garantías de Instituciones Financieras.
- 14 El rubro « otros depósitos a la vista» incluye 14 cuentas del PUC a saber: depósitos simples; bancos y corresponsales; depósitos de la Nación; depósitos de garantía; otros depósitos especiales; giros por pagar; cobranzas por liquidar; cheques de gerencia; cheques certificados; establecimientos afiliados; impuestos a las ventas por pagar; diversas cuentas por pagar; cuentas canceladas, y otros pasivos diversos. El porcentaje de encaje sobre estas exigibilidades es igual al establecido para las cuentas corrientes, según sean exigibilidades con el sector público o con el sector privado. Al 30 de junio de 1995 este rubro representó el 1.4% del total de pasivos sujetos a encaje.