

Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República

Introducción

En cumplimiento de lo establecido por el artículo 5 de la Ley 31 de 1992, la Junta Directiva del Banco de la República presentó en julio a las Honorables Comisiones Terceras —Constitucionales Permanentes— del Senado de la República y de la Cámara de Representantes, el Informe correspondiente al inicio de la legislatura de 1993.

Este documento resume las directrices y ejecuciones de las políticas monetaria, cambiaria y crediticia durante el primer semestre de 1993, y sus lineamientos generales para lo que resta del año y para 1994; así mismo, incluye una sección sobre los criterios de administración y la composición de las reservas internacionales, al igual que una breve descripción de la situación financiera de la entidad y sus proyecciones para diciembre de 1993.

A continuación se transcribe el mencionado Informe.

I. Evolución general de las políticas monetaria, crediticia y cambiaria en lo que va corrido de 1993

A) Objetivos generales

Tal como quedó plasmado en el Informe presentado al Congreso en marzo, el objetivo de las políticas monetaria, crediticia y cambiaria,

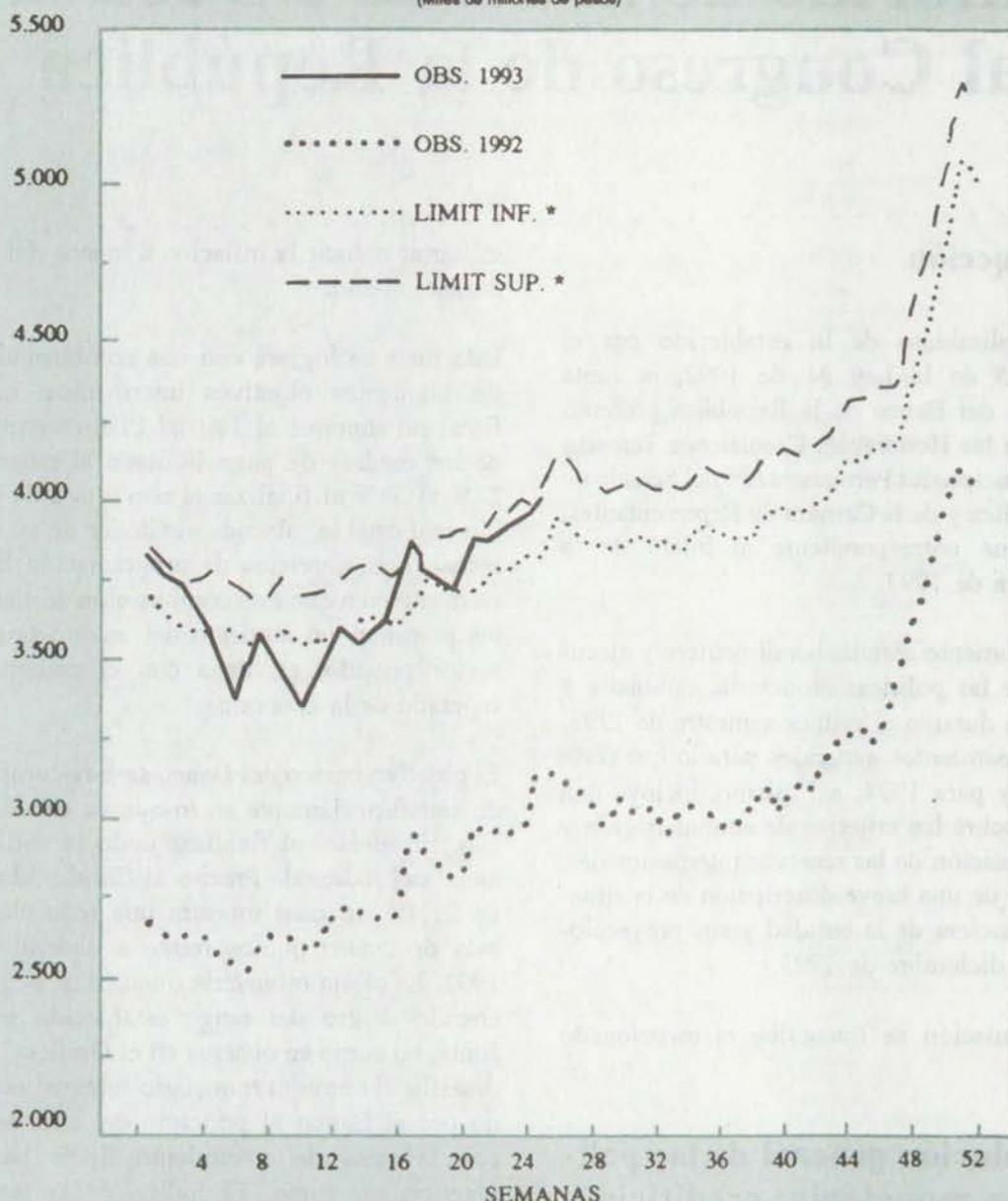
es lograr reducir la inflación a menos del 22% durante el año.

Esta meta se logrará con una combinación de los siguientes objetivos intermedios: déficit fiscal no superior al 1% del PIB, crecimiento de los medios de pago limitado al rango del 24% al 30% al finalizar el año y tasa de cambio real estable, ubicada alrededor de su nivel actual. Los ejercicios de programación financiera sugieren que esta combinación de elementos permitirá un aumento del crédito bruto al sector privado, en línea con el crecimiento esperado de la economía.

El objetivo básico del Banco se está cumpliendo satisfactoriamente en lo que va corrido del año. En efecto, al finalizar junio la variación anual del Índice de Precios al Consumidor fue de 21,4%, lo cual muestra una reducción de más de cuatro puntos frente a diciembre de 1992. La oferta monetaria (medios de pago) ha crecido dentro del rango establecido por la Junta, tal como se observa en el Gráfico 1, que describe el corredor monetario semanal estimado por el Banco al principio del año, acorde con la meta de crecimiento fijada para la vigencia en curso. El índice de la tasa de cambio real ha estado sistemáticamente alrededor de 103 durante el primer semestre. El Gráfico 2 reseña la evolución de dicho indicador, mientras que el Gráfico 3 permite ver una gran similitud en su comportamiento aun con diferentes definiciones del mismo.

A su vez, y con base en información provisional sobre financiamiento del sector público, se

GRAFICO 1
Medios de pago
(Miles de millones de pesos)

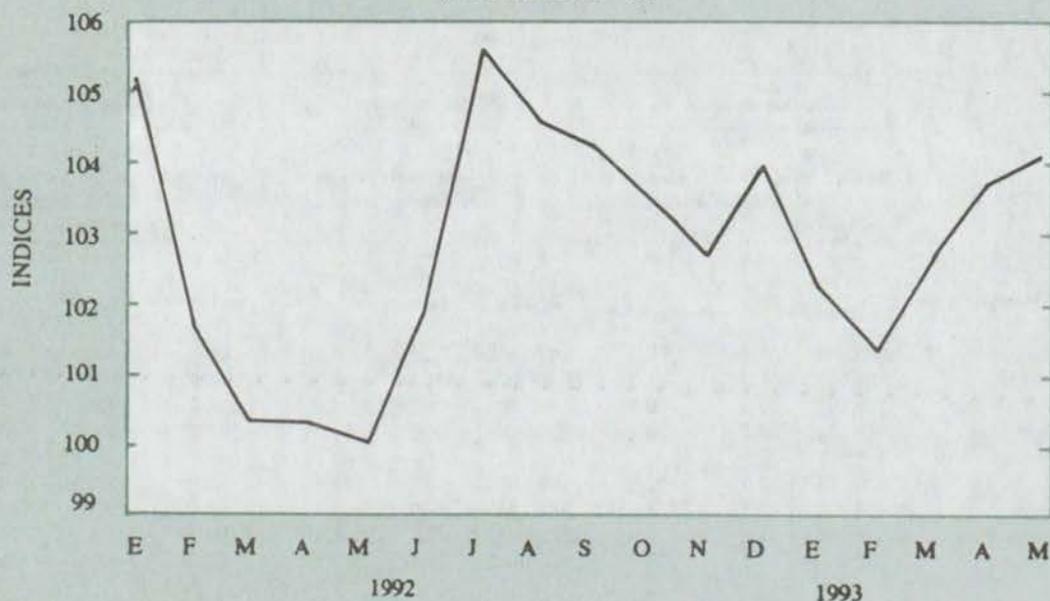


* Este corredor refleja la evolución estacional de nuestro sistema de pagos.

estima que éste arrojó hasta abril un superávit de \$ 412,6 mil millones, equivalente al 0,95% del PIB calculado para el año ¹. De otra parte, tanto la Contraloría General de la Nación, como el Departamento Nacional de Planeación calculan, para el primer trimestre, un superávit superior a un punto del PIB proyectado para el

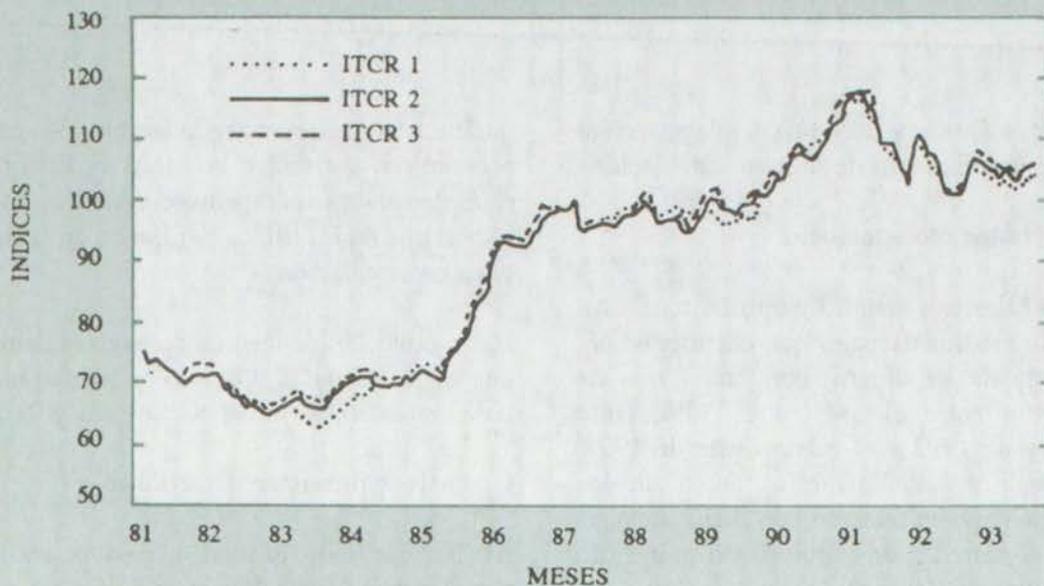
¹ El financiamiento es igual a las variaciones en la posición neta del sector público con respecto al sector privado, al sector financiero y al resto del mundo. Así, más deuda (préstamos, bonos) implica más endeudamiento y mayor déficit, mientras que un aumento de los depósitos (CDT, TP) o una amortización de deuda externa implican menos financiamiento y menor déficit. La cifra anteriormente citada equivale a una estimación que regularmente hace el Banco de la República, con el fin de hacer el seguimiento de la dinámica del déficit fiscal en un contexto en el cual la consolidación de cifras de ingresos y gastos exhibe rezagos. Por supuesto, al finalizar el año las cifras corrientes y las de capital deben coincidir.

GRAFICO 2
Indice de la tasa de cambio real del peso colombiano, comercio global sin café (*)
 (Base Diciembre 1986 = 100)



* Cifras provisionales para los últimos dos años.
 Datos a mayo de 1993.

GRAFICO 3
ITCR del peso colombiano (*)
 (Base Diciembre 1986 = 100)



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
 * Cifras provisionales para los últimos dos años
 Datos hasta mayo de 1993.

CUADRO 1

Los principales agregados monetarios

(Millones de pesos)

Promedio (1)	Medios de pago			Base monetaria			Multiplicador		
	Saldo	Variación % anual	Variación % año corrido	Saldo	Variación % anual	Variación % año corrido	Saldo	Variación % anual	Variación % año corrido
1990 Diciembre	2.171.751	26.3		1.403.259	29.1		1.548	-2.1	
1991 Marzo	1.989.346	27.2	-8.4	1.174.665	22.8	-16.3	1.694	3.6	9.4
Junio	2.121.867	26.5	-2.3	1.338.074	31.6	-4.6	1.586	-3.9	2.5
Septiembre	2.183.091	29.3	0.5	1.422.583	41.2	1.4	1.535	-8.4	-0.8
Diciembre	2.913.171	34.1	34.1	2.300.761	64.0	64.0	1.266	-18.2	-18.2
1992 Marzo	2.625.078	32.0	-9.9	1.981.254	68.7	-13.9	1.325	-21.8	4.6
Junio	3.048.075	43.7	4.6	2.100.552	57.0	-8.7	1.451	-8.5	14.6
Septiembre	2.937.188	34.5	0.8	2.098.414	47.5	-8.8	1.404	-8.5	10.9
Diciembre	4.030.048	38.3	38.3	2.924.449	27.1	27.1	1.378	8.8	8.8
1992 Junio 27	3.048.075	43.7	4.6	2.100.552	57.0	-8.7	1.451	-8.5	14.6
1993 Junio 26	3.928.191	28.9	-2.5	2.869.354	36.6	-1.9	1.369	-5.7	-0.7

(1) Corresponde al promedio diario de la última semana del mes.

Fuente: Banco de la República, Revista mensual e informes semanales sobre la situación monetaria y cambiaria.

año. Esto señala que hay una tendencia clara hacia el cumplimiento de la meta establecida.

B) Resultados monetarios

La Junta Directiva estudió y aprobó un presupuesto de medios de pago que correspondiera a la demanda de dinero, con una franja de crecimiento entre el 24% y el 30%, entre diciembre de 1992 y el mismo mes de 1993. Para seguir semanalmente el curso de los medios de pago en relación con dicha meta, se elaboró el corredor de seguimiento monetario ya comentado ² (Gráfico 1).

La primera parte del año se caracterizó, como es tradicional, por una reducción de la demanda monetaria, al revertirse entonces la mayor

preferencia que tienen en diciembre los agentes económicos por dinero en efectivo. Esta caída en la demanda se compensó con un incremento importante de los títulos del Banco de la República en circulación.

Hasta junio 26 los medios de pago registraban una variación de 28,9% anual y la base monetaria crecía 36,6% anual (Cuadros 1 y 2).

C) Pasivos financieros y crédito

Al finalizar junio, el total de pasivos emitidos por el sistema financiero y en poder del público, ascendía a \$ 9.824,3 miles de millones, con

² Este corredor consulta el comportamiento estacional de nuestro sistema de pagos.

CUADRO 2

Origen del dinero base (1)

(Millones de pesos)

Fin de:	1992 junio 27	1992 diciembre	1993 junio 26	Variación año corrido Dic. 92 - Jun. 93	
				Absoluta	%
Base monetaria	2.189.571	2.942.841	2.905.842	(36.999)	-1.3
A) Reservas internacionales	4.726.993	5.732.333	6.385.782	653.449	11.4
B) Crédito doméstico	(2.168.093)	(2.302.132)	(2.993.778)	(691.646)	-30.0
1. Crédito neto a tesorería	459.194	475.562	131.590	(343.972)	-72.3
2. Crédito neto resto sector público (2)	(185.684)	(341.654)	(391.362)	(49.708)	-14.5
3. Crédito neto sistema financiero	(260.713)	(224.326)	(269.736)	(45.410)	-20.2
a) Crédito neto sistema bancario	(126.828)	(161.302)	(124.307)	36.995	22.9
b) Crédito neto corfinancieras	179.674	187.682	178.148	(9.534)	-5.1
c) Crédito neto a las CAV	(328.047)	(284.689)	(346.111)	(61.442)	-21.6
d) Crédito neto a otros intermediarios	14.488	33.983	22.534	(11.449)	-33.7
4. Pasivos sector privado	2.086.555	1.667.464	1.619.838	(47.626)	-2.9
5. Otros activos netos	(94.335)	(544.250)	(844.432)	(300.182)	-55.2
C) Obligaciones externas a largo plazo	407.897	534.298	541.273	6.975	1.3
D) Moneda de tesorería	38.568	46.937	55.111	8.174	17.4

(1) Las cuentas en moneda extranjera se contabilizan a la tasa de cambio promedio de compra y venta de divisas.
(2) Incluye títulos de participación del ISS en el DCV.
Fuente: Banco de la República, Departamento de Investigaciones Económicas.

crecimiento de 21,6% en lo corrido del año y 32,2% con respecto a igual fecha de 1992. La Junta considera adecuado este aumento, pues exhibe una relación estable con el desarrollo del producto nacional.

La cartera doméstica emitida por los principales intermediarios del sistema financiero se sitúa en \$ 10.257,7 miles de millones al finalizar junio, con incrementos de \$ 3.121,2 miles de millones (43,7%) frente a igual fecha del año anterior y de \$ 1.570,8 miles de millones (18,1%) en lo corrido del año.

Este ascenso de la cartera es alto, pero parece responder, en parte, a la compensación de los crecimientos de cartera atípicamente bajos

vistos en 1991 y en los primeros meses de 1992. Sin embargo, la Junta estima que el nivel de la cartera, como proporción del PIB, hoy es normal y que su crecimiento es congruente con el desempeño previsto para la producción.

D) Comportamiento de la tasa de cambio

El Gráfico 4 exhibe la evolución de la tasa de cambio nominal registrada por el mercado. A su vez, el Índice de la Tasa de Cambio Real, ITCR, pasó de 104,01 en diciembre de 1992 a uno estimado de 104 al finalizar junio³, lo cual refleja una gran estabilidad del peso, en términos reales (Gráfico 5 y Cuadro 3).

³ Estas cifras aún son provisionales.

GRAFICO 4
Tasa de cambio representativa del mercado
1991-1993

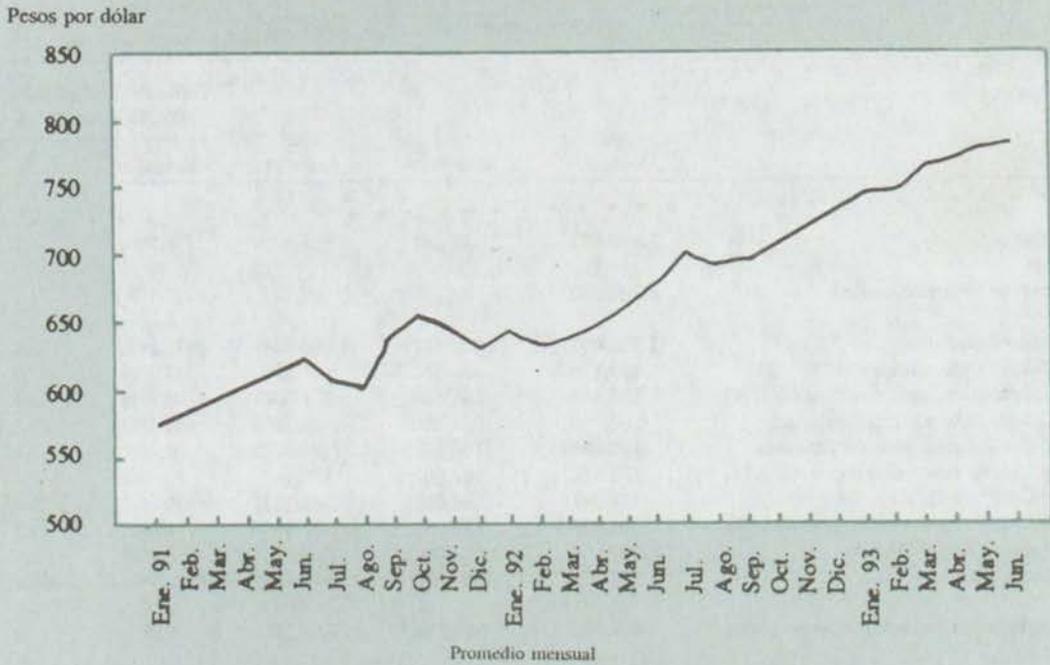
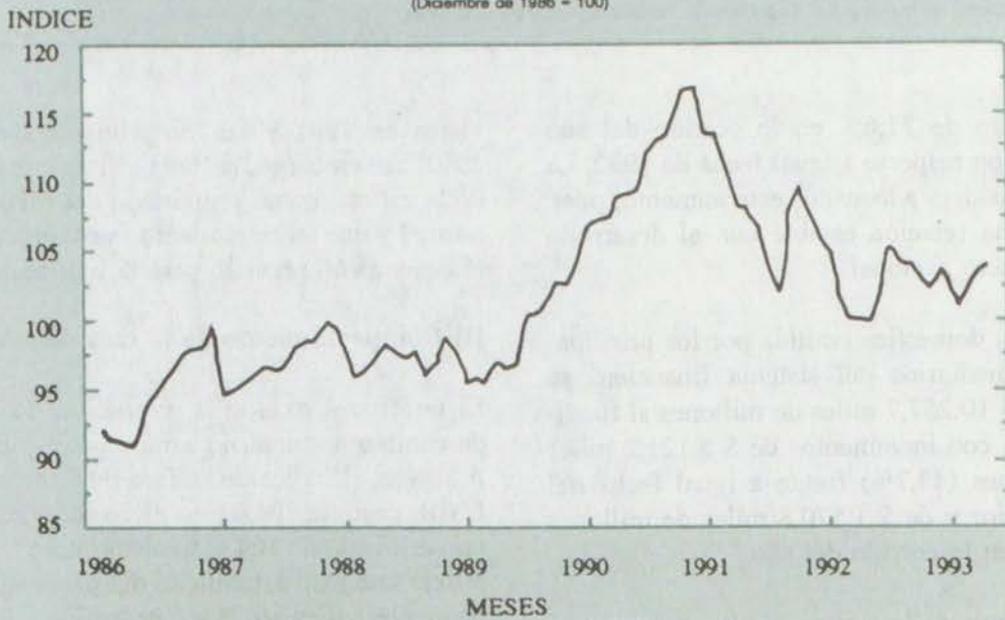


GRAFICO 5
ITCR del peso colombiano - comercio sin café (1)
(Diciembre de 1986 = 100)



(1) Deflactor: Índice de precios del productor
 Datos a mayo de 1993
 Cifras provisionales para los años 1992 y 1993

NOTAS EDITORIALES

CUADRO 3

Índice de la tasa de cambio real del peso colombiano

(Diciembre de 1986 = 100)

Período	ITCR 1	ITCR 2	ITCR 3	ITCR 4	ITCR 5	ITCR 6
1986						
Enero	92.07	92.44	93.97	94.44	87.35	92.88
Febrero	91.45	92.24	92.90	94.10	89.19	93.92
Marzo	91.27	92.23	92.96	93.82	90.21	94.29
Abril	90.93	91.95	92.56	94.64	90.63	95.21
Mayo	93.11	94.12	96.21	96.22	94.89	96.28
Junio	94.50	94.81	97.14	97.09	97.08	96.41
Julio	95.61	96.40	98.96	98.23	100.13	97.38
Agosto	96.64	97.32	98.34	99.20	100.09	97.24
Septiembre	97.68	98.23	99.19	99.47	100.66	98.10
Octubre	98.02	98.35	98.93	99.73	101.01	98.46
Noviembre	98.14	98.34	97.85	100.35	100.30	99.03
Diciembre	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
1987						
Enero	94.91	94.55	95.46	99.72	102.75	100.73
Febrero	94.99	94.74	95.54	100.63	104.68	101.08
Marzo	95.60	95.31	94.64	99.82	105.18	101.57
Abril	96.32	95.70	96.26	101.02	107.70	102.88
Mayo	96.92	96.19	96.23	102.83	108.54	103.25
Junio	96.70	95.88	96.56	103.64	107.86	103.00
Julio	96.85	95.99	96.68	105.09	106.69	102.37
Agosto	98.31	97.29	98.09	105.60	106.84	102.27
Septiembre	98.74	97.49	98.65	105.33	108.11	103.58
Octubre	98.68	97.21	97.98	106.50	107.79	102.81
Noviembre	100.09	99.19	99.65	106.44	110.28	103.63
Diciembre	99.70	99.66	101.01	104.43	111.93	104.54
1988						
Enero	97.20	97.26	98.57	105.63	111.31	104.22
Febrero	95.95	95.58	95.19	105.46	109.58	104.12
Marzo	96.56	95.70	96.19	105.24	110.89	104.82
Abril	97.61	96.23	95.81	105.25	111.29	105.96
Mayo	98.52	96.82	97.25	105.27	111.85	106.15
Junio	97.83	95.39	96.40	104.73	110.10	106.43
Julio	97.49	94.12	95.29	106.07	108.25	106.10
Agosto	98.02	94.47	96.38	107.03	108.65	105.58
Septiembre	96.08	96.01	97.22	107.71	110.15	106.84
Octubre	97.10	97.58	98.95	108.58	112.59	107.68
Noviembre	99.09	100.29	100.92	108.90	115.57	108.86
Diciembre	97.69	100.07	101.09	107.71	115.63	109.15
1989						
Enero	95.64	98.63	99.28	105.90	114.26	108.68
Febrero	95.93	97.82	96.33	104.87	114.61	109.15
Marzo	95.73	97.01	97.58	105.26	113.99	109.19
Abril	97.23	98.83	99.60	105.79	114.30	109.40
Mayo	96.76	99.42	99.05	105.92	113.35	108.68
Junio	96.86	99.37	100.25	106.34	113.22	108.52
Julio	100.75	100.97	102.63	106.24	115.41	109.02
Agosto	100.91	100.14	101.77	106.84	114.95	108.45
Septiembre	101.83	101.21	101.49	107.73	114.89	109.10
Octubre	102.97	103.08	103.71	108.68	117.48	109.46
Noviembre	102.74	103.62	103.87	109.20	118.41	110.09
Diciembre	105.02	106.70	106.60	109.57	121.56	111.40

NOTAS EDITORIALES

CUADRO 3
(Continuación)

Periodo	ITCR 1	ITCR 2	ITCR 3	ITCR 4	ITCR 5	ITCR 6	
1990	Enero	107.05	107.19	108.33	106.18	124.71	110.76
	Febrero	107.31	107.48	107.85	105.13	126.55	110.97
	Marzo	107.69	106.67	107.35	104.82	127.11	110.39
	Abril	109.04	106.99	107.02	105.88	126.65	109.63
	Mayo	109.34	107.92	109.07	107.85	128.70	109.94
	Junio	109.72	108.80	108.93	108.38	128.85	110.03
	Julio	112.11	110.72	111.95	109.19	131.17	110.15
	Agosto	112.98	113.45	114.67	109.66	134.47	109.20
	Septiembre	113.47	114.00	115.30	108.56	135.21	110.30
	Octubre	115.77	116.32	117.25	108.82	136.93	110.65
	Noviembre	116.93	117.81	117.97	109.17	136.95	110.21
	Diciembre	116.93	117.87	117.90	109.30	134.66	111.11
1991	Enero	113.70	114.60	117.78	108.30	134.61	110.64
	Febrero	113.69	115.03	114.23	107.58	136.23	110.65
	Marzo	110.86	111.55	112.30	107.79	131.87	109.66
	Abril	108.37	109.06	109.65	108.24	129.35	109.78
	Mayo	108.16	109.47	109.27	108.60	128.23	109.33
	Junio	106.99	108.13	109.26	109.98	126.51	109.19
	Julio	103.55	104.30	104.82	110.25	120.96	105.26
	Agosto	101.93	102.32	103.29	110.47	118.62	101.49
	Septiembre	108.19	108.55	108.99	110.17	124.66	106.59
	Octubre	109.91	110.96	111.25	110.49	126.17	107.69
	Noviembre	107.80	109.17	109.91	110.61	124.50	104.08
	Diciembre	106.25	107.43	107.69	110.77	121.29	101.28
1992	Enero	105.16	105.96	106.74	108.29	121.31	101.25
	Febrero	101.55	101.95	101.36	106.86	116.29	97.43
	Marzo	100.28	100.43	100.37	107.38	113.53	95.82
	Abril	100.28	100.75	100.33	106.70	113.31	95.62
	Mayo	99.99	100.74	101.71	107.41	114.11	95.52
	Junio	101.89	102.74	103.01	107.09	116.10	96.45
	Julio	105.60	106.54	107.33	106.24	120.35	98.36
	Agosto	104.58	105.60	105.65	107.42	118.18	94.32
	Septiembre	104.22	105.32	106.02	108.10	117.15	94.03
	Octubre	103.53	104.67	105.24	108.29	115.59	94.42
	Noviembre	102.70	103.76	104.50	108.75	113.21	94.15
	Diciembre	104.01	105.36	105.13	108.57	113.75	94.25
1993	Enero	102.26	103.55	104.59	106.54	112.49	
	Febrero	101.35	102.77	101.46	104.88	110.40	
	Marzo	102.74	104.44	104.01	104.77		
	Abril	103.77	105.55	105.96	103.95		
	Mayo	104.18	105.73	105.70	103.34		

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 I.P.S. para todos los países excepto Francia, Perú y Ecuador.

ITCR 2: Corresponde al 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 los 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.

ITCR 6: Calculado con base en los salarios de la industria manufacturera. Intervienen USA, Canadá y Japón. Información tomada para cada país del EFI del FMI y para el caso de Colombia, índice de salarios para obreros de la industria manufacturera desestacionalizado con promedio móvil de orden 12.

La tasa de cambio real depende de la oferta y demanda de divisas, y éstas a la vez son determinadas por variables reales. El Banco de la República puede intervenir para lograr cierta estabilidad en esa tasa, pero no determina su nivel de largo plazo, mientras que la política fiscal sí afecta el nivel de la tasa de cambio real. Un desbordamiento del gasto público, por ejemplo, tenderá a reevaluar la tasa de cambio.

Con el fin de definir la política de intervención en el mercado cambiario, para evitar fluctuaciones excesivas en la tasa de cambio real, el Banco de la República analiza permanentemente las tendencias de dicha tasa. El Cuadro 3 describe los diferentes índices de tasa de cambio real que se estudian para determinar la política de intervención cambiaria. Se observará que todas las versiones de tasa de cambio real continúan por encima del nivel de 1986-1989.

E) Medición del índice de la tasa de cambio real

1. Definiciones

Existen diversas metodologías para medir el índice de la tasa de cambio real. Estas se basan principalmente en dos teorías: la que postula la paridad del poder adquisitivo (PPA) y la que relaciona los precios de los bienes transables o comerciables (PT) con los precios de los no transables (PNT). Estas teorías, a pesar de estar relacionadas entre sí, tienen diferente sentido y aplicabilidad. A continuación se presentan sus definiciones básicas.

a) El ITCR como tasa de paridad del poder adquisitivo (ITCR_{ppa})

La versión PPA es un concepto aplicable a bienes comerciables. Se define como el producto entre la tasa de cambio nominal y la relación de precios externos e internos. Con este indicador se busca determinar la evolución de la

competitividad vía precio de un determinado país. Un ITCR elevado incentiva a quien produce bienes transables a vender en el exterior y, por el contrario, un ITCR bajo se constituye en un estímulo para importar. El ITCR versión PPA, se puede calcular utilizando los precios del productor (ITCR 1 en el Cuadro 3) o los precios al consumidor (ITCR 3 en el Cuadro 3).

La definición general de este índice, es la siguiente:

$$ITCR_{ppa} = \frac{eP^*}{P}$$

Donde: "e" es la tasa de cambio nominal; "P*", los precios externos y "P", los precios internos.

b) El ITCR como relación entre los precios de los transables y los no transables (ITCR_{T/NT})

En este caso se relaciona el precio doméstico de los bienes transables con el de los no transables, lo que determina la producción de bienes transables y no transables.

La definición básica del índice de tasa de cambio real, es:

$$ITCR_{T/NT} = \frac{P_T}{P_{NT}}$$

Donde: "P_T" es el precio de los bienes transables y "P_{NT}", el de los no transables.

Si bien los ITCR versión PPA y relación precios de los transables y los no transables, no son excluyentes entre sí, en un determinado momento pueden evolucionar a ritmos diferentes.

c) El ITCR basado en la relación de los salarios (ITCR_{SS})

Esta versión da por hecho que los salarios constituyen el mayor componente de los costos de los bienes transables de una economía y, por lo tanto, su evolución determina la rentabilidad relativa de los bienes producidos internamente, respecto de los elaborados en los mercados internacionales.

Su expresión es la siguiente:

$$ITCR_{SS} = \frac{eS^*}{S}$$

En esta ecuación, "e" corresponde a la tasa de cambio nominal; "S*", al índice de salarios externos, y "S", al índice de salarios domésticos.

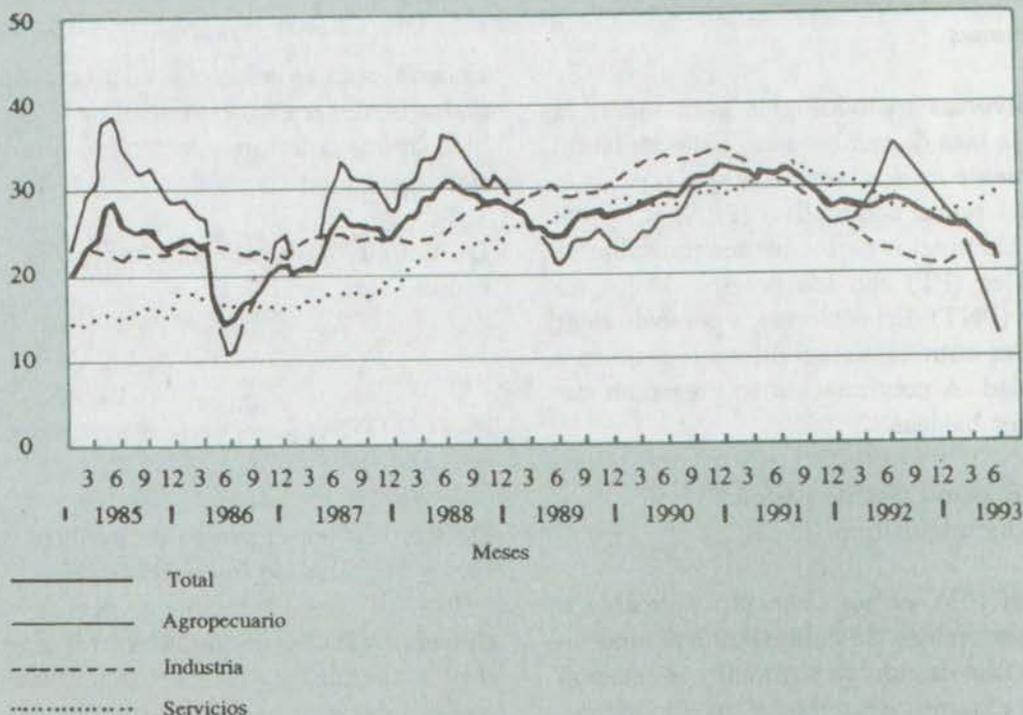
F) Política salarial

Aunque el uso de los salarios como deflactor en un índice de tasa de cambio real genera problemas de medición, es claro que la competitividad de un país se afecta cuando sus salarios, el principal costo en la economía, aumentan en relación con los salarios de otros países.

Suponiendo que la tasa de cambio real de largo plazo es constante, una buena regla para fijar

GRAFICO 6
Indice de precios al consumidor
(Sectores de origen)

Variación % anual



Fuente: DNP-UDA-SITOD

salarios sería, entonces, lograr un aumento real en pesos no mayor al aumento real de los salarios registrado en los otros países socios comerciales, siempre y cuando los incrementos de productividad en Colombia no sean inferiores a los del resto del mundo.

II. Precios

Los resultados obtenidos en materia de precios, tanto medidos a través del IPC como del índice de precios del productor, IPP, muestran tendencias compatibles con las metas de inflación. No obstante, se presentan signos que preocupan.

El índice de precios al consumidor (IPC), a junio de 1993, ascendió a 21,4% en su variación anual. De igual manera, el índice anual de precios del productor (IPP) decreció a 12,9% en el mismo mes.

Como se aprecia en el Gráfico 6 y en el Cuadro 4, la desaceleración del IPC es consecuencia directa de la evolución observada en los precios de productos agropecuarios.

Analizando los componentes del IPP según uso o destino económico, se encuentra que tanto el consumo intermedio como el consumo final fueron los que contribuyeron al bajo crecimiento de los precios del productor (Cuadro 5).

Vale la pena resaltar que el descenso de ambos indicadores (IPC e IPP) es producto, en su mayor parte, del comportamiento mostrado por el sector agropecuario. Todavía subsiste gran rigidez en los precios de bienes no comerciables, lo cual ha llevado a aumentos demasiado altos, y esto es materia de gran preocupación.

III. Proyecciones para el segundo semestre de 1993

La última revisión del ejercicio de programación macroeconómica para 1993 permite estimar, en la balanza de pagos, un déficit en la cuenta corriente de US\$ 1.090 millones (1,9% del PIB), el cual será compensado en su totalidad con un superávit en la cuenta de capital, US\$ 1.625 millones, que además generará una acumulación de reservas de US\$ 535 millones en el presente año.

Este último resultado es ligeramente inferior al cálculo hecho al principio del año, debido, en parte, a los esfuerzos en materia de profundización de la deuda pública interna que vienen adelantando el Gobierno y algunas entidades del sector público, lo cual equivale a una sustitución de endeudamiento interno por endeudamiento externo (Cuadro 6).

En materia fiscal, si bien algunos desarrollos recientes apuntaban hacia un ligero aumento del déficit, el Gobierno se ha comprometido a reducirlo al 1% del PIB. Ello, aunado a la menor acumulación de reservas internacionales, garantiza que los flujos de crédito para el sector privado sean compatibles con las estimaciones de crecimiento económico, las cuales, como mencionábamos en el Informe presentado al Congreso en marzo pasado, están en un rango entre 3,8% y 5%.

Sin embargo, no sobra reiterar que existen diversas presiones para aumentar el gasto público por encima de los niveles tolerables en el contexto anterior. El Gobierno y el Congreso tendrán que hacer un gran esfuerzo para evitar que el gasto público se desborde e implique replantear la política monetaria y cambiaria, con indudables repercusiones indeseables sobre el crecimiento. Para tal efecto, resulta de par-

NOTAS EDITORIALES

CUADRO 4

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	
		Jun./92	Jun./93	Jun./92	Jun./93
Total nacional	100,000	28,14	21,40	28,14	21,40
Total sin alimentos	65,160	25,70	25,80	16,90	16,71
Alimentos	34,840	33,03	13,27	11,24	4,69
Cereales	4,916	18,01	13,25	0,79	0,54
Plátano, papa y otros tubérculos	2,604	56,75	-4,04	1,67	-0,15
Hortalizas, legumbres frescas y secas	2,987	18,97	15,86	0,48	0,38
Frutas frescas	1,939	26,47	16,72	0,45	0,28
Carnes	9,661	49,30	9,43	4,90	1,09
Productos lácteos, grasas y huevos	6,542	24,16	17,05	1,48	1,01
Alimentos varios	4,834	20,85	23,82	1,04	1,12
Comidas fuera del hogar	1,357	30,81	29,65	0,42	0,41
Vivienda	32,577	24,83	27,22	7,88	8,41
Alquileres	20,073	23,81	27,16	4,33	4,77
Servicio doméstico	0,424	24,28	18,34	0,09	0,07
Combustibles y servicios	4,636	34,96	35,19	1,95	2,07
Muebles del hogar	1,801	20,10	22,95	0,34	0,37
Aparatos domésticos	1,974	12,90	13,09	0,23	0,21
Utensilios domésticos	0,360	14,91	26,06	0,05	0,08
Ropa del hogar y otros accesorios	0,474	18,87	20,64	-0,09	0,09
Artículos de limpieza del hogar	2,835	24,25	24,04	0,78	0,75
Vestuario y calzado	9,232	20,54	19,81	1,75	1,59
Vestuario para hombre	2,468	22,13	20,81	0,55	0,50
Vestuario para mujer	3,174	15,19	15,19	0,42	0,37
Vestuario para niños	0,644	17,87	18,54	0,11	0,10
Vestuario para bebé	0,386	19,84	22,90	0,07	0,07
Calzado	2,153	24,79	21,74	0,47	0,40
Servicios al vestuario	0,407	30,81	31,56	0,13	0,14
Productos farmacéuticos y asistencia médica	3,825	30,17	31,08	1,34	1,40
Drogas	1,653	29,35	31,80	0,62	0,68
Servicios profesionales de la salud	2,172	30,91	30,44	0,72	0,73
Educación, culturales y esparcimiento	6,692	27,45	26,46	2,04	1,96
Instrucción y enseñanza	2,863	29,57	34,50	0,95	1,12
Artículos escolares y culturales	1,538	23,96	20,08	0,47	0,38
Artículos para aficiones	1,457	23,79	17,51	0,35	0,25
Distracciones y esparcimiento	0,801	33,00	23,54	0,26	0,19
Gastos en hoteles	0,033	56,26	45,84	0,02	0,02
Transporte y comunicaciones	6,792	28,47	23,28	2,04	1,67
Equipo de transporte personal	3,306	13,43	20,26	0,45	0,60
Servicio de transporte y comunicaciones	3,486	41,43	25,36	1,60	1,08
Otros gastos	6,042	27,66	24,90	1,84	1,65
Bebidas y tabaco	2,172	33,38	30,50	0,87	0,82
Artículos para aseo personal	3,164	26,14	21,79	0,89	0,73
Artículos de joyería	0,706	13,24	16,94	0,09	0,10

Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística, DANE.

CUADRO 5

**Índice de precios del productor,
según uso o destino económico CUODE**

(Variación anual)

Actividad	Ponderación	Jun./91	Jun./92	Jun./93
Total	100,000	29,50	21,10	13,00
Consumo intermedio	54,6	26,30	18,60	10,60
Consumo final	33,0	34,70	28,50	14,80
Formación de capital	7,9	26,30	8,40	14,80
Materiales de construcción	4,6	22,30	17,40	25,30

Fuente: Banco de la República, Departamento de Investigaciones Económicas, tabulados IPP.

particular importancia el control fiscal de los entes descentralizados y del orden departamental y municipal.

En resumen, el cuadro macroeconómico para lo que resta del año, el cual incluye un déficit fiscal de 1% del PIB, es consistente con el objetivo central de la política de la Junta. Por lo tanto, como lo planteamos al principio del Informe, las políticas monetaria, crediticia y cambiaria vigentes pueden mantenerse para lo que resta del presente año.

V. Perspectivas para 1994

A) Coordinación de políticas

En concordancia con el mandato constitucional de reducir la inflación, la Junta Directiva considera que para 1994 se debe mantener el incremento de los agregados monetarios en línea con el crecimiento esperado de la economía, al tiempo que estima conveniente perseverar en el objetivo de estabilidad de la tasa real de cambio. La adopción de una estrategia claramente anti-inflacionaria no deja, en conse-

cuencia, de consultar la prioridad de otras áreas de la política macroeconómica. La Junta Directiva del Banco de la República considera que el gran reto para las autoridades consiste en lograr un adecuado grado de coordinación de las políticas.

Si, por ejemplo, el manejo de la política cambiaria no tuviera en cuenta las implicaciones monetarias de la acumulación de reservas internacionales, o si la política fiscal desconociera el efecto monetario del endeudamiento del Gobierno, se comprometería por entero la consistencia de la programación financiera. Desde luego, es fundamental tener presente el impacto del manejo monetario sobre la acumulación de activos externos y la adecuada generación de crédito para el aparato productivo, a unas tasas de interés razonables. Por ello, encontramos que el logro simultáneo de la consolidación de las reformas estructurales y la disminución de la inflación demandan un muy delicado balance entre las políticas fiscal, monetaria y cambiaria. Reducir la inflación y mantener adecuados niveles de tasa de cambio exige una disciplina fiscal estricta. De lo contrario, se presentará un serio desbalance macroeconómico.

Durante 1993 el Gobierno y la Junta han coordinado el manejo macroeconómico a través de la elaboración conjunta de ejercicios de programación macroeconómica. Dichos ejercicios se efectúan varias veces al año, para ir introduciendo la información más reciente y garantizar que la consistencia de la política sea una realidad.

B) Metas para 1994

La Junta del Banco fija en enero las metas monetarias del año, para incluirlas en el Informe al Congreso, al inicio de la Legislatura. Esas metas definitivas utilizan toda la información disponible relativa al año anterior. Así, las metas para 1994, que a continuación se resu-

NOTAS EDITORIALES

CUADRO 6

Balanza de pagos

Resumen

(Millones de US\$)

	1991 Preliminar	1992 Estimado	1993 Proyección
I. Cuenta corriente	2.346,6	847,9	(1.089,8)
A) Bienes	2.959,4	1.229,5	47,8
Ingresos	7.507,4	7.345,0	7.741,3
Egresos	4.548,0	6.115,5	7.693,5
B) Servicios	(2.310,0)	(2.037,4)	(2.037,6)
Ingresos	1.983,7	2.451,9	2.727,2
Egresos	4.293,6	4.489,3	4.764,8
C) Transferencias	1.697,2	1.655,8	900,0
II. Cuenta de capital	(782,0)	345,3	1.624,6
A) Capital de largo plazo	144,5	339,1	1.084,9
Inversión directa	432,6	742,5	659,9
Inversión de cartera	81,3	59,5	288,0
Endeudamiento externo neto	(369,4)	(462,9)	137,0
Aportes organismos internacionales	0,0	0,0	0,0
B) Capital de corto plazo	(926,5)	6,2	539,7
Endeudamiento neto	(404,1)	568,5	355,1
Movimiento de activos en el exterior	(522,4)	(562,3)	184,7
III. Contrapartidas	(51,2)	253,5	0,0
IV. Errores y omisiones	362,3	23,5	0,0
V. Variación reservas brutas (1)	1.875,7	1.470,2	534,8
VI. Saldo reservas brutas (1)	6.572,5	8.042,7	8.577,5
PIB ajustado en dólares (US\$ millones)	49.003,7	52.392,4	56.392,5
(Meses de importación de bienes)	17,3	15,8	13,4
(Meses de importación de bienes y servicios)	8,9	9,1	8,3
VII. Pasivos corto plazo Banco de la República (1)	152,3	20,2	20,2
VIII. Saldo reservas netas (VI-VII)	6.420,2	8.022,5	8.557,3
IX. Variación reservas netas	1.919,0	1.602,3	534,8

(1) Según metodología de la Balanza de Pagos.
Fuente: Banco de la República.

men, son preliminares, debido a que sólo se cuenta con la información correspondiente a los primeros meses de 1993.

Las tendencias de las principales variables macroeconómicas hacen posible establecer la siguiente meta: el aumento de los precios al consumidor (IPC) debe ser de 19%.

Este objetivo es compatible con la estabilidad de la tasa de cambio real, dentro de un contexto en el cual el aumento de los medios de pago se sitúe en el rango de 21% a 27% y el déficit fiscal esté alrededor de 1,3% del PIB.

El Cuadro 7 consigna las principales cifras económicas coherentes con la meta de inflación. Es importante hacer notar que en este ejercicio se prevé un ingreso neto de divisas al país de US\$ 1.675 millones por endeudamiento público externo, nivel que podría ser inferior si se avanza hacia una mayor profundización de la deuda pública en el mercado interno.

Esta programación financiera preliminar exige que el gasto público no supere el nivel de \$ 22.587 mil millones ⁴ (24,4% de crecimiento respecto de 1993), si se desea lograr los objetivos aquí expuestos.

Algunos estimativos sobre transferencias fiscales a las regiones y sobre el costo de la legislación pendiente de aprobación, como la Ley de Seguridad Social, la de Regalías y la Eléctrica, al igual que presiones salariales y de gasto de las entidades públicas, hacen pensar que la programación de gasto para 1994 tendrá que ser muy austera, si se desea que el déficit fiscal consolidado sea del orden de 1,3%. Es necesario insistir en que cualquier nivel superior de déficit fiscal sería incompatible con la meta de inflación, si se quiere mantener estable la tasa de cambio real y disminuir la tasa de interés nominal. En presencia de un mayor déficit, el mandato constitucional de reducir la

inflación implica que el Banco deberá ejecutar políticas que afectarían negativamente el crecimiento económico.

CUADRO 7		
Programación financiera		
Supuestos generales básicos		
	1993	1994
Inflación fin de año - IPC	22,0	19,0
Indice de Tasa de Cambio Real - ITCR	constante	constante
PIB interno nominal (MM)	43.610	54.491
Variación % PIB nominal	27,5	25,0
Variación % PIB real	4,5	5,0
Crecimiento medios de pago	27,0	24,0
Crecimiento crédito al sector privado	36,5	26,5
Acumulación de reservas internacionales (US\$ millones)	535	1.442
Déficit fiscal consistente (como porcentaje del PIB)	1,3	1,3

Según los principios establecidos en la sección de política de salarios, si en 1994 la tasa de inflación esperada está en 19% y la productividad colombiana aumenta al ritmo de la productividad mundial, los salarios pueden aumentar 20%, sin que se pierda competitividad en términos de costos. Cuando la inflación está bajando, como en la actualidad, los salarios se tienen que ajustar con base en la inflación esperada y no en la del pasado. Por ejemplo, si en 1994 se ajustan los salarios por encima de la inflación de 1993, o sea por encima de 22%, los costos en dólares de las nóminas van a aumentar y los productores van a perder competitividad.

⁴ Estas cifras surgen de descontar al gasto del sector público no financiero que se proyecta para 1994 (\$ 23.459 mil millones) la suma de \$ 872 mil millones (1,6% del PIB), que es la diferencia entre el déficit fiscal proyectado y el consistente para 1994.

No sólo los exportadores tienen que cuidar el costo de las nóminas en dólares. Los productores de bienes y servicios para el mercado interno deben tener el mismo cuidado, si no desean ser desplazados por importaciones o proveedores externos de servicios.

Es importante recalcar que si los costos laborales aumentan por incrementos en los impuestos o contribuciones forzosas sobre la nómina, esto también aumenta los costos laborales en Colombia más rápidamente que en el extranjero. Por lo tanto, en años de aumentos en las cargas salariales, los salarios tienen que aumentar a ritmos inferiores a la inflación esperada.

V. Situación financiera del Banco de la República

A) Reservas internacionales

Las reservas internacionales netas a junio 18 de 1993 ascienden a US\$ 8.311,1 millones, con

incremento de US\$ 543,6 millones desde el comienzo del año. Al excluir los ajustes por causación y valuación, US\$ 235,6 millones, y los efectos contables relativos a la liquidación de la Cuenta Especial de Cambios, US\$ 255,0 millones, la variación es positiva en US\$ 53,0 millones. El total de reservas es equivalente a 11,3 veces el valor mensual de los egresos corrientes y a 15,5 veces el valor mensual de los pagos por importaciones.

Los principales componentes de las reservas internacionales brutas, son: cuenta corriente y caja, US\$ 262,9 millones, que representan el 3,1% de las reservas brutas; las inversiones, US\$ 7.281,7 millones, el 87,1%; el oro, US\$ 137,5 millones, el 1,6%; las tenencias en derechos especiales de giro y los aportes al Fondo Monetario Internacional, US\$ 247,5 millones, el 3,0%; los aportes al Fondo Latinoamericano de Reservas, US\$ 170,7 millones y las tenencias de pesos andinos, US\$ 20,0 millones, el 2,3% en conjunto (Cuadro 8).

CUADRO 8
Principales componentes de las reservas internacionales

(Millones de US\$)

	1992 Diciembre	Participación %	1993 Junio 18	Participación 1993
Caja	45,4	0,6	262,9	3,1
Inversiones				
Depósitos y títulos valores	7.190,3	92,4	7.281,7	87,1
Oro	172,1	2,2	137,5	1,6
Fondo Monetario Internacional				
Aportes adquisición DEG	133,7	1,7	247,5	3,0
Fondo Latinoamericano de Reservas				
Aportes y pesos andinos	190,7	2,5	190,7	2,3
Saldo neto a favor en los convenios internacionales de pago	45,8	0,6	0,0	0,0
Causación y valuación	0,0	0,0	235,6	2,8
Total reservas brutas	7.778,0	100,0	8.355,9	100,0
Pasivos a corto plazo	10,5		44,8	
Total reservas netas	7.767,5		8.311,1	

Fuente: Banco de la República, Departamento de Reservas y Financiamiento Externo.

B) Las finanzas del Banco.**Estimación de año corrido
y proyección para 1993**

En los Cuadros 9 y 10 se presentan el Balance y el Estado de Resultados del Banco de la República para 1992 (incluida la liquidación de la Cuenta Especial de Cambios), el balance de

prueba al cierre de mayo, y una estimación para el cierre de 1993. De ellos se desprende que las principales fuentes de expansión para 1993 son: el aumento de las reservas internacionales y la generación de pérdidas en el período, compensadas por el ajuste cambiario de las reservas en las cuentas de patrimonio y un aumento de las OMA.

CUADRO 9

Proyección balance Banco de la República

(Miles de millones de pesos)

Rubros	Diciembre 1992*	Mayo 1993	Diciembre 1993
Activos	8.213,8	8.796,5	9.552,6
Reservas internacionales	5.732,2	6.445,3	7.161,9
Aportes en organismos internacionales	833,9	891,8	942,3
Deuda consolidada del Gobierno	709,6	709,6	709,6
Activos resto sector público	86,3	83,5	84,0
Activos sector financiero	392,0	384,0	385,4
Bancos	90,0	107,9	72,6
Cofinancieras	206,6	184,1	222,8
CAV	0,0	0,0	0,0
Otros	95,4	92,0	90,0
Otros activos netos	459,8	282,3	269,4
Pasivos y patrimonio	8.213,8	8.796,5	9.552,6
Billetes en circulación	1.584,3	1.331,8	2.012,1
Moneda de tesorería	46,9	53,3	59,6
Depósitos para encaje bancos	1.271,7	1.394,9	1.640,0
Depósitos en cuenta corriente resto sector financiero	38,7	41,8	46,4
Otros depósitos del sector financiero	551,4	574,4	500,4
Bancos	252,2	257,4	179,9
Cofinancieras	6,9	1,9	2,0
CAV	284,7	315,1	308,9
Otros	7,6	0,0	9,7
Pasivos Gobierno Nacional	268,5	169,0	166,5
Pasivos resto sector público	42,1	74,6	47,2
Obligaciones organismos internacionales	811,3	868,5	916,8
Cuentas por pagar	157,1	137,1	202,2
Pasivos externos de largo plazo	454,1	537,6	528,3
OMA totales	943,8	1.787,8	1.701,9
Certificados de cambio	1.222,3	736,9	397,0
Patrimonio	821,6	1.088,9	1.334,4
Capital	0,2	0,2	0,2
Reservas	40,8	40,8	40,8
Superávit patrimonial	562,1	1.075,1	1.426,7
Por valorizaciones	95,5	137,4	137,4
Por revalorización patrimonio	12,0	12,0	12,0
Liquidación CEC	454,6	454,6	454,6
Ajuste cambiario 1993 en adelante	0,0	471,1	822,7
Reserva monetaria y cambiaria	221,0	213,9	0,0
Utilidades y/o pérdidas	(2,4)	(241,1)	(92,4)

* Balance redefinido incluyendo la liquidación de la CEC.

CUADRO 10

Estado de pérdidas y ganancias

	Mayo 1993	Diciembre 1993 p
I. Ingresos totales	238,0	589,5
A) Ingresos operacionales	53,3	95,9
B) Rendimiento deuda pública	6,0	157,5
C) Rendimiento resoluciones internacionales	178,7	336,1
II. Egresos totales	483,6	902,9
A) Egresos operacionales	85,6	132,7
B) Costo líneas externas y Res. 33/84	48,5	48,5
C) Costo intervención	349,5	721,7
1. Costo OMA	126,5	446,8
2. Costo certicambios	121,5	179,7
3. Otros (CAV)	25,9	55,6
4. Provisiones	75,7	39,8
III. Utilidades o pérdidas del ejercicio incluida la depreciación	(245,6)	(313,4)

(p): Proyección.

El estado de resultados arroja una pérdida para 1993 de \$ 313.400 millones, producto de unos ingresos estimados para el año de \$ 589.500 millones, que se explican fundamentalmente por el rendimiento esperado de las reservas internacionales (\$ 336.100 millones) y los intereses de la deuda del Gobierno con el Banco (\$ 157.510 millones), frente a unos egresos proyectados de \$ 902.900 millones, de los cuales \$ 721.700 millones corresponden al costo de la esterilización monetaria⁵.

Dado que el saldo consolidado de la Reserva de Estabilización Monetaria y Cambiaria es de

\$ 221.598 millones, se requerirá en 1994 de un aporte presupuestal mínimo de \$ 70.000 millones para cubrir el resultado operacional del Banco durante 1993.

Vale la pena reiterar lo dicho en el anterior informe sobre las pérdidas del Banco. Estas las genera esencialmente el costo de las Operaciones de Mercado Abierto, o sea, la tasa de interés de los papeles del Banco colocados entre el público para disminuir la base monetaria.

Como estas operaciones han sido efectuadas para compensar parte de la emisión monetaria generada por el aumento de reservas internacionales, se puede afirmar que las pérdidas del Banco de la República se deben considerar el resultado natural que ha tenido la defensa del tipo de cambio.

A medida que ceda el ritmo de acumulación de las reservas internacionales, será posible reducir el saldo de OMA en el mercado; ello debe disminuir las pérdidas del Banco de la República.

Al mismo tiempo, el Banco está ejecutando un programa activo de racionalización y reducción de costos, y esto también debe ayudar a aminorar sus pérdidas en el mediano plazo.

⁵ Los ajustes en el estado de resultados del Banco provienen, fundamentalmente, de la revisión en la acumulación de reservas prevista para el año, así como de una reestimación de los costos promedios de la esterilización vía OMA, en razón de las modificaciones en la composición, por plazo, del portafolio de títulos en circulación.