

NOTA EDITORIAL

INFORME DE LA JUNTA DIRECTIVA AL CONGRESO DE LA REPUBLICA

La Junta Directiva del Banco de la República, de conformidad con lo previsto en el artículo 5o. de la Ley 31 de 1992, presenta a consideración del Congreso de la República un informe en el cual, la primera parte, señala los resultados macroeconómicos de 1994. En la segunda, presenta la programación financiera para 1995, las metas adoptadas por la Junta Directiva y las perspectivas de las distintas variables macroeconómicas para ese año. En la tercera, se informa al Congreso sobre la administración y composición de las reservas internacionales, la situación financiera del Banco al finalizar 1994 y el presupuesto para 1995.

En esta ocasión se incluye una cuarta sección en donde se comentan las proyecciones de mediano plazo incluidas en el Plan de Desarrollo presentado por el Gobierno a consideración del Congreso. Lo anterior, en desarrollo del citado artículo 5o. de la Ley 31 de 1992, que incluye dentro de los temas que deben presentarse en el informe al Congreso la discusión de las metas macroeconómicas de mediano plazo.

I. RESULTADOS MACROECONOMICOS DE 1994

La Junta Directiva del Banco de la República, dentro de su objetivo constitucional de lograr reducir los niveles de inflación, diseñó para 1994 una política monetaria *dirigida a alcanzar* una meta de inflación del 19%. Ello, dentro del marco de una programación macroeconómica consistente que permitiera alcanzar una tasa de crecimiento de la economía por encima de su nivel histórico, y en principio, compatible con una tasa de cambio real estable, *lo que demandó* un delicado balance entre las políticas fiscal, monetaria y cambiaria.

Al finalizar 1994, se observó una inflación del 22,60% (medida como la variación del Índice de Precios al Consumidor, IPC), nivel muy similar al obtenido durante 1993 de 22,61% y superior en 3,6 puntos a la meta buscada. Por su parte, la variación del Índice de Precios al Productor, IPP, alcanzó el 20,7%, contra 13,2% en 1993. Estimaciones preliminares del Departamento Nacional de Planeación sobre el crecimiento económico durante 1994 arrojan un resultado de 5,7%, *superior al 5,0% previsto*. Así mismo, se estima un superávit del sector público no financiero de alrededor de 2,5% del PIB, mientras que los diferentes Índices de Tasa de Cambio Real (ITCR) muestran una revaluación cercana al 9% en 1994.

Para 1994, tal y como fue planteado en los informes presentados al Congreso, la reducción de la inflación al 19% suponía un crecimiento de los medios de pago (M1) de 24% dentro de un rango de 20% al 28%¹, compatible con un crecimiento del Producto Interno Bruto, PIB, de alrededor del 5%, un crecimiento máximo de las reservas internacionales de US\$ 535 millones y un superávit fiscal del 2,5% del PIB. Estos supuestos permitían un crecimiento del crédito al sector privado del orden del 37,5% *coherente* con el mantenimiento de una tasa de cambio real constante.

La inflación al finalizar el año resultó superior a la meta pretendida, como consecuencia de diversos factores entre los que cabe mencionar: el crecimiento de los distintos agregados monetarios, la dinámica del gasto total en la economía, en especial del consumo, *el crecimiento del crédito muy superior al previsto en la programación financiera y un aumento bastante mayor al promedio de los precios de los servicios públicos. Los salarios nominales también aumentaron por encima de lo programado.*

Cabe destacar el extraordinario aumento del crédito total en la economía, tanto del sector financiero doméstico, con crecimientos promedio a lo largo del año superiores al 47,0%², como del endeudamiento externo privado de largo plazo, el cual en forma neta se estima superó los US\$ 2,574 millones durante 1994 y se acerca a los US\$ 4,000 millones al incluir la inversión extranjera directa. Lo anterior si bien permitió la financiación de la actividad productiva y la inversión, también facilitó mantener un acelerado gasto total en la economía y en consecuencia un aumento apreciable del consumo.

En efecto, las estimaciones iniciales del Producto Interno Bruto, PIB, del Departamento Nacional de Planeación indican que en términos reales la demanda interna del país creció en el 8,28% como consecuencia del incre-

mento de la formación bruta de capital del 12,4% (19,1% en la inversión privada y 7,4% en la inversión pública), del consumo final del 7,13%, explicado por un incremento del consumo de los hogares del 5,2% y del consumo de las administraciones públicas en 17,6%. Como contrapartida de lo anterior, los indicadores de ahorro doméstico presentan un marcado deterioro que puede comprometer en el mediano y largo plazo el logro de un crecimiento económico sostenible. El ahorro privado que en promedio en el decenio de los ochenta presentó niveles superiores al 13% del PIB, para 1993 y 1994 se estima en alrededor del 7,3%. El ahorro público, por su parte, avanza de 7,4% del PIB en la segunda mitad de los años ochenta a un promedio del 8,5% en los últimos tres años (véase Gráfico 1).

Dicho comportamiento generó presiones indeseadas sobre la inflación, constituyéndose así en el mayor problema para las autoridades durante 1994. En los informes presentados al Congreso en ese año, se llamó la atención sobre los efectos desestabilizadores que se derivan de crecimientos del gasto total que no guarden una adecuada relación con el incremento de la oferta de bienes y servicios. Respecto del gasto en inversión, es importante precisar que si bien en el corto plazo genera presiones al alza sobre los precios, en el mediano y largo plazos facilita los objetivos de estabilidad al incrementar la capacidad productiva del país.

A. Resultados monetarios

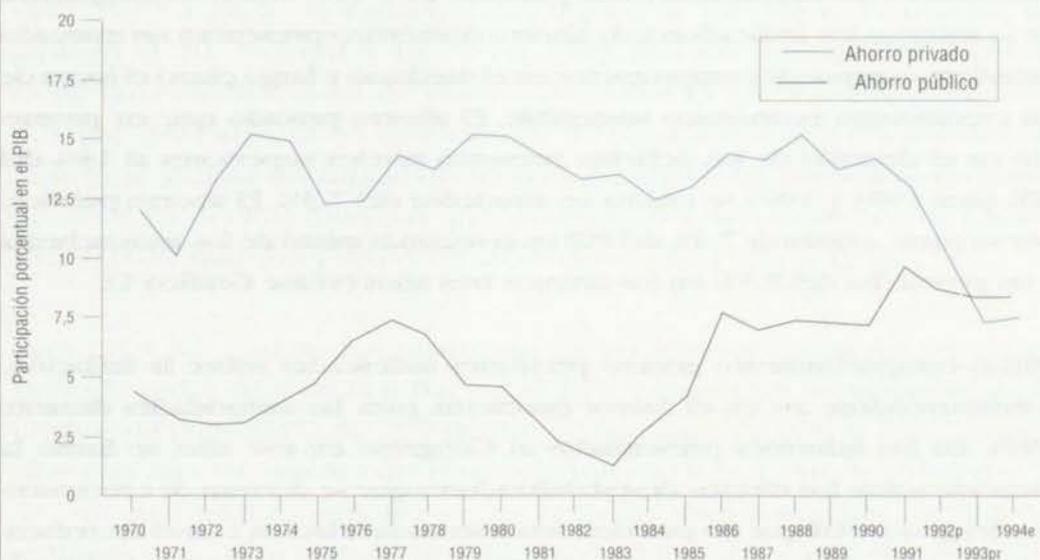
La Junta Directiva estableció una meta de crecimiento de los medios de pago, M1, de 24%, junto con el corredor de seguimiento monetario que se aprecia en el Gráfico 2. Al finalizar 1994, la oferta monetaria, M1, presentó un aumento del 26,7% resultante de un crecimiento del 28,5% en la base monetaria³ y una reducción del multiplicador monetario del 1,4% (véase Cuadro 1). Si bien al finalizar diciembre de 1994 los medios de pago, gracias a la política monetaria más restrictiva del último trimestre, se ubicaron dentro del corredor monetario, a lo largo del año estuvieron sistemáticamente por encima del mismo. Este crecimiento de la oferta monetaria validó la demanda de dinero proveniente del mayor crecimiento económico y la inflación observada (Gráfico 2). *El cumplimiento de las metas monetarias, hubiera exigido un menor crecimiento en la cartera de crédito, o una mayor revaluación de la tasa de cambio o un mayor superávit fiscal.*

B. Base monetaria

La base monetaria presentó un crecimiento de \$ 1,1 billones, 28,5%, siendo las principales fuentes de expansión la reducción en el saldo de los

Gráfico 1

Participación del ahorro privado y público en el PIB



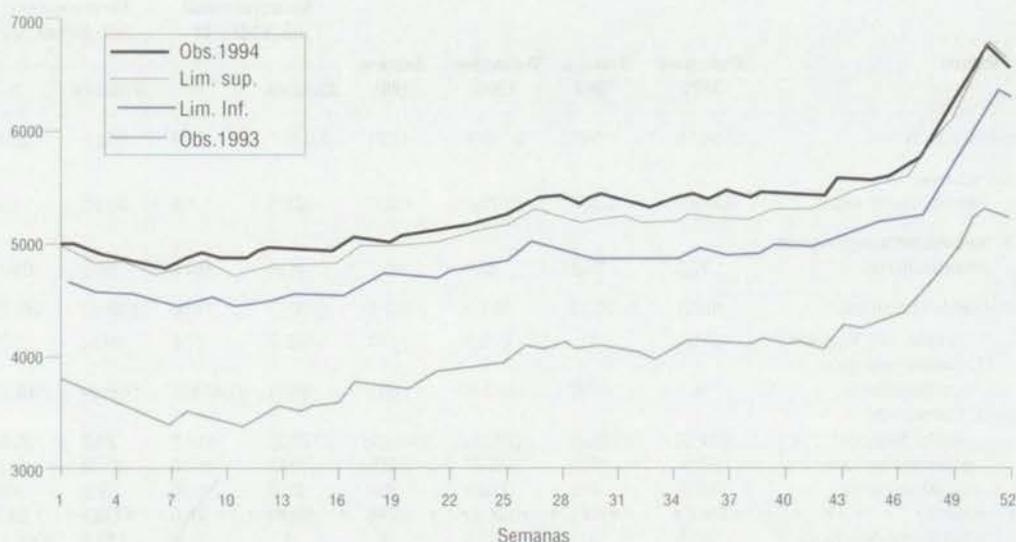
e: estimado. pr: preliminar.
Fuente: DANE - DNP

Participación porcentual sobre el PIB nominal

Año	Ahorro privado	Ahorro público
1970	11.90	4.40
1971	10.00	3.30
1972	13.10	3.00
1973	15.10	3.10
1974	14.80	4.00
1975	12.20	4.90
1976	12.30	6.70
1977	14.20	7.40
1978	13.60	6.80
1979	15.10	4.60
1980	15.00	4.60
1981	14.10	2.80
1982	13.20	1.80
1983	13.40	1.30
1984	12.40	3.10
1985	12.90	4.10
1986	14.30	7.70
1987	14.00	7.00
1988	15.10	7.40
1989	13.60	7.30
1990	14.10	7.20
1991	12.90	9.70
1992 p	10.10	8.60
1993 pr	7.20	8.30
1994 e	7.40	8.40

PIB: p: provisional DANE, pr: preliminar DANE, e: estimación DNP.
Las estimaciones de ahorro de 1990 en adelante corresponden al DNP.
Fuente: DANE-DNP.

Gráfico 2
Medios de pago - Corredor de seguimiento semanal
(Miles de millones de pesos)



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

Cuadro 1
Los principales agregados monetarios
(Millones de pesos y porcentajes)

Promedio(*)	Medios de pago			Base monetaria			Multiplicador	
	Saldo	Variación anual	Rango de variación esperada	Saldo	Variación anual	Rango de variación esperada	Mult.	Variación anual
1992 Diciembre	4.030.048	38,3	29,3-33,3	2.924.449	27,1	25,7-29,7	1,378	8,8
1993 Marzo	3.570.364	36,0	32,8-38,8	2.603.923	31,4	24,0-30,0	1,371	3,5
Junio	4.112.381	34,9	25,8-31,8	3.012.395	43,4	28,0-34,0	1,365	(5,9)
Septiembre	4.179.342	37,7	28,2-34,2	3.045.788	45,1	33,6-39,6	1,372	(5,1)
Diciembre	5.268.000	30,7	24,0-30,0	3.904.038	33,5	27,1-33,1	1,349	(2,1)
1994 Marzo	4.959.000	38,9	26,8-34,8	3.663.629	40,7	35,1-36,8	1,354	(1,3)
Junio	5.337.000	29,8	20,5-28,5	3.956.650	31,3	29,8-32,2	1,349	(1,2)
Septiembre	5.470.000	30,9	18,4-26,4	3.942.514	29,4	28,7-31,2	1,387	1,1
Diciembre	6.676.000	26,7	19,9-27,9	5.016.049	28,5	24,8-26,0	1,331	(1,4)
1995 Enero	6.057.000	25,6	32,6-32,7	4.400.000	28,1	34,4-34,7	1,377	(2,0)
Febrero	5.805.000	19,6	31,8-32,2	4.466.000	26,3	33,6-34,0	1,300	(5,3)

(*) Corresponde al promedio semanal sobre saldos diarios de la última semana del mes.

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

títulos del Banco de la República en circulación y, marginalmente, la acumulación de reservas internacionales y las pérdidas del Banco durante 1994 (véase Cuadro 2).

Cuadro 2
Origen del dinero base
(Miles de millones de pesos)

Rubros	Diciembre 1993	Febrero 1994	Diciembre 1994	Febrero 1995	Variación anual Dic.93/Dic.94		Variación anual Feb.94/Feb.95	
					Absoluta	%	Absoluta	%
Base Monetaria	3.942,9	3.548	5.018,0	4.528	1.075,1	27,3	980,0	27,6
A. Reservas internacionales netas	6.369,0	6.587	6.675,0	6.807	306,0	4,8	220,0	3,3
B. Aportes netos organismos internacionales	16,3	14,5	42,1	32,7	25,8	159,0	18,2	126,1
C. Crédito interno neto*	467,7	292,0	367,0	157,0	(100,7)	(21,5)	(135,0)	(46,2)
1. Crédito neto Tesorería	573,0	575	675,0	571	102,0	17,8	(4,0)	(0,7)
2. Crédito neto resto sector público	6,1	82	(80,0)	(73)	(86,1)	(1.411,5)	(155,0)	(189,0)
3. Crédito neto sector financiero	(106,5)	(365,0)	(228,0)	(341,0)	(121,5)	114,1	24,0	(6,6)
a) Sistema bancario	(62,5)	(182)	(133,0)	(203)	(70,5)	112,8	(21,0)	11,5
b) Corfinancieras	207,2	225	230,0	234	22,8	11,0	9,0	4,0
c) CAV	(311,1)	(362)	(392,0)	(439)	(80,9)	26,0	(77,0)	21,3
d) Otros intermediarios	59,9	(46)	67,0	67	7,1	11,9	113,0	(245,7)
D. Títulos de intervención monetaria	(1.725,1)	(2.070,0)	(1.053,0)	(1.275,0)	672,1	(39,0)	795,0	(38,4)
1. OMA	(1.371,4)	(1.738)	(994,0)	(1.273)	377,4	(27,5)	465,0	(26,8)
2. Certificados de cambio	(353,7)	(332)	(59,0)	(2)	294,7	(83,3)	330,0	(99,4)
E. Obligaciones por líneas externas	(316,4)	(340)	(83,0)	(86)	233,4	(73,8)	254,0	(74,7)
F. Patrimonio	(961,7)	(1.096)	(1.239,0)	(1.559)	(277,3)	28,8	(463,0)	42,2
G. Moneda metálica en circulación	72,6	80	157,0	166	84,4	116,3	86,0	107,5
H. Otras cuentas netas	20,5	82	151,9	285	131,4	639,3	203,8	249,9

* No incluye las tenencias de títulos de participación ni certificados de cambio.
Fuente: Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos.

Los títulos del Banco en circulación se redujeron en \$672 miles de millones, producto de una disminución de \$295 miles de millones en los certificados de cambio al pasar de US\$ 422 millones al finalizar 1993 a sólo US\$ 71 millones al término de 1994. Por su parte, el saldo de OMA se redujo en \$377 miles de millones al pasar de \$ 1.371 miles de millones a \$994 miles de millones en igual período.

El Banco acumuló en forma neta reservas internacionales por US\$ 133 millones, variación que resulta inferior a la originalmente prevista, en razón a los prepagos que se hicieron de las líneas de crédito externas administradas por el Emisor por US\$399 millones⁴. Esto implica que la acumulación de reservas netas, *es decir sin tener en cuenta* el prepagó,

fue de US\$ 532 millones, contra US\$535 millones previstos en el anterior informe.

De otra parte, el Banco registró pérdidas en el ejercicio de \$54.000 millones, como resultado de ingresos totales por \$731,5 miles de millones frente a egresos de \$ 785,9 miles de millones ⁵, de los cuales el costo de la política monetaria es el gasto más significativo, representando el 47% de los gastos totales. *Dicho gasto es generado, esencialmente, por la esterilización monetaria en 1991 y 1992 como consecuencia de los aumentos en las reservas internacionales.* Las pérdidas del ejercicio deben ser asumidas por el Presupuesto Nacional en razón al agotamiento de la Reserva Monetaria y Cambiaria del Banco.

El efecto neto de las operaciones activas y pasivas con la Tesorería implicó una expansión monetaria de \$ 106,9 miles de millones. Desde 1993, el Gobierno y el Banco acordaron que la Tesorería podría manejar sus excesos transitorios de liquidez por fuera del Banco de la República y en consecuencia la Tesorería procedió a ejecutar inversiones en el sector financiero.

C. Ahorro financiero y crédito

El ahorro financiero, medido como los pasivos emitidos por los establecimientos de crédito en favor del sector privado, alcanzó al finalizar 1994 \$22.145 miles de millones con crecimiento del 35,5%, superando en 5,9 puntos porcentuales el incremento estimado del PIB nominal. De ellos, los medios de pago, M1, representan el 23,04%, los denominados cuasidineros⁶ llegaron al 68,72% y los títulos del Banco de la República en poder del sector privado ascendieron al 2,0% (véase Cuadro 3).

El desarrollo de las captaciones junto con el mayor endeudamiento externo de las entidades crediticias, hizo posible al finalizar 1994 que el crédito total del sistema financiero doméstico ascendiera a \$20.907 miles de millones, con un incremento del 43,9% (Cuadro 3), lo que explica en buena medida el acelerado crecimiento del gasto en la economía. La cartera en moneda nacional del sistema financiero alcanza \$18.072 miles de millones con una variación anual del 44,6%. Por su parte, la utilización de crédito externo por el sector financiero (bancos y corporaciones financieras) pasó de US\$ 2,041 millones al finalizar 1993 a US\$ 2,393 millones a finales de 1994, lo que representa un crecimiento del 17,2% en dólares. Estos últimos recursos se dedican fundamentalmente a la financiación del comercio exterior y de manera especial a las importaciones, que aunque en menor proporción que en 1993, presentaron un importante crecimiento durante 1994.

Cuadro 3
Portafolio de activos financieros en poder del sector privado (saldos)

(Miles de millones de pesos)

	Diciembre 1993	Febrero 1994	Diciembre 1994	Febrero 1995	Incremento %		Participación %	
					Dic. 93-94	Feb. 94-95	Dic. 93-94	Feb. 94-95
I. Total pasivos sector financiero	16.349	17.040	22.145	22.819	35,5	33,9	100,00	100,00
Medios de pago	4.173	3.622	5.103	4.427	22,3	22,2	23,04	19,40
Cuasidineros (*)	10.035	10.858	15.217	16.445	51,6	51,5	68,72	72,07
Otras captaciones (*)	939	1.021	1.382	1.227	47,2	20,2	6,24	5,38
OMA	847	1.203	385	718	(54,6)	(40,3)	1,74	3,15
Certicambios	355	336	58	2	(83,7)	(99,4)	0,26	0,01
II. Total cartera del sistema financiero (**)	15.986	15.253	22.458	21.927	40,5	43,8	100,00	100,00
Moneda nacional	12.912	13.143	18.378	19.091	42,3	45,3	81,83	87,07
Moneda extranjera	3.074	2.110	4.080	2.836	32,7	34,4	18,17	12,93
III. Total cartera según intermediario	15.986	15.253	22.458	21.927	40,5	43,8	100,00	100,00
A. Bancos	7.445	7.792	10.382	10.962	39,4	40,7	46,23	49,99
B. Corfinancieras	3.285	1.868	4.202	2.816	27,9	50,7	18,71	12,84
C. CAV	4.130	4.408	6.182	6.578	49,7	49,2	27,53	30,00
D. Compañías de financiamiento comercial	995	1.050	1.506	1.548	51,4	47,4	6,71	7,06
E. Cooperativas	132	134	186	23	40,9	(82,8)	0,83	0,10

(*) Cifras proyectadas con base en la información preliminar de septiembre de 1994. (**) No incluye la Financiera Energética Nacional -FEN.

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

De otra parte, el incremento del endeudamiento externo neto directo, ascendió a US\$1,609 millones en 1994, superior en un 39% al observado en 1993⁷, en presencia de un menor crecimiento de las importaciones.

D. Evolución de la tasa de cambio y resultados de la balanza de pagos

El Índice de la Tasa de Cambio Real, ITCR⁸, en la definición tradicional del Banco de la República, se situó en 92,11 al finalizar 1994 con una disminución frente a 1993 de 9,3%. Los índices alternativos de tasa de cambio real representan un comportamiento similar.

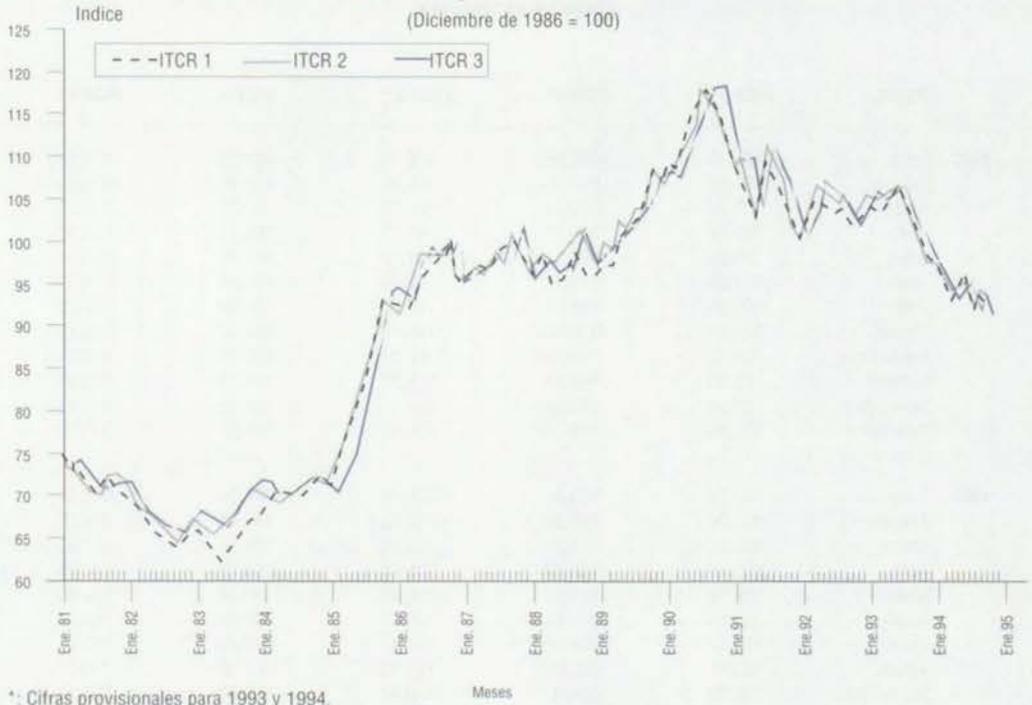
De hecho, las variaciones anuales para el ITCR 2 y el ITCR 3 fueron de -10,8% y -11,0%, respectivamente (Gráfico 3). El ITCR 4 que mide la relación entre los bienes transables y no transables presenta una caída menos acentuada, que en términos anuales llega a -7%.

La evolución de la Tasa de Cambio Nominal Registrada por el Mercado, TCRM, la cual se presenta en el Gráfico 4, pasó de \$802,71 al finalizar 1993 a \$829,70 al cierre de 1994, con una variación anual de 3,35%⁹.

Gráfico 3

ITCR del peso colombiano

(Diciembre de 1986 = 100)

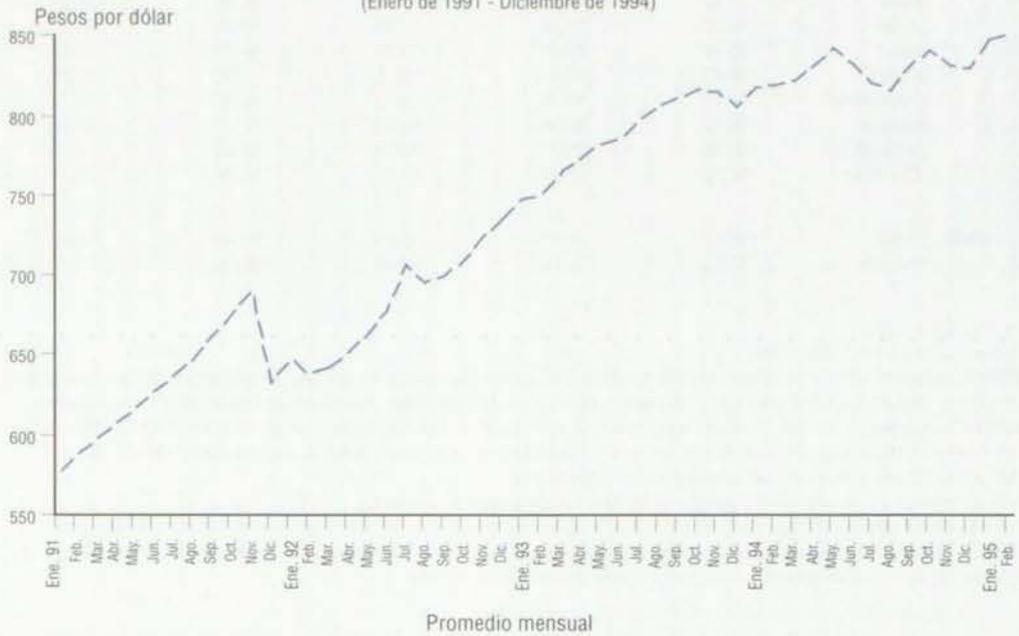


*: Cifras provisionales para 1993 y 1994.
 ITCR 1: Cálculo con 18 países. Deflactor el IPP.
 ITCR 2: Cálculo con 9 países. Deflactor el IPP.
 ITCR 3: Cálculo con 9 países. Deflactor el IPC.
 Fuente: Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos - Estadística.

Gráfico 4

Tasa de Cambio Representativa del Mercado

(Enero de 1991 - Diciembre de 1994)



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

Cuadro 4
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					
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	103,37	104,40	106,54	112,67
Febrero	101,24	102,59	101,28	104,88	111,26
Marzo	102,67	104,25	103,83	104,77	111,96
Abril	103,69	105,33	105,74	103,95	113,75
Mayo	104,12	105,51	105,48	103,34	113,93
Junio	103,68	104,83	104,67	102,26	112,49
Julio	103,12	104,19	104,81	101,87	110,57
Agosto	103,89	105,02	105,35	101,12	110,57
Septiembre	105,06	106,02	106,33	100,58	110,92
Octubre	105,54	106,41	106,23	100,27	109,05
Noviembre	103,81	104,64	104,71	99,80	106,45
Diciembre	101,59	102,25	102,58	99,54	103,21
1994					
Enero	100,58	101,12	101,23	97,86	100,88
Febrero	98,95	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	96,63	97,08	97,16	94,92	100,20
Junio	95,23	95,66	95,04	94,81	98,40
Julio	93,40	93,65	94,93	94,21	98,32
Agosto	92,47	92,62	93,38	93,81	97,52
Septiembre	94,45	94,45	94,93	93,57	98,77
Octubre	95,12	94,94	96,23	93,27	99,59
Noviembre	93,49	93,19	93,72	92,90	n.d.
Diciembre	92,11	91,64	91,82	92,34	n.d.
1995					
Enero	93,91	93,24	92,79	91,40	n.d.
Febrero	93,23	92,44	90,69	90,08	n.d.

n.d.: No disponible.

(*) Provisionales para 1993 y 1994.

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 elIPP 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.

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

Los resultados preliminares de 1994 en materia de balanza de pagos, arrojan una acumulación de reservas internacionales netas de US\$133.3 millones, producto de un déficit en la cuenta corriente de US\$2,833 millones, un superávit en la cuenta de capital de US\$3,012 millones, contrapartidas y errores y omisiones por sólo US\$ - 9 millones, y una variación de los pasivos de corto plazo del Banco de la República que afectan las reservas internacionales de US\$ 36.7 millones. El desequilibrio de la cuenta corriente proviene de los resultados deficitarios en la balanza comercial y la de servicios de US\$2,328.5 millones y US\$1,346.9 millones, respectivamente. El déficit de la balanza comercial proviene de un crecimiento de las exportaciones totales del 15,4% (US\$1,144.2 millones) y del avance de

Cuadro 5
Balanza de Pagos
Resumen
(Millones de US\$)

	1992*	1993**	1994	1995
	Estimado	Estimado	Estimado	Proyección
I. Cuenta corriente	922,2	(2.080,8)	(2.832,8)	(4.209,8)
A. Bienes	1.234,1	(1.657,2)	(2.328,5)	(2.406,7)
Ingresos	7.263,2	7.428,5	8.572,7	10.822,0
Egresos	6.029,1	9.085,7	10.901,1	13.228,7
B. Servicios	(2.045,7)	(1.561,6)	(1.346,9)	(2.660,0)
Ingresos	2.432,1	3.084,6	4.091,5	3.892,6
Egresos	4.477,8	4.646,3	5.438,4	6.552,6
C. Transferencias	1.733,8	1.138,0	842,6	856,9
II. Cuenta de capital	4,0	1.908,1	3.011,8	4.613,3
A. Capital de largo plazo	164,9	905,2	3.786,9	5.393,2
Inversión directa	740,0	753,8	1.445,6	2.847,7
Inversión de cartera	59,5	338,0	553,0	124,0
Endeudamiento externo neto	(634,6)	186,6	1.831,3	2.447,4
Aportes organismos internacionales	0,0	0,0	43,0	(26,0)
B. Capital de corto plazo	(160,9)	1.002,9	(775,1)	(779,9)
Endeudamiento neto	485,3	1.028,7	497,6	(424,0)
Movimiento de activos en el exterior	(646,2)	(25,8)	(1.272,7)	(355,9)
III. Contrapartidas	(55,9)	224,9	4,6	(279,0)
IV. Errores y omisiones	296,6	154,2	(13,6)	0,0
V. Variación reservas brutas (***)	1.167,3	206,4	170,0	124,5
VI. Saldo reservas brutas (***)	7.739,8	7.946,2	8.116,2	8.240,7
PIB ajustado en dólares (US\$ millones)	52.420,5	56.840,8	61.877,3	67.557,6
(Meses de importación de bienes)	15,4	10,5	8,9	7,4
(Meses de importación de bienes y servicios)	8,8	6,9	6,0	5,0
VII. Pasivos corto plazo Banco de la República (***)	26,6	77,1	113,8	118,7
VIII. Saldo reservas netas (VI-VII)	7.713,2	7.869,1	8.002,4	8.109,6
IX. Variación reservas netas	1.293,0	155,9	133,3	107,2

*: Incluye US\$ 54.4 millones de provisiones.
 **: A partir de 1993 las reservas internacionales se valoraron a precios de mercado.
 ***: Según metodología de Balanza de pagos.
 Fuente: Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos.

las importaciones de bienes, las cuales, se estima, aumentaron en un 20,0% (US\$1,815 millones). Es importante mencionar el comportamiento de las exportaciones no tradicionales al presentar un incremento de 13%, durante 1994. Así mismo, en el interior de las importaciones, los bienes intermedios y de capital que crecieron US\$794.4 millones y US\$676.1 millones, frente a US\$344.8 millones de los bienes de consumo.

Si bien el déficit de la cuenta corriente avanzó del 3,7% en 1993 a 4,6% en 1994, éste estuvo totalmente financiado por el superávit de la cuenta de capital que se explica fundamentalmente por: los ingresos de inversión extranjera directa de US\$1,445.6 millones, el mayor endeudamiento de largo plazo que en forma neta se incrementó en US\$2,384.3 millones¹⁰, incluida la colocación de bonos en el exterior y la reducción del endeudamiento de corto plazo de US\$775.1 millones. En otras palabras, la cuenta de capital contó con la entrada de recursos relativamente estables que reducen los riesgos cambiarios y de balanza de pagos inherentes a déficit crecientes de la cuenta corriente, financiados con recursos especulativos o de corto plazo.

Los cuantiosos flujos de capitales exigieron reforzar los mecanismos de control sobre el ingreso de recursos externos diferentes a los de largo plazo. En tal sentido, dado que con el tiempo se hizo poco efectiva la aplicación de un nivel de depósito de 47% establecido en 1993 para los créditos provenientes del exterior con plazos inferiores a 18 meses, pues los bancos internacionales fueron aprobando créditos con mayores plazos a sus clientes colombianos, la Junta Directiva del Banco amplió considerablemente dichos depósitos, tanto en plazo como en porcentaje, cobijando inicialmente aquellas obligaciones adquiridas por términos inferiores a 36 meses y posteriormente a cinco años incorporándose algunas excepciones (Resoluciones 7 y 22)¹¹. La primera disposición elevó el encaje máximo al 93% y la segunda al 140%, contemplando ambos casos una fórmula descendente en relación con el plazo. Así, la Resolución 22, de agosto 12 de 1994, establece un depósito que varía del 140% para créditos a un mes hasta 42,8% a un término de cinco años. Con el fin de evitar evasiones a la medida, se estableció que cuando el crédito sea cancelado en más del 40% durante los primeros 60 meses, deberá constituirse el título representativo de depósito correspondiente a las amortizaciones que se realicen en ese lapso. Simultáneamente, se redujo el plazo para giro de las importaciones de seis (6) a cuatro (4) meses. Estas medidas, tendientes a desestimular al endeudamiento externo de corto y mediano plazo, tiene su efecto, fundamentalmente, a partir de los primeros meses de 1995.

Por otra parte, con el fin de coadyuvar a la estabilidad de la tasa de cambio real, el Gobierno mantuvo en el exterior importantes recursos, provenientes de ingresos extraordinarios, por privatizaciones y la telefonía celular, y mediante un acuerdo con los cafeteros se manejó en el exterior parte de los mayores ingresos provenientes de mejoramiento de los precios internacionales del grano.

II. PRECIOS

Durante 1994, la tasa anual de crecimiento de los precios al consumidor, IPC fue de 22,60%, cifra que resultó muy similar a la obtenida en 1993 y 3,60 puntos porcentuales por arriba de la meta propuesta (Cuadros 6 y 7). Sin embargo, la inflación básica (sin alimentos y sin servicios del Gobierno), en líneas generales mantiene la tendencia descendente de los últimos tres años y su variación en 1994, 22,1%, fue inferior en más de tres (3) puntos porcentuales a la observada en diciembre de 1993, 25,6%, al tiempo que su nivel actual es el más bajo del presente decenio (Cuadro 8).

Actividad	Ponderación	Variación anual			Contribución a la variación anual en puntos porcentuales			Diferencia	
		Dic./93	Dic./94	Feb./95	Dic./93	Dic./94	Feb./95	Entre variación	Contrib. al incred.
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(2)-(1)	(4)-(3)
Total nacional	100,000	22,61	22,60	20,86	22,61	22,60	20,86	-0,01	-0,01
Productos agropecuarios	33,822	14,19	23,17	20,57	4,71	7,16	6,39	8,98	2,45
Sin procesar	8,716	16,10	30,29	26,54	1,25	2,22	2,00	14,19	0,97
Avícolas y ganaderos procesados	13,263	10,10	18,24	16,98	1,53	2,49	2,31	8,13	0,95
Agrícolas procesados	10,379	18,17	25,11	21,07	1,58	2,10	1,74	6,94	0,52
Otros productos alimenticios	1,464	22,29	22,41	20,42	0,35	0,36	0,33	0,12	0,00
Productos industriales	30,287	21,45	16,20	15,80	6,47	4,83	4,60	-5,26	-1,63
Textiles y confecciones	8,120	18,00	12,37	11,95	1,32	0,87	0,81	-5,63	-0,45
Cuero y calzado	2,153	19,79	14,94	15,02	0,38	0,28	0,27	-4,86	-0,10
Tabacos	0,762	5,96	0,05	6,80	0,06	0,00	0,06	-5,91	-0,06
Bebidas	2,428	28,70	23,80	14,24	0,86	0,75	0,47	-4,89	-0,11
Otros	16,824	22,77	17,34	18,24	3,86	2,94	2,99	-5,43	-0,92
Servicios	35,891	31,18	27,02	24,78	11,43	10,60	9,88	-4,16	-0,83
Arrendamientos	20,073	30,43	27,93	27,99	5,51	5,38	5,25	-2,50	-0,13
Estatales	5,529	35,97	23,65	19,34	2,60	1,90	1,55	-12,32	-0,70
Personales	3,537	27,90	27,78	26,87	1,05	1,09	1,07	-0,12	0,04
Enseñanza, cultura y esparcimiento	3,345	33,27	31,89	29,89	1,20	1,25	1,38	-1,38	0,05
Transporte	3,361	26,79	23,80	13,85	1,04	0,96	0,61	-2,99	-0,08
Parqueadero	0,046	42,08	28,56	28,31	0,03	0,02	0,02	-13,52	-0,01

Fuente: Cálculos del Banco de la República con información suministrada por DNP-UDA-SITOD.

Cuadro 7

Indice 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		
		Dic./93	Dic./94	Feb./95	Dic./93	Dc./94	Feb./95
Total nacional	100,000	22,61	22,60	20,86	22,61	22,60	20,86
Total sin alimentos	65,160	26,85	22,39	21,30	17,63	15,20	14,40
1. Alimentos	34,840	14,50	23,04	19,99	4,98	7,39	6,46
1.1. Cereales	4,916	11,50	21,20	16,85	0,46	0,78	0,61
1.2. Plátanos, papa y otros tubérculos	2,604	15,97	30,50	30,63	0,43	0,77	0,78
1.3. Hortalizas, legumbres frescas y secas	2,987	13,94	37,98	23,95	0,32	0,81	0,54
1.4. Frutas frescas	1,939	27,38	24,12	29,30	0,46	0,42	0,51
1.5. Carnes	9,661	8,51	17,76	16,58	0,97	1,79	1,62
1.6. Productos lácteos, grasas y huevos	6,542	15,63	19,39	16,69	0,95	1,11	1,00
1.7. Alimentos varios	4,834	22,28	28,74	22,23	1,06	1,36	1,06
1.8. Comidas fuera del hogar	1,357	22,85	23,99	21,83	0,34	0,36	0,33
2. Vivienda	32,577	29,52	24,71	24,15	9,39	8,30	7,91
2.1. Alquileres	20,073	30,43	27,93	27,99	5,51	5,38	5,25
2.2. Servicio doméstico	0,424	24,56	18,72	16,63	0,09	0,07	0,06
2.3. Comestibles y servicios	4,636	35,60	24,78	21,06	2,22	1,71	1,44
2.4. Muebles del hogar	1,801	21,79	18,02	18,01	0,36	0,29	0,28
2.5. Aparatos domésticos	1,974	12,33	11,85	11,55	0,19	0,17	0,16
2.6. Utensilios domésticos	0,360	21,86	13,37	15,38	0,07	0,04	0,05
2.7. Ropa del hogar y otros accesorios	0,474	19,83	16,44	15,16	0,09	0,07	0,06
2.8. Artículos de limpieza del hogar	2,835	27,57	17,47	19,48	0,86	0,57	0,60
3. Vestuario y calzado	9,232	18,17	12,91	12,83	1,49	1,02	0,97
3.1. Vestuario para hombre	2,468	17,81	11,57	11,91	0,44	0,28	0,27
3.2. Vestuario para mujer	3,174	15,03	9,50	9,08	0,37	0,22	0,20
3.3. Vestuario para niños	0,644	17,41	14,28	13,39	0,10	0,08	0,07
3.4. Vestuario para bebé	0,386	21,48	11,52	10,51	0,07	0,04	0,03
3.5. Calzado	2,153	19,79	14,94	15,02	0,38	0,28	0,27
3.6. Servicios al vestuario	0,407	29,06	27,72	27,26	0,13	0,13	0,13
4. Productos farmacéuticos y asistencia médica	3,825	27,14	26,79	26,15	1,26	1,29	1,25
4.1. Drogas	1,653	25,95	24,49	23,97	0,58	0,56	0,53
4.2. Servicios profesionales de la salud	2,172	28,24	28,87	28,03	0,68	0,73	0,72
5. Educación, culturales y esparcimiento	6,692	28,04	25,73	25,47	2,05	1,97	2,14
5.1. Instrucción y enseñanza	2,863	34,80	34,49	30,10	1,12	1,22	1,29
5.2. Artículos escolares y culturales	1,538	25,77	21,09	23,44	0,48	0,40	0,46
5.3. Artículos para aficiones	1,457	16,54	14,47	14,41	0,23	0,19	0,18
5.4. Distracciones y esparcimiento	0,801	24,86	16,42	22,67	0,20	0,14	0,19
5.5. Gastos en hoteles	0,033	50,05	32,59	30,85	0,02	0,02	0,02
6. Transporte y comunicaciones	6,792	26,71	18,83	12,16	1,84	1,34	0,91
6.1. Equipo de transporte personal	3,306	23,93	11,70	7,26	0,69	0,34	0,21
6.2. Servicio de transporte y comunicaciones	3,486	28,70	23,73	15,23	1,15	1,00	0,70
7. Otros gastos	6,042	23,49	18,77	18,23	1,59	1,28	1,23
7.1. Bebidas y tabaco	2,172	22,82	18,23	15,82	0,65	0,52	0,46
7.2. Artículos para aseo personal	3,164	24,58	19,93	21,31	0,83	0,68	0,70
7.3. Artículos de joyería	0,706	20,47	14,59	12,60	0,12	0,09	0,07

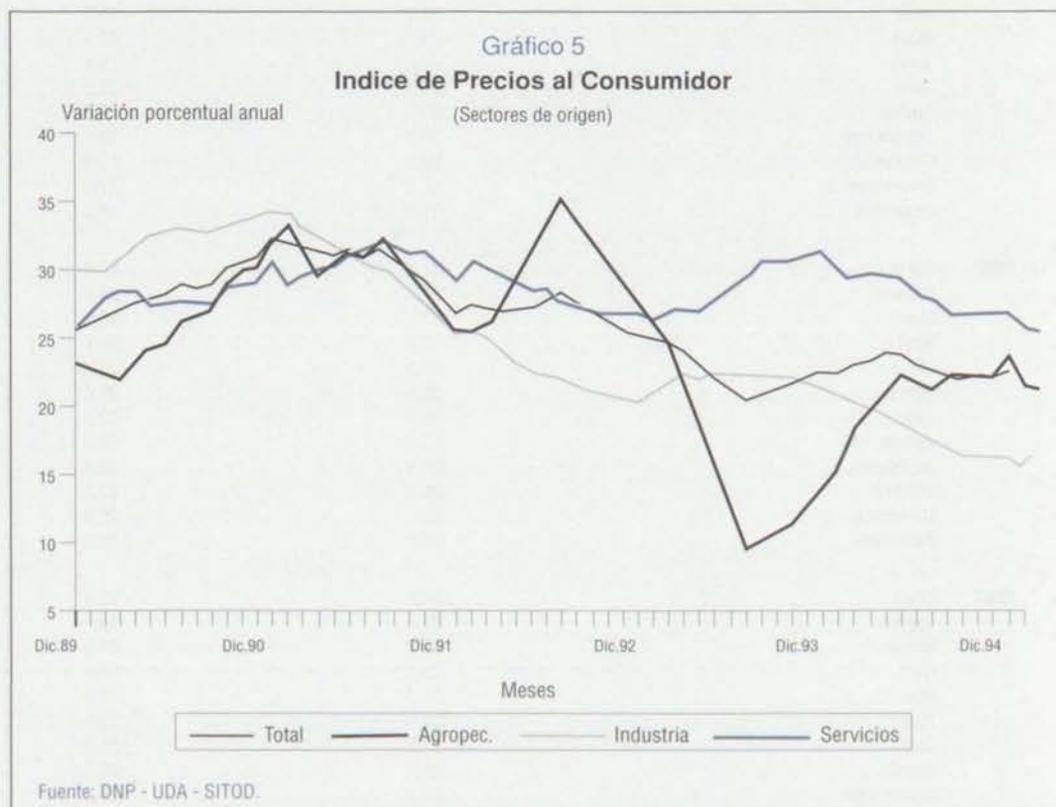
Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE).

Cuadro 8
Inflación total e inflación básica

Periodo	Total	Sin alimentos y sin servicios	
1991	Enero	32,0	30,3
	Febrero	31,7	30,2
	Marzo	31,2	30,1
	Abril	31,2	30,2
	Mayo	31,5	30,1
	Junio	31,0	29,4
	Julio	31,6	29,3
	Agosto	31,2	28,7
	Septiembre	30,0	28,1
	Octubre	29,2	27,4
	Noviembre	28,2	27,0
	Diciembre	26,8	26,5
1992	Enero	27,4	26,4
	Febrero	27,3	25,9
	Marzo	27,1	25,1
	Abril	27,2	24,4
	Mayo	27,3	23,8
	Junio	28,1	23,8
	Julio	28,4	23,7
	Agosto	27,7	23,5
	Septiembre	26,9	23,4
	Octubre	26,3	23,2
	Noviembre	25,7	22,9
	Diciembre	25,1	22,8
1993	Enero	24,8	23,4
	Febrero	24,7	24,2
	Marzo	24,2	24,5
	Abril	23,1	24,4
	Mayo	22,2	24,8
	Junio	21,4	25,0
	Julio	20,5	25,2
	Agosto	21,1	25,7
	Septiembre	21,4	25,6
	Octubre	21,7	25,8
	Noviembre	22,4	25,9
	Diciembre	22,6	25,6
1994	Enero	22,5	25,3
	Febrero	23,0	24,8
	Marzo	23,4	24,5
	Abril	23,9	24,4
	Mayo	23,9	24,0
	Junio	23,1	23,4
	Julio	22,7	22,9
	Agosto	22,4	22,2
	Septiembre	22,3	22,1
	Octubre	22,4	22,0
	Noviembre	22,2	21,9
	Diciembre	22,6	22,1
1995	Enero	21,0	21,8
	Febrero	20,9	21,8

Fuente: DANE- Tabulados del IPC - Cálculos del Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos - Estadística.

La tasa de crecimiento anual de los precios del sector servicios se redujo de 33,4% en diciembre de 1993 a 26,95% en 1994¹². Por su parte, la inflación de los productos del sector agropecuario incluidos en la canasta del IPC aumentó marcadamente al pasar de 14,19% en 1993 a 23,17% en 1994, mientras la variación en precios de los productos industriales se redujo de 21,45% a 16,2% (Gráfico 5).



Cuadro 9
Indice de Precios al Consumidor controlados y No Controlados
(Variaciones anuales)

Actividad	Ponderación	Dic./93	Dic./94	Feb./95
Total	100,00	22,61	22,60	20,86
No controlados	69,00	18,61	20,29	19,04
Controlados	31,00	31,33	27,13	24,35
Arrendamiento	20,10	30,43	27,93	27,99
Controlados sin arrendamiento	10,90	32,55	26,06	19,95
- Servicios públicos (*)	3,70	33,37	26,95	26,37
- Transporte	3,00	25,06	22,68	11,72
- Combustibles	1,70	39,02	16,28	2,78
- Educación	2,50	35,53	36,09	31,47

(*) 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 (Cuadros 1 y 2).

Fuente: Cálculos del Banco de la República con información suministrada por DNP-UDA-SITOD.

Los precios de los bienes no controlados crecieron en 20,29% en 1994, mientras que los bienes y servicios sometidos a algún tipo de control estatal si bien se redujeron en cerca de cuatro puntos porcentuales, continuaron mostrando una marcada incidencia sobre el comportamiento de la inflación, ya que su crecimiento alcanzó el 27,1% (Cuadro 9).

La inflación medida con el Índice de Precios al Productor (IPP) fue del 20,73%. Los precios de los productos de origen agropecuario crecieron 37,5%, con un aumento de 25,9 puntos porcentuales respecto a 1993¹⁵,

Cuadro 10									
Índice de Precios del Productor									
(Variaciones porcentuales y contribuciones, según COUDE, CIU y procedencia)									
Actividad	Ponderación	Variación anual			Contribución a la variación anual en puntos porcentuales			Diferencia	
		Dic./93 (1)	Dic./94 (2)	Feb./95	Dic./93 (3)	Dic./94 (4)	Feb./95	Entre variación (2)-(1)	Contrib. al increm. (4)-(3)
Total	100,0	13,2	20,7	18,4	13,19	20,73	18,39	7,50	7,54
Según uso o destino económico									
Consumo intermedio	54,6	10,9	21,8	20,2	5,69	11,20	10,30	10,90	5,51
Consumo final	33,0	15,5	21,6	17,7	5,59	7,90	6,60	6,10	2,31
Formación de capital	7,9	12,9	12,7	11,8	0,90	0,90	0,80	(0,20)	0,00
Materiales de construcción	4,6	22,1	14,6	14,0	1,00	0,70	0,70	(7,50)	(0,30)
Según origen industrial									
<i>Agricultura, silvicultura y pesca</i>									
Consumo intermedio	21,8	11,6	37,5	29,5	2,70	8,60	6,90	25,90	5,90
Consumo final	16,2	10,0	37,7	30,7	1,71	6,30	5,20	27,70	4,59
Formación de capital	5,5	16,8	37,3	26,7	0,96	2,30	1,70	20,50	1,34
Materiales de construcción	0,1	4,4	21,6	19,8	0,01	0,01	0,00	17,20	0,00
<i>Explotación de minas y canteras</i>									
Consumo intermedio	4,0	10,8	4,8	18,0	0,30	0,11	0,40	(6,00)	(0,19)
Consumo final	3,7	9,3	5,2	20,6	0,22	0,11	0,40	(4,10)	(0,11)
Materiales de construcción	0,1	25,0	6,9	3,8	0,02	0,00	0,00	(18,10)	(0,02)
Materiales de construcción	0,2	22,2	0,1	0,1	0,05	0,00	0,00	(22,10)	(0,05)
<i>Industria manufacturera</i>									
Consumo intermedio	74,2	13,8	16,2	14,9	10,21	12,00	11,00	2,40	1,79
Consumo final	34,7	11,4	14,8	14,6	3,76	4,80	4,70	3,40	1,04
Formación de capital	27,4	15,3	18,6	15,9	4,60	5,70	4,90	3,30	1,10
Materiales de construcción	7,7	13,1	12,4	11,6	0,90	0,90	0,80	(0,70)	0,00
Materiales de construcción	4,4	22,1	15,3	14,7	0,95	0,70	0,70	(6,80)	(0,25)
Según procedencia									
<i>Producidos y consumidos</i>									
Consumo intermedio	83,9	13,7	22,3	19,4	11,83	19,30	16,90	8,60	7,47
Consumo final	44,1	11,2	23,8	21,5	4,87	10,20	9,20	12,60	5,33
Formación de capital	31,7	15,6	22,0	18,0	5,44	7,80	6,50	6,40	2,36
Materiales de construcción	3,7	15,4	16,3	14,2	0,54	0,60	0,50	0,90	0,06
Materiales de construcción	4,3	22,5	15,1	14,4	0,96	0,70	0,70	(7,40)	(0,26)
<i>Importados</i>									
Consumo intermedio	16,1	10,0	10,5	11,7	1,36	1,4	1,50	0,50	0,04
Consumo final	10,4	9,3	11,3	13,3	0,82	1,00	1,10	2,00	0,18
Formación de capital	1,2	13,2	10,5	8,3	0,16	0,10	0,10	(2,70)	(0,06)
Materiales de construcción	4,2	10,4	8,9	9,3	0,37	0,30	0,30	(1,50)	(0,07)
Materiales de construcción	0,2	13,1	1,7	2,0	0,02	0,00	0,00	(11,40)	(0,02)

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

mientras los precios en la industria manufacturera pasaron de un crecimiento del 13,8% a 16,2% en igual período (Cuadro 10).

III. PERSPECTIVAS PARA 1995¹⁴

A. Meta de inflación

La Junta Directiva del Banco de la República, dando cumplimiento al mandato constitucional acordó como meta para 1995 reducir la inflación al 18%. Esta meta de inflación se considera viable en el marco de un manejo consistente de la política macroeconómica y toma en cuenta la prioridad que el gobierno otorga a otras áreas de manejo económico tales como la estabilidad de la tasa de cambio real y el crecimiento del producto. Para lograr la reducción de la inflación, además de un estricto control sobre los agregados monetarios, se requiere un superávit fiscal de por lo menos 0,7% del PIB, una acumulación de reservas internacionales no superior a US\$100 millones, y un crecimiento del crédito del sector financiero al sector privado no superior al 35,0%.

Merece destacarse el alto crecimiento del gasto total (demanda interna) previsto en 6,6% para 1995, sólo en algo inferior al 8,3% en términos reales durante 1994, lo que hace que la presión de demanda sobre los precios se mantenga. Dado el crecimiento del gasto esperado, proveniente fundamentalmente del sector público¹⁵, es necesario vigilar su evolución así como sus fuentes de financiación, el endeudamiento público y privado (externo e interno), y el ahorro privado. Es claro que la evolución del gasto total puede comprometer la generación de ahorro doméstico necesaria para el logro, en el mediano y largo plazo, de un crecimiento económico sostenible, en especial si disminuyera el financiamiento externo.

B. Coordinación Económica y Pacto Social

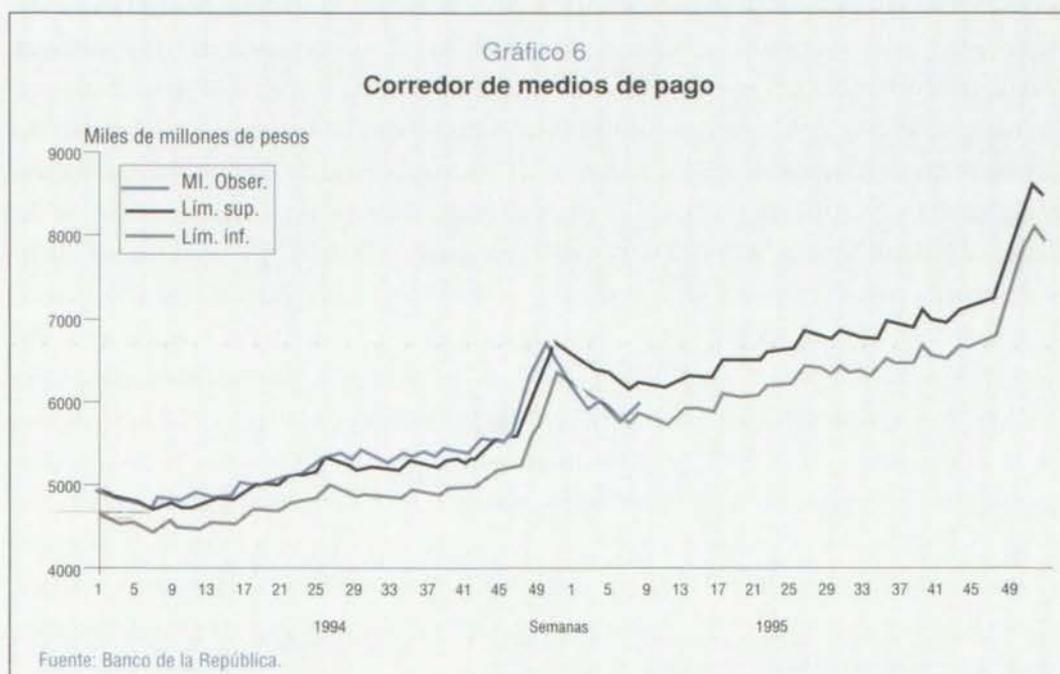
La combinación de políticas acordadas para lograr la meta de inflación del 18% toma en cuenta la prioridad que el Gobierno otorga a otras áreas de la política económica. El Gobierno y la Junta han coordinado el manejo macroeconómico a través de la elaboración conjunta de ejercicios de programación financiera global, los cuales fueron tomados en cuenta en el diseño e implantación del Pacto Social. El Banco comparte con el Gobierno la apreciación sobre los efectos nocivos que sobre el objetivo de controlar el crecimiento de los precios tiene la inflación inercial, proveniente

fundamentalmente de la indización respecto de la inflación pasada de los diferentes contratos en la economía. La fijación de salarios, precios y tarifas para los servicios públicos y privados con base en la inflación proyectada facilita, en el contexto de un programa macroeconómico ordenado, el logro de los objetivos de estabilidad de los precios. En este sentido, el Pacto Social acordado en 1995 es un complemento del manejo macroeconómico del país.

Para garantizar el logro de la meta de inflación, se acordó que los ejercicios de programación se revisen periódicamente, para utilizar la información más reciente, verificar la consistencia de la política económica y hacer los correctivos del caso. Es evidente que el logro simultáneo de la disminución de la inflación, el mantenimiento de una tasa real de cambio estable y un crecimiento económico sostenible demandan un delicado balance entre las políticas fiscal, monetaria y cambiaria.

C. Política monetaria y crédito

La Junta estableció un crecimiento de los medios de pago consistente con la meta de inflación del 18% y el comportamiento previsible de la demanda de dinero. En consecuencia, se previó como meta intermedia un incremento de la oferta monetaria tradicional, M1, del 24,5% a fin de año y, con el propósito de hacer una evaluación permanente de la evolución de los medios de pago, aprobó el corredor de seguimiento monetario que se observa en el Gráfico 6.



Además, partiendo del multiplicador monetario observado¹⁶ y dados los supuestos de acumulación de reservas internacionales, US\$107 millones, la proyección del estado de pérdidas y ganancias del banco, y la eliminación total de los certificados de cambio, se requiere mantener un volumen de títulos de participación en circulación en promedio durante el presente año que ascienda a \$1.0 billones y se estima que al finalizar 1995 llegue a \$130.000 millones.

Crédito al sector privado. La consistencia financiera de las políticas fiscal, monetaria y cambiaria, y los resultados esperados en materia de balanza de pagos, requieren un crecimiento de la financiación del sector financiero al sector privado entre 33% y 35%, el cual, si todos los supuestos se cumplen, se considera suficiente desde el punto de vista de las disponibilidades de crédito para el mismo y permitirá la financiación de la inversión requerida consistente con el crecimiento del producto interno bruto, PIB.

Es claro que para ajustar cualquier desviación de los agregados monetarios y crediticios, el Banco cuenta, entre otros, con el instrumento de la tasa de interés y sus variaciones tendrán efecto tanto sobre la tasa de cambio como en el sector real de la economía, *además del mercado financiero y el de crédito.*

D. Balanza de pagos y política cambiaria

Balanza de pagos. Las proyecciones previstas en materia de balanza de pagos son consistentes con la programación macroeconómica y con el mantenimiento de la tasa de cambio real relativamente constante. En consecuencia, para 1995 se proyecta un déficit de la cuenta corriente de US\$4,209.8 millones, 6,2% del PIB, con incremento de las exportaciones de US\$2,249.3 millones, 26,2%, y un crecimiento de las importaciones de US\$2,327.6 millones, 21,4%. Nuevamente para 1995 se prevé que el déficit de la cuenta corriente se encuentra totalmente financiado por la cuenta de capital que se estima será superavitaria en US\$4,613.3 millones, de los cuales US\$2,847.7 millones serían inversión extranjera directa, US\$2,571.4 millones aumento del endeudamiento externo de largo plazo y una reducción de US\$779.9 millones del crédito de corto plazo. Estos resultados determinan una acumulación de reservas internacionales de US\$107.2 millones (véase Cuadro 5). En consecuencia, el saldo de reservas internacionales netas llegará a US\$8,109.6 millones, que representa cerca de siete meses de la importación de bienes alrededor de cinco meses de los pagos de la cuenta corriente.

Política cambiaria. La Junta Directiva del Banco de la República, con el objeto de darle una mayor transparencia a los mercados monetario y cambiario, estableció el sistema de bandas a principios de 1994. Para 1995 de mantenerse la tasa de cambio nominal en el centro de la banda cambiaria vigente y si se cumple la meta de inflación, la pendiente de dicha banda implica una tasa de cambio real constante.

E. Política Fiscal

El Gobierno se ha comprometido a mantener la disciplina fiscal y para 1995 producirá un superávit de por los menos 0,7% del PIB. Esta cifra se obtiene de los ejercicios de operaciones efectivas para el sector público no financiero consolidado y resulta de suponer que los ingresos totales crecerán 28%, estimación que incorpora, además de los recursos ordinarios, mejorados por mayor eficiencia en los recaudos, una proyección preliminar de ingresos por venta de activos en cuantía de \$400 mil millones. De otra parte, se estima que los gastos del sector público no financiero aumentarán 33,6% netos de transferencias (véase Cuadro 11).

Cuadro 11
Sector público no financiero
(Miles de millones de pesos)

Conceptos	1994	1995	Var. %
1. Ingresos totales	25.717,2	32.872,2	27,8
1.1 Explotación bruta	6.456,9	8.768,5	35,8
1.2 Aportes del Gobierno Nacional Central	4.334,8	5.459,6	25,9
1.2.1 Funcionamiento	3.809,5	4.713,2	23,7
1.2.2. Inversión	525,3	746,5	42,1
1.3 Otros ingresos	14.925,5	18.644,0	24,9
2. Pagos totales	24.306,9	32.425,3	33,4
2.1 Pagos corrientes	19.077,3	25.133,5	31,7
2.1.1 Intereses deuda externa	788,1	888,4	12,7
2.1.2 Intereses deuda interna	1.034,9	1.420,5	37,3
2.1.3. Otros	17.252,4	22.824,6	32,3
2.1.3.1. Servicios personales	4.353,3	5.557,2	27,7
2.1.3.2. Op. comercial y compra	3.683,1	4.872,4	32,3
2.1.3.3. Transferencias	8.302,9	11.043,4	33,0
2.1.3.4. Resto	914,9	1.351,6	47,7
2.2. Pagos de capital	5.229,5	7.291,8	39,4
2.2.1 F.B.K.F.	3.702,4	5.340,8	44,3
2.2.2. Otros	1.527,2	1.951,1	27,8
3. Déficit (-) o superávit (+)	1.410,4	446,9	
Gasto total neto de transferencias	16.004,0	21.381,9	33,6

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

El Gobierno también se ha comprometido a no aumentar como proporción del PIB el nivel de endeudamiento público externo y a dejar en el exterior parte de los ingresos generados por la telefonía celular con el fin de evitar presiones indeseadas tanto sobre el mercado cambiario como en el mercado financiero doméstico.

Así mismo, el Gobierno acordó aumentar el superávit fiscal hasta 1,2% del PIB si el monitoreo de las variables macroeconómicas lleva a la conclusión de que hay presiones indeseables sobre los precios o sobre la tasa de cambio.

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

A. Reservas Internacionales

Criterios de Administración. El activo más importante en el balance del Banco de la República lo constituyen las reservas internacionales las cuales administra dentro de los criterios de seguridad, liquidez y rentabilidad.

Con el propósito de atender en forma adecuada los pagos al exterior, las inversiones cuentan con un amplio mercado secundario. Adicionalmente, se mantiene un tramo líquido, por un monto equivalente a 15 días de importaciones de bienes, suficiente para cubrir los egresos de divisas en el muy corto plazo. El tamaño de este tramo es revisado periódicamente, de acuerdo con la situación de balanza de pagos del país.

De otra parte, la diversificación del portafolio por monedas, refleja la distribución de los egresos de la balanza de pagos. En consecuencia, se ha decidido mantener entre 65% y 75% en dólares de los Estados Unidos, entre 15% y 25% en marcos alemanes, y entre 5% y 15% en yenes japoneses. Esta estrategia, puede generar en ocasiones ingresos o egresos extraordinarios en razón a las variaciones de las tasas de cambio de las diferentes monedas, pero facilita la atención de los pagos del país en el exterior.

Saldos de reservas internacionales netas. Al finalizar 1994 las reservas internacionales netas en el Banco de la República se situaron en US\$8,002.4 millones, de los cuales el 93%, US\$7,456 millones, estaba representado en inversiones financieras en el exterior (depósitos y títulos valores) y el 6,3%, US\$506.5 millones, eran aportes al Fondo Monetario Internacional y al

Fondo Latinoamericano de Reservas. Las tenencias de oro ascendían al 1,4%, US\$112 millones, las divisas en caja eran de US\$31.6 millones, el 0,4% y los pasivos de corto plazo que afectan las reservas internacionales ascendían a US\$101 millones, el 1,3% (véase Cuadro 12).

Cuadro 12
Principales componentes de las reservas internacionales
(Millones de US\$)

	Diciembre 1993	Participación %	Diciembre 1994	Participación %
Caja	61,4	0,8	31,6	0,4
Efectivo en caja	12,9	0,2	22,4	0,3
Depósitos a la orden	48,5	0,6	9,2	0,1
Inversiones				
Depósitos y títulos valores	7.284,6	91,8	7.453,6	92,0
Oro	118,5	1,5	111,9	1,4
Caja	51,8	0,7	25,1	0,3
Custodia	66,7	0,8	86,8	1,1
Fondo Monetario Internacional				
Aportes adquisición DEG	267,9	3,4	296,5	3,7
DEG	158,1	2,0	169,9	2,1
Posición de reservas	109,8	1,4	126,6	1,6
Fondo Latinoamericano de Reservas				
Aportes y pesos andinos	200,0	2,5	210,0	2,6
Aporte	180,0	2,3	190,0	2,4
Pesos andinos	20,0	0,3	20,0	0,2
Saldo neto a favor en los convenios internacionales de pago	-	-	-	-
Total reservas brutas	7.932,4	105,7	8.103,4	105,5
Pasivos a corto plazo*	63,3		101,1	
Aportes al BID	9,9	0,1	6,1	0,1
Aportes al Banco de Desarrollo del Caribe	0,1	0,0	0,1	0,0
Aportes a la CAF	0,0	0,0	0,0	0,0
Saldo convenios internacionales	17,5	0,2	8,7	0,1
Bancos del exterior	0,0	0,0	0,0	0,0
Tesorería	27,1	0,3	42,1	0,5
Otras entidades	8,7	0,1	44,1	0,6
Otras inversiones	-	-	-	-
Total reservas netas	7.869,1		8.002,4	

*: A partir de 1994 se modificó la definición de pasivos de corto plazo, adicionándose los depósitos del Gobierno y el sector financiero en moneda extranjera en el Banco de la República. Por efectos de comparación las cifras de 1993 se presentan con igual metodología.
Fuente: Banco de la República, Departamento de Reservas Internacionales.

Del total de inversiones, US\$6,837.9 millones se realizan a través del manejo directo por el Banco y US\$615.5 millones es ejecutado a través del Barclays de Zoete Wedd y el J.P. Morgan de Londres, según los parámetros convenidos para ello con el Banco desde mayo de 1994.

Desempeño del portafolio. Durante 1994 los ingresos por rendimiento de las reservas internacionales fueron de US\$422 millones, lo que equivale a un rendimiento promedio de 5,38%. A lo largo del año, los mercados internacionales enfrentaron marcadas fluctuaciones, provenientes, de una parte, del permanente aumento de las tasas de interés en los Estados Unidos, lo cual determinó que cayeran marcadamente los precios de los bonos en todos los mercados en razón a su globalización¹⁷. De otra parte, el marco alemán y el yen japonés se revaluaron frente al dólar de los Estados Unidos en 11%, lo cual favoreció el rendimiento de las inversiones en estas monedas. En razón a la diversificación del portafolio de reservas internacionales, el Banco no estuvo ajeno a estos movimientos y el efecto compensado de los mismos le permitió obtener el rendimiento global antes mencionado, que se compara favorablemente con el de los mercados internacionales.

Es importante mencionar el rendimiento obtenido por diferencial cambiario sobre monedas diferentes al dólar, el cual llegó a \$98.875 millones, el 28% del rendimiento de las reservas internacionales.

B. Estados financieros del Banco de la República

El sistema contable del Banco de la República es de causación¹⁸, según el ordenamiento legal de las reservas internacionales se valoran a precios de mercado y los cambios en la valoración en pesos de las mismas, producto de las variaciones de la tasa de cambio peso dólar, no afectan los ingresos o egresos del Banco, y se contabilizan como un superávit patrimonial.

Balance general. Los activos totales del Banco de la República al finalizar 1994 ascienden a \$9,30 billones de los cuales las reservas internacionales representan el 72,3%, el crédito al sector público llega a \$676.600 millones con una participación del 7,3% y el crédito al sistema financiero representa sólo el 4,3% de los activos totales, \$398.400 millones (véase Cuadro 13).

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 \$930.600 millones para 1994 y representa el 10,0% de los activos totales.

Para el cierre de 1994, en virtud del ilícito ocurrido en la Sucursal de Valledupar, en las cuentas por cobrar se contabilizan \$24.051 millones como cuentas por cobrar a las compañías de seguros, equivalentes a la totalidad de la pérdida menos el deducible de la póliza.

Cuadro 13
Balance Banco de la República
Resultados 1993-1994 y proyecciones para 1995
(Miles de millones de pesos)

Rubros	Diciembre 1993		Diciembre 1994		Diciembre 1995	
	Saldos	Participación %	Saldos	Participación %	Saldos (1)	Participación %
Activos	8.802,8	100,0	9.298,2	100,0	11.040,0	100,0
Reservas internacionales brutas	6.378,0	72,5	6.720,4	72,3	8.096,5	73,3
Aportes en organismos internacionales	912,3	10,4	930,6	10,0	1.051,6	9,5
Cartera de créditos	1.069,5	12,1	1.075,0	11,6	1.205,9	10,9
Sector público Gobierno Nacional	676,9	7,7	676,6	7,3	676,6	6,1
Bancos comerciales	109,3	1,2	113,6	1,2	113,6	1,0
Corporaciones financieras	189,7	2,2	191,6	2,1	270,0	2,4
Corporaciones de ahorro y vivienda	26,6	0,3	39,5	0,4	0,0	0,0
Resto del sistema financiero	67,0	0,8	53,7	0,6	45,6	0,4
Expansión de crédito interno	0,0	0,0	0,0	0,0	100,0	0,9
Cuentas por cobrar	72,4	0,8	106,5	1,1	200,0	1,8
Otros activos netos	370,6	4,2	465,7	5,0	486,0	4,4
Pasivos y patrimonio	8.802,8	100,0	9.298,2	100,0	11.040,0	100,0
Pasivos m/ext. que afectan reservas internacionales	50,9	0,6	83,5	0,9	94,4	0,9
Base monetaria	3.942,9	44,8	5.018,1	54,0	6.194,0	56,1
Billetes en circulación	1.968,6	22,4	2.569,2	27,6	3.211,5	29,1
Moneda de Tesorería	103,0	1,2	157,0	1,7	196,3	1,8
Depósitos para encaje bancos	1.803,0	20,5	2.210,0	23,8	2.674,1	24,2
Depósitos en Cta. Cte. resto sector financiero	68,3	0,8	81,9	0,9	112,2	1,0
Otros depósitos del sector financiero	124,9	1,4	128,6	1,4	667,9	6,0
Pasivos Gobierno Nacional	60,1	0,7	79,4	0,9	99,4	0,9
Obligaciones organismos internacionales	893,3	10,1	888,5	9,6	888,5	8,0
Pasivos por líneas externas	312,1	3,5	74,7	0,8	187,0	1,7
Títulos de regulación monetaria y cambiaria	2.114,8	24,0	1.548,5	16,7	184,8	1,7
Títulos de participación	1.371,2	15,6	994,0	10,7	133,0	1,2
Certificados de cambio	353,3	4,0	71,3	0,8	0,0	0,0
Títulos a favor de las CAV	373,7	3,8	431,4	4,6	0,0	0,0
Otros	52,7	0,6	51,8	0,6	51,8	0,5
Cuentas por pagar	180,3	2,0	135,1	1,5	20,0	0,2
Otros pasivos	161,8	1,8	108,6	1,2	109,8	1,0
Patrimonio total	961,7	10,9	1.233,2	13,3	2.594,3	23,5
Capital	12,7	0,1	12,7	0,1	12,7	0,1
Reservas	272,5	3,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Superávit patrimonial	979,1	11,1	1.201,7	12,9	2.270,7	20,6
Liquidación CEC	453,5	5,2	453,5	4,9	462,3	4,2
Ajuste cambiario 1993 en adelante	525,6	6,0	748,2	8,0	1.808,4	16,4
Valorizaciones	97,0	1,1	130,3	1,4	130,3	1,2
Resultados	-399,6	-4,5	-111,5	-1,2	180,6	1,6
Utilidades y/o pérdidas anteriores	-43,6	-0,5	-57,1	-0,6	0,0	0,0
Utilidades y/o pérdidas del ejercicio	-356,0	-4,0	-54,4	-0,6	180,6	1,6

(1) Proyección según objetivos de la programación financiera.

Como es de conocimiento público, las compañías de seguros objetaron parcialmente la reclamación presentada por el Banco y procedieron a pagar una indemnización en cuantía de \$5.491 millones.

El Banco mantiene su posición respecto del cobro por la totalidad del siniestro y, en consecuencia, está adelantando los trámites legales de rigor

para que de acuerdo con los mecanismos de solución de controversias previsto en el contrato de seguros, someter a un tribunal de arbitramento esta controversia. Desde el punto de vista contable, a partir de febrero de 1995, a la parte objetada por las compañías aseguradoras se le da el tratamiento de una cuenta por cobrar vencida, de acuerdo con las normas de contabilidad que ordena la Ley y las disposiciones de la Superintendencia Bancaria, en cumplimiento de lo cual periódicamente constituirá las provisiones a que haya lugar.

En el lado pasivo, al cierre de 1994, los rubros más sobresalientes son la base monetaria y los títulos de intervención monetaria. La base monetaria cuyo saldo asciende a \$5,02 billones, compuesta por los billetes en circulación, \$2,57 billones, los depósitos en cuenta corriente diferentes a los del sector público, \$2,29 billones¹⁹, y la moneda metálica en circulación \$157.000 millones. La base monetaria representa el 54,0% de los activos totales. Los títulos de intervención monetaria representan el 11,5% del activo total y están compuestos por los títulos de participación, \$994.000 millones, y los certificados de cambio, \$71.300 millones. Finalmente, el patrimonio del Banco, el cual asciende a \$1.23 billones, está compuesto por el capital pagado \$12.700 millones, el superávit por liquidación de la Cuenta Especial de Cambios, \$453.500 millones, el superávit por ajuste cambiario \$748.200 millones²⁰, el superávit por valorizaciones \$130.300 millones, las pérdidas en ejercicios anteriores, \$57.100 millones, y el resultado del ejercicio en curso que arrojó pérdidas por \$54.400 millones. El total de pérdidas acumuladas será cubierto por el Gobierno Nacional en concordancia con el Presupuesto Nacional vigente para 1995.

Estado de Pérdidas y Ganancias. El estado de resultados del Banco durante 1994 arrojó unas pérdidas de \$54.400 millones, con ingresos totales de \$731.468 millones, con un crecimiento anual del 30,8%, y gastos por \$785.905 millones, con una reducción respecto de 1993 del 14,1% (véase Cuadro 14). Como es previsible, dentro de los ingresos su principal fuente fue el rendimiento de las reservas internacionales que en forma neta alcanzó la suma de \$349.926 millones, seguido de los ingresos por operaciones de crédito por \$186.676 millones²¹ y los ingresos por operaciones de moneda metálica y metales preciosos que ascendieron a \$111.787 millones.

En los egresos, el gasto más importante es el relacionado con el costo de la política monetaria que en forma agregada alcanzó \$503.536 millones, discriminados así: \$370.597 millones por concepto de intereses de las OMA, \$64.607 millones del costo de los certificados de cambio y \$65.819 millo-

Cuadro 14
Estado de pérdidas y ganancias - Banco de la República
Resultados 1993-1994 y proyecciones para 1995

(Miles de millones de pesos)

Rubros	Diciembre 1993		Diciembre 1994		Diciembre 1995	
	Flujos	Participación %	Flujos	Participación %	Flujos (1)	Participación %
I Ingresos totales	559,1	100,0	731,5	100,0	789,3	100,0
1. Ingresos operacionales	505,0	90,3	700,0	95,7	787,6	99,8
Intereses y rendimientos	436,0	78,0	536,6	73,4	556,4	70,5
Reservas internacionales netas	333,2	59,6	349,9	47,8	347,0	44,0
Gobierno Nacional	37,0	6,6	111,3	15,2	133,6	16,9
Líneas externas	37,7	6,7	46,4	6,3	47,0	5,9
Resolución 33/84 Deuda privada	22,3	4,0	23,4	3,2	26,3	3,3
Otros	5,8	1,0	5,7	0,8	2,6	0,3
Comisiones	30,5	5,5	33,9	4,6	39,2	5,0
Servicios bancarios	14,1	2,5	18,3	2,5	22,6	2,9
Metales preciosos	2,8	0,5	10,0	1,4	11,7	1,5
Compra-venta divisas	13,4	2,4	5,4	0,7	5,0	0,6
Otros	0,2	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Diferencias en cambio	27,9	5,0	16,4	2,2	69,8	8,8
Moneda emitida y metales preciosos	8,3	1,5	111,8	15,3	102,1	12,9
Otros	2,1	0,4	1,4	0,2	20,0	2,5
2. Ingresos no operacionales	54,1	9,7	31,4	4,3	1,8	0,2
II Egresos totales	915,1	100,0	785,9	100,0	608,7	100,0
1. Egresos operacionales	914,9	100,0	760,8	96,8	608,7	100,0
Intereses y rendimientos	481,8	52,7	463,5	59,0	281,5	46,3
Títulos de participación	379,0	41,4	370,6	47,2	257,2	42,3
Certificados de cambio	1,3	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
Títulos canjeables	8,9	1,0	5,4	0,7	6,9	1,1
Títulos CAV	55,9	6,1	65,8	8,4	10,7	1,8
Líneas externas	36,8	4,0	21,4	2,7	6,7	1,1
Comisiones y honorarios	1,6	0,2	2,2	0,3	2,6	0,4
Diferencias en cambio	288,2	31,5	117,4	14,9	54,0	8,9
Certificados de cambio	192,4	21,0	64,4	8,2	11,5	1,9
Líneas externas	77,5	8,5	46,6	5,9	11,9	1,9
Otros	18,3	2,0	6,4	0,8	30,6	5,0
Costo de emisión especies monetarias	2,7	0,3	30,0	3,8	31,9	5,2
Gastos de personal	57,8	6,3	61,1	7,8	79,6	13,1
Pensiones de jubilación	58,5	6,4	57,6	7,3	70,5	11,6
Otros	24,3	2,7	29,0	3,7	88,5	14,5
2. No operacionales	0,2	0,0	25,1	3,2	0,1	0,0
III Utilidades o pérdidas del ejercicio incluida la depreciación	-356,0	-38,9	-54,4	-6,9	180,6	29,7

(1) Corresponde al presupuesto aprobado, documento GE-DPCI- 1294-005-J con excepción del costo de las OMA y el rendimiento de las reservas internacionales.

nes de la remuneración de los encajes de las CAV. El costo de las líneas externas llega a \$68.027 millones y los demás gastos operacionales ascienden a \$147.740 millones de los cuales: \$61.121 millones corresponden a gastos de personal, \$57.584 millones por pensiones de jubilación, \$17.578 millones son gastos de funcionamiento, \$9.130 millones corresponden a las depreciaciones y provisiones del período, y \$1.587 millones son los gastos del área cultural.

La pérdida de \$54.400 millones será cubierta por el Gobierno Nacional, para lo cual éste cuenta con una asignación en el Presupuesto Nacional de \$180.000 millones, de los cuales \$58.000 millones corresponden a las pérdidas no cubiertas de la vigencia de 1993 y \$122.000 millones como provisión para cubrir las pérdidas proyectadas para 1994.

La menor pérdida observada se debió primordialmente a los mayores ingresos obtenidos por rendimiento de las reservas internacionales, y a la reducción de los gastos totales, donde además de la reducción de costos proveniente del desmonte de los certificados de cambio y por el prepago de las líneas externas debe mencionarse el reducido crecimiento de los costos operacionales al punto que los gastos de personal crecieron de 1993 a 1994 en sólo 5,7% reflejando el esfuerzo que el Banco viene adelantando por adecuar su estructura operativa de manera acorde con sus nuevas responsabilidades. Sobre el particular, debemos señalar que durante 1994 el Banco redujo su planta de personal en 650 empleados. Para ello, se implementó un programa de retiro voluntario al cual se acogieron 576 empleados. Adicionalmente, logró trasladar a la casi totalidad de sus empleados del régimen de retroactividad de las cesantías, al régimen contemplado por la Ley 50 de 1990 y a salario integral cuando se cumplían las condiciones legales establecidas.

A pesar de las pérdidas incurridas, el patrimonio del Banco creció \$271.500 millones, al pasar de \$961.700 millones al finalizar 1993 a \$1,23 billones en diciembre de 1994. Ello como consecuencia del superávit por ajuste cambiario peso-dólar de \$222.600 millones, proveniente del mayor valor en pesos de las reservas internacionales por efecto de la variación nominal de la tasa de cambio.

C. Presupuesto para 1995

La Junta Directiva del Banco de la República estudió y aprobó el presupuesto de ingresos y gastos del Banco de la República para 1995²². En él se contemplan ingresos totales por \$789.339 millones, egresos por \$608.730 millones y una utilidad en el año de \$180.609 millones (véase Cuadro 15), con base en la programación financiera y tomando en consideración el reordenamiento en la estructura del Banco, necesario estar acorde con su nueva organización y funciones. Estas cifras se modificarán en la medida que se aplique la reciente regulación de valoración de los activos en pesos, expedida por la Superintendencia Bancaria, dado que el Banco de la República tiene Títulos de Deuda Pública con rendimientos inferiores a las tasas vigentes del mercado.

En las actuales circunstancias de los mercados cambiarios es casi imposible predecir las tasas de cambio de las monedas en que se encuentran invertidas las reservas. En enero, la mayoría de los observadores preveían una apreciación del dólar (véase Cuadro 15), pero la depreciación de esa moneda en febrero y marzo ha cambiado las expectativas. El Cuadro 16 muestra tres escenarios de rentabilidad de las reservas, siendo la columna 1 el resultado de suponer que durante el año no varían en promedio las tasas de cambio dólar-yen y dólar-marco con relación a diciembre de 1994. Se observará que las tres simulaciones implican utilidades bastante diferentes para el Banco de la República en 1995.

Cuadro 15
Promedio de los pronósticos de tasas de cambio (cierres de mes)
 (Encuesta Reuters)

	Spot Inic. mes	Spot Fin mes	Oct. 1994	Nov. 1994	Dic. 1994	Ene. 1995	Feb. 1995	Mar. 1995	Abr. 1995	May. 1995	Jun. 1995	Jul. 1995	Ago. 1995	Sep. 1995	Oct. 1995	Nov. 1995	Dic. 1995	Ene. 1996
MARCO																		
Agosto	1,5740	1,5783	1,6062			1,6334						1,6574						
Septiembre	1,5772	1,5520		1,5990			1,6265						1,6339					
Octubre	1,5520	1,5080	1,5522		1,5696			1,5943						1,6110				
Noviembre	1,5080	1,5706		1,5016		1,5250			1,5540						1,5745			
Diciembre	1,5706	1,5505			1,5715		1,5922		1,6036							1,6095		
Enero	1,5505	1,5158				1,5696		1,5953			1,6103						1,5988	
Febrero	1,5158						1,5243		1,5486			1,5660						1,5748
YEN																		
Agosto	100,20	100,08	101,15			103,83												
Septiembre	99,69	99,02		102,02			104,70						107,24					
Octubre	99,02	97,00	98,91		100,51			103,10						105,90				
Noviembre	97,00	99,00		97,22		98,83			101,68						104,68			
Diciembre	99,00	99,80			99,22		101,07			103,41						105,75		
Enero	99,80	99,00				100,85		102,07			104,10						105,64	
Febrero	99,00						99,59		101,20			103,50						104,77

Fuente: Encuestas mensuales sobre proyección de tipos de cambio realizada por Reuters a entidades especializadas.

Se estima que con una inversión permanente del 95% de las reservas internacionales y con un rendimiento promedio en dólares del 5,13%, se obtengan unos ingresos netos de las reservas de \$346.950 millones (escenario 1, Cuadro 16).

Del lado de los egresos, la erogación principal proviene de los costos de intervención monetaria los cuales en la práctica corresponden sólo a los intereses de las OMA, por la eliminación de los certificados de cambio y el desmonte de la remuneración al encaje de las corporaciones de ahorro y vivienda, y que se estiman en \$257.200 millones para 1995 y representan el 42,3% de los gastos totales.

Cuadro 16

Proyección de rendimientos del portafolio de reservas bajo diferentes escenarios

Escenario	(1)	(2)	(3)
Supuestos escenarios			
Tasa devaluación DEM	0,00%	10,00%	-8,90%
Tasa devaluación JPY	0,00%	10,00%	-8,72%
Portafolio en DEM/Total	18,00%	18,00%	18,00%
Portafolio en JPY/Total	7,00%	7,00%	7,00%
Cálculo rendimiento			
Ingresos por interés en US\$ mil.	388,00	388,00	388,00
Ing. (Pérdidas) por difer. camb.	0,00	(187,50)	165,92
Neto (US\$ mill.)	388,00	200,50	553,92
Rendimiento en \$ COL miles mill.	346,95	179,29	495,32
Tasa de rendimiento - interés	5,13%	5,13%	5,13%
Tasa de rendimiento-dif. camb.	0,00%	-2,50%	2,21%
Total rendimiento	5,13%	2,63%	7,34%
(1) Supone que las tasas de cambio de las divisas diferentes al dólar no presentan ninguna variación respecto de las observadas al cierre de 1994.			
(2) Supone que tanto el marco alemán como el yen japonés se devalúan durante 1995 en un 10% al dólar, tal y como eran las expectativas de comienzos de año (Cuadro 14).			
(3) Supone que las tasas de cambio del marco alemán y el yen japonés se mantienen en los niveles actuales. US\$1 = DEM\$1.4125 US\$1 = JPY\$91.10.			

V. PROYECCIONES DE MEDIANO PLAZO

Las perspectivas de la economía colombiana para el período 1995-1998 estarán condicionadas, entre otros factores domésticos e internacionales, por la ejecución del Plan Nacional de Inversiones Públicas - El Salto Social- propuesto por el Gobierno al Congreso y que se encuentra en trámite. La Junta Directiva del Banco de la República estudió dicho documento, particularmente en términos de la factibilidad del cumplimiento de las metas anuales de inflación allí propuestas y su coherencia macroeconómica.

La Junta ha encontrado de gran importancia que el Gobierno en el Plan Nacional de Inversiones Públicas haya incluido como una de sus prioridades la rebaja sostenida de la tasa de inflación al proponerse lograr en 1995 la meta fijada por la Junta del 18% y al prever una reducción gradual en años posteriores hasta conseguir el 10% hacia 1998. La trascendencia de dicho propósito radica no sólo en el compromiso del Gobierno de contribuir a la baja de la inflación, sino, además, en el señalamiento a la opinión pública en general de la dirección en que se debe orientar la economía. Las metas específicas para el período comprendido por dicho Plan serán fijadas por la Junta Directiva del Banco de la República en su oportunidad

y con base en la información y *proyecciones sobre la economía en cada período.*

Con relación a los objetivos económicos y sociales propuestos en el Plan de Desarrollo, particularmente en lo que hace referencia al crecimiento económico y el empleo, la Junta Directiva tomará debida cuenta de ellos en el diseño de los Programas Financieros Anuales, en el espíritu de coordinación que debe regir en las decisiones del Banco con la política económica general como lo manda la Constitución. Respecto al propósito anunciado en el Plan de defender la Tasa de Cambio Real la Junta quisiera destacar que su logro dependerá no sólo de las eventualidades del mercado internacional, sino también de la propia coherencia de la política macroeconómica *ante las situaciones cambiantes de la economía internacional y el desarrollo de la situación específica de la economía colombiana.*

De la lectura de los aspectos económicos del Plan, la Junta Directiva del Banco destaca como muy positiva la intención señalada en el capítulo de Estrategia macroeconómica del documento en el sentido de tener como presupuesto esencial «el mantenimiento de los equilibrios macroeconómicos básicos». Al respecto, sin embargo, cabe anotar que la Junta deberá estar atenta a la forma como evolucionen en la práctica las principales variables macroeconómicas para detectar posibles inconsistencias y convenir con el Gobierno Nacional los correctivos que corresponda. La Junta otorgará un énfasis particular al seguimiento de la demanda agregada, en la medida en que un crecimiento de ésta más acelerado que el del producto potencial de la economía generaría presiones inflacionarias y aumentos indeseables en el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos.

En lo que hace referencia a las finanzas públicas, la preocupación fundamental surge del déficit creciente del Gobierno Nacional Central y de los factores de incertidumbre que existen sobre su financiamiento.

En este sentido, la Junta encuentra positivo el hecho de que en el proyecto de Ley aprobado en primera vuelta por las comisiones económicas del Senado y de la Cámara de Representantes, la ejecución de parte del gasto contemplado en el Plan haya quedado supeditada a que se consigan los ingresos fiscales previstos en el mismo.

NOTAS

- ¹ Los medios de pago corresponden a la definición tradicional de la oferta monetaria, y están compuestos por las especies monetarias (billetes y monedas) en poder del público, más los depósitos en cuenta corriente del sistema bancario.
- ² Medido como la cartera en moneda nacional y extranjera de los bancos comerciales, las corporaciones financieras, las corporaciones de ahorro y vivienda, las compañías de financiamiento comercial y los organismos cooperativos de grado superior, excluida la Financiera Energética Nacional -FEN-. Se ha encontrado que este indicador es el que mejor se aproxima al concepto de crédito interno al sector privado que es la variable que se mide en los ejercicios de programación financiera.
- ³ La base monetaria se define como los billetes y monedas en poder del público, más las reservas para encaje de los establecimientos de crédito, con excepción del encaje sobre depósitos fiduciarios.
- ⁴ De los cuales US\$ 360.8 millones corresponden a pagos por capital y US\$38.1 por diferencial cambiario.
- ⁵ Una descripción más detallada del estado de pérdidas y ganancias se encuentra en la parte final de este documento.
- ⁶ Incluye las captaciones de ahorro y plazo del sector financiero, como: los depósitos de ahorro ordinario y a término, los CDT, los depósitos de las CAV, y los bonos generales.
- ⁷ Corresponde a un crecimiento de US\$ 2.384 millones en el endeudamiento de largo plazo y a una reducción de US\$ 775 millones en el capital de corto plazo.
- ⁸ Una definición de los diferentes Indicadores de Tasa de Cambio Real, ITCR, puede apreciarse en el Cuadro 4.
- ⁹ En la medida que se presenta una mayor apertura económica existe una mayor interacción entre los mercados monetario y cambiario, y por lo tanto, fluctuaciones de la tasa de interés interna se reflejan sobre la tasa de cambio.
- ¹⁰ Fundamentalmente como crecimiento de la deuda externa privada, puesto que la deuda pública, incluidos los bonos, se redujo en US\$190 millones (véase Cuadro 5).
- ¹¹ La medida contempló algunas excepciones como los créditos comerciales hasta seis meses y las importaciones de bienes de capital, el financiamiento de exportaciones con recursos de Bancoldex a plazos hasta de doce meses y hasta US\$ 350.000 y regímenes especiales como el de hidrocarburo y el café.
- ¹² Cabe destacar que la variación de los precios en todos los servicios, tanto estatales como privados, se mantuvo a lo largo del año por encima de la inflación total anual (Gráfico 5). Los arrendamientos fueron los que más presionaron la inflación en 1994, pues crecieron 27.93% en el año y su participación en la variación del IPC total fue de 5.38 puntos porcentuales. Los servicios estatales, aunque contribuyeron en menor porcentaje a la inflación anual, presentaron durante todo el año las tasas más altas de crecimiento de precios dentro del grupo de servicios, comportamiento que ha sido observado desde 1988.
- ¹³ Es importante mencionar que el extraordinario crecimiento de los productos agropecuarios se explica en buena parte por la evolución de los precios del café. La variación para este sector, excluida la variación de precios del café, sería de 23.97%.
- ¹⁴ Las cifras contenidas en este capítulo corresponden al último ejercicio de programación macroeconómica, las cuales son objeto de revisión tanto por parte de los técnicos del Banco de la República como del Ministerio de Hacienda, especialmente los relacionados con la proyección de la balanza de pagos.

- 15 El crecimiento del consumo esperado de las administraciones públicas es del 8.7% frente a 5.0% del sector privado.
- 16 Manteniendo los niveles de encaje vigentes.
- 17 Llegando a presentarse pérdidas comparables a las sufridas en los años treinta.
- 18 Siguiendo de manera general las normas que sobre contabilidad exige la legislación colombiana y de manera particular los mandatos contenidos en la Ley 31 de 1992, el Decreto Reglamentario 234 de 1993 y el Decreto 2520 de 1993 por medio del cual fueron expedidos los Estatutos del Banco de la República.
- 19 Los cuales corresponden al encaje monetario del sector financiero, con excepción del encaje sobre depósitos fiduciarios, que por definición no se incluyen dentro de la base monetaria.
- 20 Este rubro refleja las variaciones de la tasa de cambio peso dólar sobre la valoración en pesos a precios de mercado de las reservas internacionales.
- 21 Los intereses sobre la deuda pública consolidada llegaron a \$ 111.257 millones y los rendimientos por la utilización de las líneas externas fueron \$69,708 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, \$23.358 millones correspondieron a los ingresos por los préstamos de refinanciación de la deuda externa privada, Resolución 33 de 1984.
- 22 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.