

# Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República

*Santafé de Bogotá, D.C.,  
marzo 18 de 1993*

*Doctores*

*Tito Rueda Guarín*

*Presidente Senado de la República*

*César Pérez García*

*Presidente Cámara de Representantes  
Ciudad.*

*Apreciados doctores:*

*En cumplimiento de lo establecido en el artículo 5o. de la Ley 31 de 1992, me permito presentar al Congreso de la República, el Informe de la Junta Directiva del Banco. En él se presentan las iniciativas y la ejecución de las políticas monetaria, cambiaria y crediticia durante el año de 1992, y los lineamientos generales de estas políticas para 1993. El documento también incluye una sección sobre los criterios de administración y la composición de las reservas internacionales y termina con la descripción de los estados financieros del Banco en 1992 y las proyecciones de la situación de la entidad para 1993.*

*Quedo a la espera de que ustedes y las Comisiones Terceras de Senado y Cámara, me informen la fecha en la cual se realizará la sesión en que se presentará formalmente el Informe, según lo previsto en el parágrafo del artículo 5o. de la citada Ley 31 de 1992.*

*Un cordial saludo,*

*Miguel Urrutia Montoya  
Gerente General*

## **I. El papel del Banco de la República en el ámbito de la Constitución de 1991 y de la Ley 31 de 1992**

### **A) Autonomía e independencia**

La Constitución de 1991 y la Ley 31 de 1992 determinaron que el Banco de la República respondiera del cumplimiento de sus responsabilidades ante el Congreso de la República. Entre las diversas modificaciones que componen la trascendental reforma a la Banca Central, esta disposición es una de las más significativas.

En efecto, la obligación de mantener informado al Congreso sobre la ejecución de las políticas monetaria, cambiaria y crediticia, y sobre sus resultados anuales, así como sobre los lineamientos, objetivos y metas de las mismas en el corto y mediano plazo, es un complemento necesario de las normas que consagran la autonomía del Banco y que le dictan el mandato inequívoco de velar por el mantenimiento de la capacidad adquisitiva de la moneda.

Los beneficios de conferir autonomía a la autoridad monetaria se verifican con creciente frecuencia, a medida que en diversos países se producen reformas institucionales que adoptan este modelo de manejo económico. Todas ellas han hecho del objetivo de la lucha contra la inflación una prioridad, y consideran que este propósito es más fácilmente alcanzable cuando se encomienda a una entidad independiente.



Estas, por estar libres de los comprensibles apremios de la coyuntura, pueden actuar con un horizonte de más largo plazo; de esta forma sus políticas tienen credibilidad, lo cual es factor importante para garantizar tasas bajas y decrecientes de aumento de los precios.

La autonomía sólo puede conferirse a un ente responsable. A lo largo de su historia el Banco de la República se ha caracterizado por tener esa condición en altísimo grado. Ahora, en virtud de las disposiciones mencionadas, el interlocutor del Banco en tan delicadas materias será el Congreso de la República. Esta competencia del legislativo tiene un profundo sentido en un estado democrático, pues sobre él recae el compromiso de verificar que las acciones de la autoridad monetaria hayan apuntado al logro del objetivo que establece la Constitución, y que las medidas tomadas por la Junta Directiva del Banco de la República hayan tenido como única guía el interés de la Nación. Con seguridad, el análisis cuidadoso que las Comisiones Terceras de Senado y Cámara hagan de este informe de labores del Banco será una ocasión de renovar la confianza en la modernización de nuestras instituciones económicas.

### B) Bondades y fundamentos

El mandato constitucional es claro en delimitar el contexto en el cual habrá de enmarcarse la política económica colombiana; la prioridad central será reducir y estabilizar la inflación a niveles internacionales en el mediano plazo. Los beneficios derivados de una más baja inflación son amplios. Se refieren a un adecuado uso de los recursos y a mejores condiciones de vida para la población. En el largo plazo, la relación entre inflación y crecimiento es inversa e importante. Esto por cuanto mientras mayor sea la primera, mayor el riesgo de la actividad productiva, menor el grado en el cual los precios relativos reflejan la escasez relativa de recursos y mayor el tiempo y los esfuerzos dedicados a evadir el flagelo.

Aunque reducir la inflación implica costos, ellos son plenamente justificables al considerar los beneficios derivados de hacerlo. Más aún, si el programa es aceptado por la población y se logra coordinar de manera satisfactoria la política de fijación de precios en toda la economía, los costos pueden ser bajos. En el contexto del mediano y largo plazo, el Banco de la República hará esfuerzos por brindar señales claras a través de las cuales sea posible para el público percibir el propósito de reducir la inflación. En 1992, por ejemplo, el manejo del tipo de cambio en el marco de la apertura ofreció una garantía visible y clara respecto del propósito de la política en general. En el futuro se utilizarán los diversos instrumentos para guiar claramente las tendencias en materia de precios hacia el objetivo prioritario.

### C) Coordinación de políticas

La coordinación de la política económica debe ser propósito central de las autoridades en su conjunto. Este principio de ninguna manera se vio mermado por la Ley de Banca Central, más bien lo contrario. En primer término, ésta dispuso que el programa macroeconómico aprobado por el CONPES debe ser consultado cuando se diseñen las políticas del Banco de la República, sin que, por supuesto, se sacrifique el mandato de velar por la estabilidad de la moneda. En segundo término, a diferencia de otros países, en Colombia se optó porque el Ministro de Hacienda presida la Junta Directiva del Banco Central, con el propósito de que Gobierno y Banco tengan un foro para coordinar la política macroeconómica.

Es evidente que la decisión de reducir la inflación está ubicada en un rango constitucional que implica una condición muy clara para el ámbito de discusión y acuerdo: no se puede aceptar una política que ponga en peligro la estabilidad de la moneda, aún si sobre la misma existe consenso en un espectro amplio de la opinión y del gobierno. En este sentido, la



coordinación se debe entender como un conjunto de políticas en las que resulta prioritario el objetivo de reducir la inflación. Si hay indicios de un deterioro fiscal que comprometa la estabilidad de precios, la compensación consistiría en modificar la política monetaria y cambiaria para que el exceso de gasto público vaya acompañado de mayor ahorro privado. A ese fin concurriría, infortunadamente, el sacrificio de la meta de tasa de cambio real y de tasas de interés. Por lo tanto, en el nuevo contexto, un desbalance fiscal debería reflejarse en menor actividad económica y no en mayor inflación.

## II. Directrices generales de las políticas monetaria, cambiaria y crediticia en 1992

### A) Objetivos generales

Los objetivos de la política monetaria, cambiaria y crediticia, durante 1992, fueron cuatro:

1. Lograr una reducción significativa de la inflación.
2. Mantener una tasa de cambio competitiva para permitir el desarrollo normal de las exportaciones no tradicionales y de la producción doméstica.
3. Mantener tasas de interés internas que no estimularan el flujo de capitales especulativos hacia el país, y que faciliten la inversión privada.
4. De manera congruente con las anteriores metas, suministrarle a la economía, y al sector privado en particular, una cuantía suficiente de crédito para hacer posible la aceleración en la inversión y la reconversión empresarial.

### B) Política monetaria y crediticia

#### 1. Antecedentes

Desde septiembre de 1991, la Junta Directiva del Banco de la República adoptó una estrategia monetaria que se adecuaba a las nuevas condiciones de apertura, en lo comercial y en lo cambiario (Ley 9 de 1991) a la vez que contribuía a frenar el proceso de elevación de las tasas de interés. En tales circunstancias y ante la presencia de flujos de capital, se consideró necesario distensionar el control de los agregados monetarios y modificar el énfasis en el uso de algunos instrumentos.

El fundamento de la nueva política fue el reconocimiento de que con mayor movilidad de capitales, el dinero se vuelve una variable determinada básicamente por la demanda. Mantener elevadas tasas de interés implicaba estimular la entrada de capitales y generaba indeseables presiones revaluacionistas. La nueva estrategia se centró en la eliminación del diferencial de tasa de interés interna-externa; se optó por una ampliación en el presupuesto monetario, en virtud de que el objetivo de bajas tasas de interés favorecía una remonetización de la economía, o sea la mayor tenencia de dinero. Las bajas tasas de interés determinan que el público ajuste su portafolio en favor del dinero y en contra de activos financieros remunerados, sean estos en pesos o no. Así mismo, en concordancia con los objetivos de bajas tasas de interés, se retomó la política de disminución de encajes, interrumpida en 1991; se redujo la dispersión, y se sentaron las bases para futuras reducciones en sus niveles.

#### 2. Resultados monetarios en 1992

Las metas fijadas para el crecimiento del dinero en 1992 fueron relativamente amplias, lo cual no significó que se hubiera dejado de lado el objetivo de estabilización de precios.



En principio, se fijó un corredor para los medios de pago con aumento entre 26% y 30%. Una vez la economía mostró signos de recuperación, evidenciándose una mayor demanda de dinero, se determinó un corredor más holgado, entre 28.2% y 33.2%. Estas metas eran congruentes con las estimaciones de crecimiento en la demanda por dinero, dada la política de tasas de interés.

La trayectoria de algunos agregados monetarios se observa en el Cuadro 1 y en el Gráfico 1. En el promedio de la última semana del año, los medios de pago mostraron un aumento anual de 38.3%, superando el tope mencionado. Este comportamiento estuvo determinado por la expansión de dinero primario. La base moneta-

ria aumentó 37.2%. La principal fuente de expansión, al igual que en 1991, fueron las reservas internacionales (Cuadro 2).

Las fuentes expansionistas fueron parcialmente contrarrestadas por la emisión de deuda del Banco de la República a través del mecanismo de los certificados de cambio, cuyo saldo aumentó \$ 719 mil millones. En cuanto a las operaciones de mercado abierto, cabe destacar que los Títulos de Participación alcanzaron un saldo de \$ 937 mil millones. En razón a ello, uno de los principales logros de la autoridad monetaria fue haber esterilizado la mayor parte de los aumentos en la oferta monetaria generados por la acumulación de reservas internacionales, manteniendo bajas las tasas de interés.

CUADRO 1

Los principales agregados monetarios

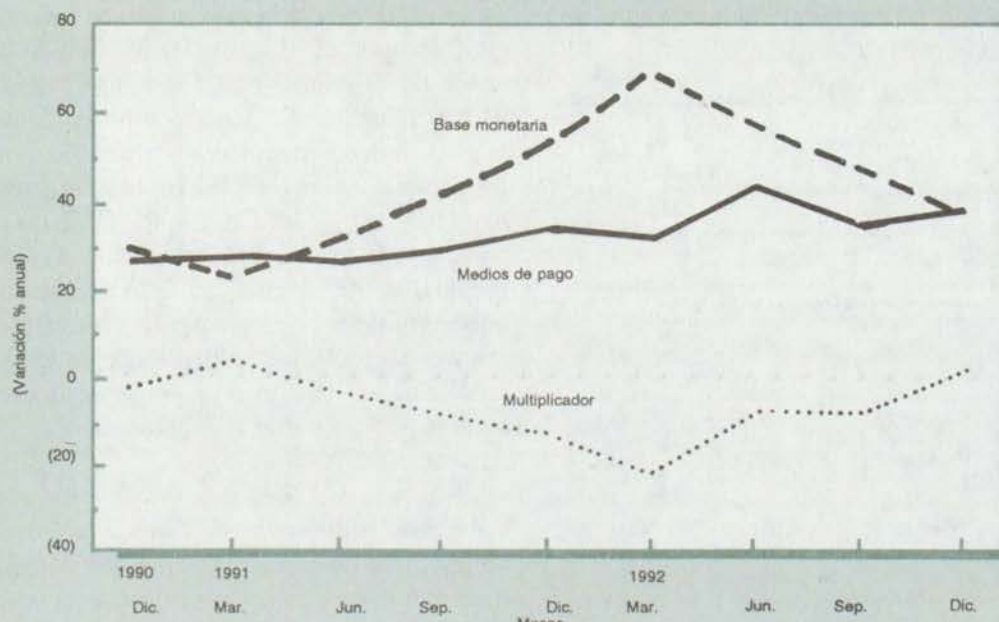
(Millones de pesos)

Promedio (1)	Medios de pago		Base monetaria		Multiplicador	
	Saldo	Variación % anual	Saldo	Variación % anual	Saldo	Variación % anual
1990 Diciembre	2.171.751	26.3	1.403.259	29.1	1.548	-2.1
1991 Marzo	1.989.346	27.2	1.174.665	22.8	1.694	3.6
Junio	2.121.867	26.5	1.338.074	31.6	1.586	-3.9
Septiembre	2.183.091	29.3	1.422.583	41.2	1.535	-8.4
Diciembre	2.913.171	34.1	2.146.528	53.0	1.357	-12.3
1992 Marzo	2.625.078	32.0	1.981.254	68.7	1.325	-21.8
Junio	3.048.075	43.7	2.100.552	57.0	1.451	-8.5
Septiembre	2.937.188	34.5	2.092.479	47.1	1.404	-8.5
Diciembre	4.030.048	38.3	2.928.532	36.4	1.376	1.4

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

Fuente: Banco de la República, Revista mensual e informes semanales Situación Monetaria y Cambiaria.

GRAFICO 1  
Principales agregados monetarios  
Promedio diario semanal (1)



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

CUADRO 2  
Origen del dinero base (1)

(Millones de pesos)

Fin de:	1991	1992	Variación anual	
			Absoluta	%
<b>Base monetaria</b>	2.146.005	2.941.639	795.634	37.1
<b>A) Reservas internacionales</b>	3.936.488	5.121.007	1.184.519	30.1
<b>B) Crédito doméstico</b>	(1.199.035)	(1.592.259)	(393.224)	-32.8
1. Crédito neto a Tesorería	365.055	508.684	143.629	39.3
2. Crédito neto resto sector público (2)	(161.931)	(341.654)	(179.723)	-111.0
3. Crédito neto sistema financiero	(118.401)	(225.528)	(107.127)	-90.5
a) Crédito neto sistema bancario	(168.902)	(162.504)	6.398	3.8
b) Crédito neto corfinancieras	158.871	187.682	28.811	18.1
c) Crédito neto a las CAV	(150.740)	(284.689)	(133.949)	-88.9
d) Crédito neto a otros intermediarios	42.370	33.983	(8.387)	-19.8
4. Pasivos sector privado	1.292.525	1.700.586	08.061	31.6
5. Otros activos netos	8.767	166.825	158.058	....
<b>C) Obligaciones externas a largo plazo</b>	379.331	05.733	26.402	7.0
<b>D) Resultados Cuenta Especial de Cambios</b>	247.705	228.313	(19.392)	-7.8
1. Cuenta Especial de Cambios	0	0	0	....
2. Fondo de Estabilización Cambiaria	224.100	04.693	(19.407)	-8.7
3. Fondo de Inversiones Públicas	23.605	23.620	15	0.1
<b>E) Moneda de Tesorería</b>	35.588	46.937	11.349	31.9

(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.



El multiplicador monetario contribuyó a contener la expansión monetaria puesto que se mantuvo en niveles inferiores a los usualmente registrados (Cuadro 3).

CUADRO 3			
Multiplicador y sus determinantes			
Promedio (1)	Reservas	Efectivo	Multiplicador
	Cuentas corrientes	Cuentas corrientes	
1990 Diciembre	0.4412	0.5793	1.548
1991 Marzo	0.3898	0.4901	1.693
Junio	0.4568	0.4706	1.586
Septiembre	0.5052	0.4203	1.535
Diciembre	0.5806	0.5936	1.357
1992 Marzo	0.6435	0.4535	1.325
Junio	0.5485	0.4523	1.451
Septiembre	0.5811	0.4564	1.404
Diciembre	0.5762	0.5504	1.376

(1) Corresponde al promedio diario de la última semana del mes.  
Fuente: Banco de la República, Revista mensual e informes semanales Situación Monetaria y Cambiaria.

### 3. Activos financieros y crédito

Al finalizar 1992, el total de activos financieros emitidos por el sistema ascendió a \$ 8.085 miles de millones, con aumento anual de 31.4% (Cuadro 4). Este comportamiento se explica por el dinamismo presentado por los depósitos de ahorro en los bancos comerciales, los depósitos en las CAV y los CDT de compañías de financiamiento comercial. En menor medida, contribuyeron en este resultado los bonos emitidos por las corporaciones financieras. Por su parte, las colocaciones de los intermediarios, que incluyen, además de la cartera, las inversiones voluntarias, aumentaron 34.5% durante 1992 (Cuadro 5).

Cabe señalar que una vez lograda la reducción en las tasas de interés pasivas, las correspondientes a la cartera no seguían igual tendencia. Ello llevó a imponer controles temporales a las tasas de préstamo. Se estableció un límite superior del 35% a la tasa promedio de los

CUADRO 4				
Principales activos financieros del sistema				
(Millones de pesos y porcentajes)				
	1991	1992	Variación anual	
			Absoluta	%
Total sistema financiero sin Banco de la República	6.150.401	8.084.569	1.934.168	31.4
Depósitos de ahorro bancos	834.373	1.536.941	702.568	84.2
Certificados de depósito a término	1.520.060	1.742.608	222.548	14.6
Depósitos corporaciones de ahorro y vivienda (1)	2.393.495	3.194.410	800.915	33.5
CDT compañías de financiamiento comercial	478.660	679.418	200.758	41.9
Organismos cooperativos de orden superior	35.585	79.084	43.499	122.2
Certificados Eléctricos Valorizables	263.473	8.110	(255.363)	(96.9)
Títulos Energéticos de Rentabilidad Creciente (TER)	93.416	225.474	132.058	141.4
Acreedores fiduciarios	204.924	265.219	60.295	29.4
Aceptaciones bancarias	245.985	195.412	(50.573)	(20.6)
Bonos en circulación de corfinancieras (2)	80.430	157.893	77.463	96.3

(1) Cuentas de ahorro y certificados UPAC y depósitos ordinarios.  
(2) Se refiere a bonos de garantía general y garantía específica.  
Fuente: Banco de la República y entidades del sistema financiero.

## NOTAS EDITORIALES

CUADRO 5

### Colocación de los principales intermediarios financieros (1)

(Millones de pesos y porcentajes)

	Dic. 30 1991	Dic. 30 1992	Variación anual	
			Absoluta	%
Bancos	3.083.683	4.285.698	1.202.015	39.0
Corporaciones financieras	1.135.687	1.369.706	234.019	20.6
Corporaciones de ahorro y vivienda	2.180.019	2.878.419	698.400	32.0
Compañías de financiamiento comercial	538.742	761.865	223.123	41.4
Organismos cooperativos orden superior	39.474	87.375	47.901	121.3
<b>Total (2)</b>	<b>6.977.605</b>	<b>9.383.063</b>	<b>2.405.458</b>	<b>34.5</b>

(1) Las cifras de este cuadro corresponden exclusivamente a operaciones en moneda nacional. (2) Debido a la adaptación al Plan Unico de Cuentas de los balances de los intermediarios financieros, la cartera incluye deudores varios, sobregiros, descuentos, avales y garantías, aceptaciones bancarias vencidas, préstamos ordinarios, préstamos con recursos de: tarjetas de crédito, de CDT, de ahorro, del Banco de la República y de otras entidades y los demás rubros involucrados dentro del código 14 del PUC, que define la cartera de créditos. Incluye cartera vigente y cartera vencida hasta de 12 meses. Fuente: Informes semanales consolidados.

CUADRO 6

### Tasas de interés efectivas de captación y colocación

Ultima semana	Captación		Colocación (3)
	Títulos de participación (1)	CDT 90 días (2)	
<b>1991</b>			
Junio	46.80	36.69	46.07
Julio	46.93	36.74	46.28
Agosto	42.51	39.97	47.42
Septiembre	38.99	38.31	48.72
Octubre	37.60	37.41	47.99
Noviembre	38.35	37.29	48.32
Diciembre	35.29	36.20	46.04
<b>1992</b>			
Enero	25.92	28.83	42.70
Febrero	25.98	27.82	41.15
Marzo	25.38	27.24	41.38
Abril	22.58	25.95	39.81
Mayo	19.12	23.42	37.95
Junio	19.34	21.45	33.01
Julio	19.41	21.81	33.40
Agosto	19.42*	27.34	34.65
Septiembre	19.50*	27.18	34.24
Octubre	20.06*	27.67	34.46
Noviembre	25.49*	26.68	34.96
Diciembre	25.14*	27.09	34.87

\* En estos meses no hubo transacciones la última semana. La tasa corresponde a la de la segunda o tercera semana del mes. (1) Títulos de Participación clase B 90 días. Corresponde a la tasa promedio ponderada de colocaciones por el sistema de subasta a través de los agentes colocadores. Incluye la comisión de colocación. Fuente: Banco de la República, Departamento de Regulación Monetaria. (2) Con base en la encuesta diaria a bancos y corporaciones financieras de todo el país, según circulares 022 y 042 de la Asociación Bancaria. (3) Encuesta semanal de captación y colocación de la Superintendencia Bancaria a bancos, corporaciones financieras y compañías de financiamiento comercial de todo el país incluyendo todos los plazos. Fuente: Superintendencia Bancaria y Banco de la República, Departamento de Investigaciones Económicas.



créditos de bancos y corporaciones financieras y del 36.5% para las compañías de financiamiento comercial, los cuales tuvieron adecuado cumplimiento, confirmando que las condiciones económicas justificaban este cambio (véase Cuadro 6).

### C) Tasa de cambio

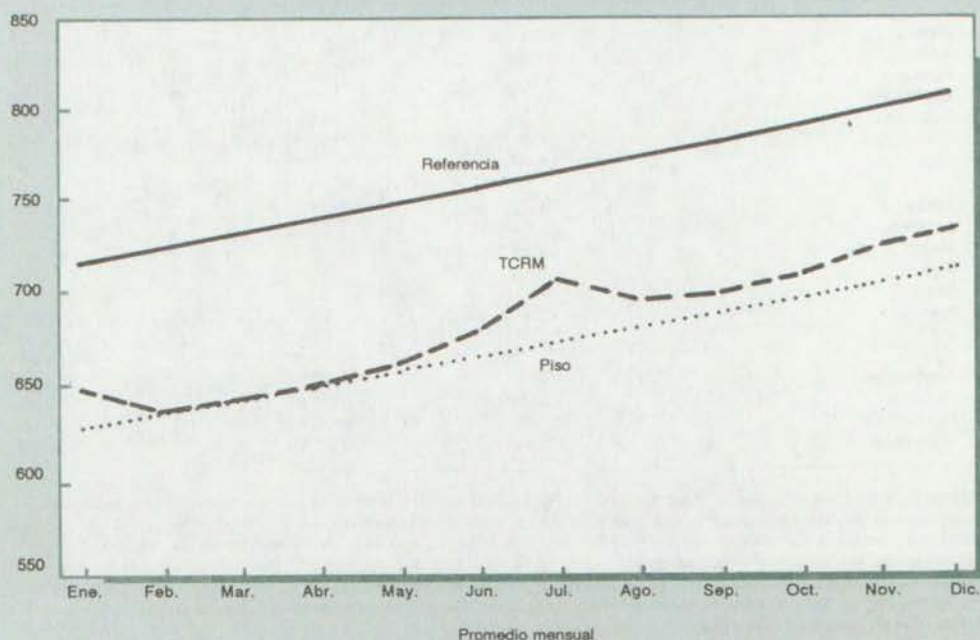
Luego de una fase de transición, a lo largo del año precedente, ha comenzado a tener plena vigencia el nuevo régimen cambiario que ha descentralizado las operaciones cambiarias y sentado las bases para que la tasa de cambio tienda a responder básicamente a determinantes de mercado. La entrada en vigor del nuevo esquema se produjo en el contexto ya comentado de acumulación de reservas, lo que implicó la necesidad de intervención por parte del Banco de la República como comprador de divisas, a fin de aminorar las tendencias revaluacionistas implícitas, que habrían disminuido abruptamente la competitividad de las exporta-

ciones. El mecanismo del certificado de cambio ha hecho posible que el Banco de la República compre las divisas y esterilice la expansión monetaria que ello ocasiona.

Con el certificado, la tasa de cambio de mercado fluctúa dentro de una banda cuyo límite superior es la tasa fijada diariamente por el Banco para la redención de certificados vencidos y el inferior es la misma descontada en 12.5%. Hasta abril de 1992, la tasa de mercado comenzó a caer, acercándose al límite inferior para luego recuperarse y ubicarse en diciembre más cerca al centro de la banda (Gráfico 2). En ausencia de la mencionada intervención del Banco Central como comprador de divisas en el límite del descuento máximo, durante algunos meses del primer semestre del año la tasa de cambio de mercado hubiera caído por debajo de dicho nivel inferior.

La evidencia sugiere que en el largo plazo nuestro sector externo se equilibra a tasas de

GRAFICO 2  
Tasa de referencia y tasa de cambio libre  
1992





## NOTAS EDITORIALES

cambio reales similares a las obtenidas en el período 1986-1989, por lo que se ha buscado acercar el ITCR a estos niveles. Al finalizar 1991, el índice se ubicaba en 106.3, con caída

de 9.1% en dicho año; en 1992 disminuyó 2.0% (Cuadro 7 y Gráfico 3). En febrero de 1993 se ubica en 100.

CUADRO 7

**Índice de la tasa de cambio real del peso colombiano**

(Diciembre de 1986=100)

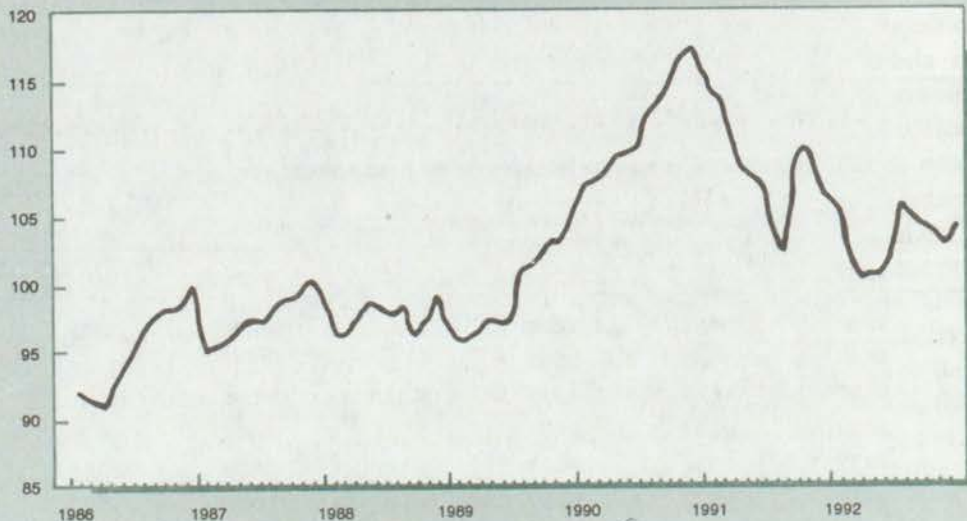
	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992*
Enero	92.07	94.91	97.20	95.64	107.05	113.70	105.16
Febrero	91.45	94.99	95.95	95.93	107.31	113.69	101.55
Marzo	91.27	95.60	96.56	95.73	107.69	110.86	100.28
Abril	90.93	96.32	97.61	97.23	109.04	108.37	100.27
Mayo	93.11	96.92	98.52	96.76	109.34	108.16	100.00
Junio	94.50	96.70	97.83	96.86	109.72	106.99	101.95
Julio	95.61	96.85	97.49	100.75	112.11	103.55	105.69
Agosto	96.64	98.31	98.02	100.91	112.98	101.93	104.65
Septiembre	97.68	98.74	96.08	101.83	113.47	108.19	104.24
Octubre	98.02	98.68	97.10	102.97	115.77	109.91	103.53
Noviembre	98.14	100.09	99.09	102.74	116.93	107.80	102.65
Diciembre	100.00	99.70	97.69	105.02	116.93	106.25	104.12
<b>Variaciones porcentuales anuales</b>							
Enero	29.0	3.1	2.4	-1.6	11.9	6.2	-7.5
Febrero	29.8	3.9	1.0	0.0	11.9	5.9	-10.7
Marzo	27.3	4.7	1.0	-0.9	12.5	2.9	-9.5
Abril	21.0	5.9	1.3	-0.4	12.1	-0.6	-7.5
Mayo	21.9	4.1	1.7	-1.8	13.0	-1.1	-7.5
Junio	21.9	2.3	1.2	-1.0	13.3	-2.5	-4.7
Julio	18.8	1.3	0.7	3.3	11.3	-7.6	2.1
Agosto	16.4	1.7	-0.3	2.9	12.0	-9.8	2.7
Septiembre	16.5	1.1	-2.7	6.0	11.4	-4.7	-3.7
Octubre	11.3	0.7	-1.6	6.0	12.4	-5.1	-5.8
Noviembre	9.2	2.0	-1.0	3.7	13.8	-7.8	-4.8
Diciembre	8.2	-0.3	-2.0	7.5	11.3	-9.1	-2.0

\* Cifras provisionales. Diciembre: Índice estimado.

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

GRAFICO 3  
 Índice de la tasa de cambio real del peso colombiano (1)  
 (Comercio global sin café)

Diciembre de 1986 = 100



(1) Deflactado por el IPP.  
 Datos a diciembre de 1992.

Cifras provisionales para el último año

### III. Comportamiento de la economía en 1992

#### A) Sector real

En 1992 la actividad productiva tuvo una ligera aceleración con relación al año anterior. Se estima que el producto interno bruto creció 3.6%, superior en cerca de punto y medio a lo observado en 1991. Este desempeño resulta significativo si se tienen en cuenta los diversos eventos que dificultaron el panorama económico, como el racionamiento de energía, la sequía, la caída en el precio externo de importantes productos agrícolas de exportación, así como la profundización de la recesión en los principales países industrializados.

Se reactivaron el consumo y la inversión privada, con lo cual se compensó el menor dinamismo de la demanda externa. El comporta-

miento de la demanda interna está asociado con el compromiso y credibilidad que los agentes adoptaron frente al nuevo modelo de desarrollo. Este elemento, junto con la reducción de la tasa de interés, impulsó el consumo y la inversión. Se calcula que el consumo de los hogares registró un incremento de 3.8% y el de las administraciones públicas uno de 3.5%. La inversión presenta incremento de 11.5% (Cuadro 8).

A nivel sectorial dicho desempeño se manifiesta en la recuperación de la industria. Igualmente fue positivo el comportamiento del comercio y de los servicios. Sin embargo, la construcción fue el sector más dinámico. La minería, aunque escapa a esta lógica general, pudo sobreponerse a los atentados a la infraestructura petrolera, alcanzando un crecimiento aceptable. La actividad agropecuaria registró un crecimiento moderado, con aumento de 0.3% en los cultivos no cafeteros (Cuadro 9).



## NOTAS EDITORIALES

CUADRO 8

### Descomposición del Producto Interno Bruto, según los componentes del gasto

	Variaciones porcentuales							
	1985	1986	1987	1988	1989	1990p	1991p	1992e
<b>Consumo final</b>	2.2	3.0	4.0	4.5	3.6	4.0	1.2	3.7
Consumo de los hogares	1.9	3.2	3.8	3.7	3.2	3.5	1.0	3.8
Consumo administraciones públicas	4.5	1.4	5.6	9.9	5.6	7.1	2.6	3.5
<b>Formación interna bruta de capital</b>	-9.6	4.4	9.2	8.0	-7.3	-3.1	-10.8	11.2
Formación bruta de capital fijo	-5.2	7.6	0.8	10.9	-5.2	-2.9	-5.2	11.5
Variación de existencias	-39.0	-29.6	141.5	-10.8	-24.4	-4.7	-70.0	0.5
<b>Demanda interna</b>	-0.1	3.2	4.9	5.2	1.5	2.8	-0.7	4.8
<b>Balance externo</b>	2.7	12.3	25.5	-38.0	125.6	43.4	65.2	-11.3
Exportaciones	14.3	20.7	7.8	0.3	8.4	16.7	5.8	6.7
Importaciones	-6.6	4.1	5.3	6.6	-2.8	10.8	-11.3	16.7
<b>Producto Interno Bruto</b>	3.1	5.8	5.4	4.1	3.4	4.1	2.3	3.6

p: Provisional.

e: Estimado.

Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), Cuentas Nacionales de Colombia, 1992 estimación D.N.P.

CUADRO 9

### Tasa de crecimiento del Producto Interno Bruto y de los principales sectores económicos

(A precios constantes de 1975) - (Porcentajes)

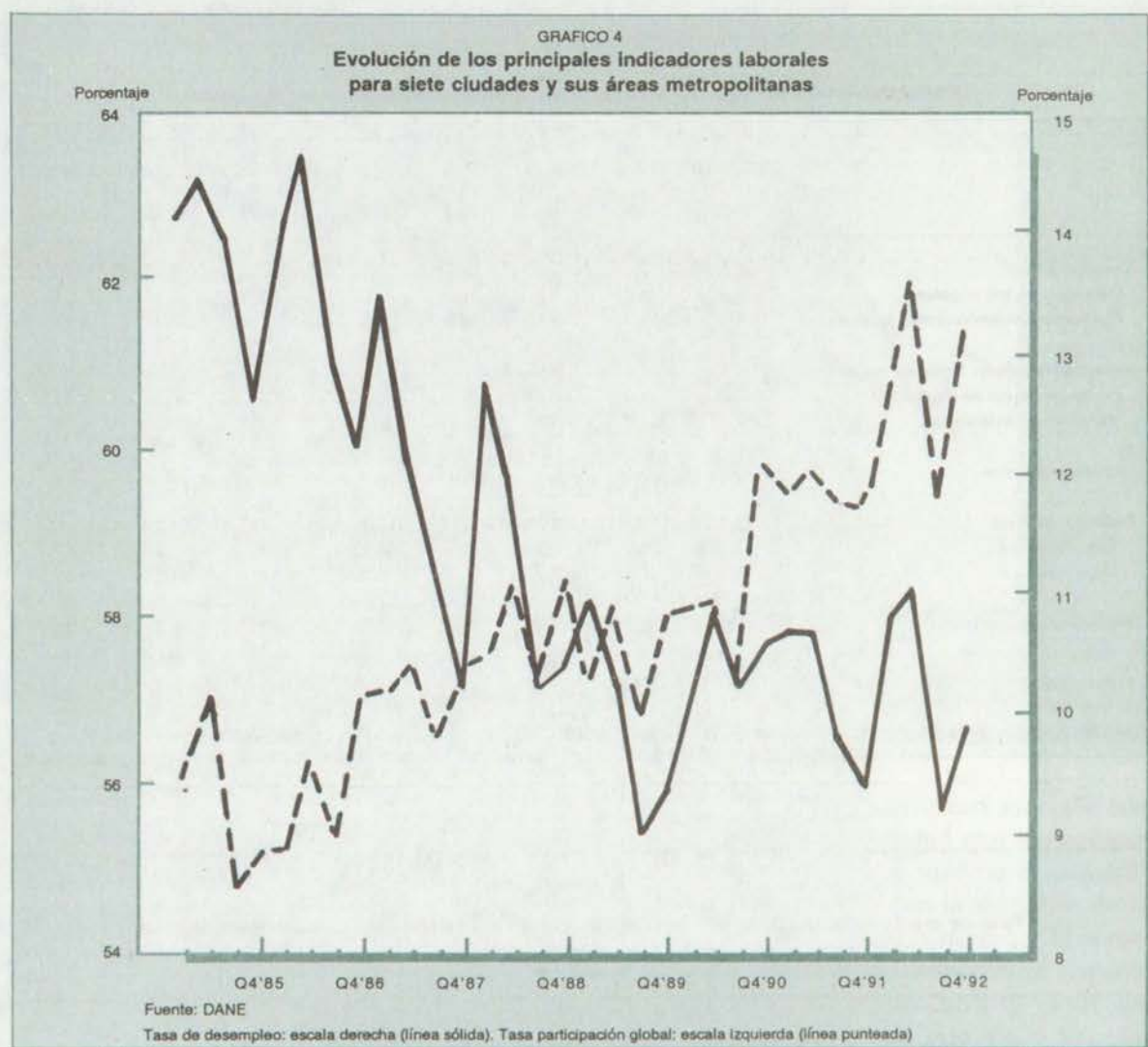
Años	PIB Total	Sectores económicos				
		Agropecuario	Industria manufacturera	Construcción y obras públicas.	Minería	Resto (1)
1985	3.1	1.6	3.0	8.6	38.0	2.2
1986	5.8	3.4	5.9	4.9	62.1	4.3
1987	5.4	6.4	6.2	(10.0)	24.0	4.6
1988	4.1	2.6	1.9	13.2	4.5	4.9
1989	3.4	4.3	5.6	(8.1)	11.6	2.4
1990p	4.1	6.8	4.3	(15.1)	3.0	4.2
1991p	2.3	4.9	(0.5)	4.2	0.8	2.5
1992e	3.6	1.2	5.1	9.8	3.8	3.6

p: Provisional.

e: Estimado.

(1) Incluye comercio, transporte y comunicaciones, servicios financieros, servicios del gobierno, etc.

Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), Cuentas Nacionales de Colombia, 1992 estimación D.N.P.



El comportamiento del empleo se adecuó a los resultados de la producción. En septiembre se observó una disminución de la tasa de desempleo, asociada en parte al dinamismo de la construcción. En diciembre la tasa de desempleo se situó en 9.9%, cifra que es superior en 0.5% a la observada en igual mes del año anterior (Gráfico 4). Al mismo tiempo, en el año la tasa de participación global (población económicamente activa como proporción de la población en edad de trabajar) aumentó significativamente.

#### B) Sector externo

Durante 1992 continuó el proceso de acumulación de reservas internacionales que se ha venido registrando desde 1990. En el año que se comenta, las mismas se incrementaron en US\$ 1.347 millones, llevando el saldo a US\$ 7.768 millones. Como en años precedentes, dicho resultado se originó, en gran parte, en el excedente de las operaciones corrientes de la balanza de pagos, derivado de una balanza comercial superavitaria y del in-



## NOTAS EDITORIALES

CUADRO 10				
Cuenta corriente				
(US\$ millones)				
	1991p	1992e	Variación	
			Absoluta	%
I. Cuenta corriente	2.347.3	902.6	-1.444.7	-61.5
A) Bienes	2.959.4	1.432.5	-1.526.9	-51.6
1. Exportación	7.507.4	7.284.9	-222.5	-3.0
2. Importación	4.548.0	5.852.4	1.304.4	28.7
B) Servicios	-2.309.3	-2.069.7	239.6	-10.4
C) Transferencias	1.697.0	1.539.8	-157.2	-9.3

p: Preliminar.  
e: Estimado.  
Fuente: Banco de la República.

greso de divisas por concepto de transferencias, según se puede apreciar en el Cuadro 10.

En 1992 la cuenta corriente registró un superávit de US\$ 903 millones, guarismo importante aunque inferior al de 1991. Este resultado obedece a que si bien el balance comercial arrojó un excedente de US\$ 1.527 millones, no alcanzó los niveles obtenidos en 1991, sobre todo por el avance en el valor de las importaciones (28.7%); las exportaciones totales registraron un ligero retroceso (-3.0%). El balance neto en servicios continuó siendo negativo, mientras el flujo de transferencias se mantuvo estable.

El ascenso de las importaciones en un proceso de apertura es previsible, dada la reducción de aranceles, que en el caso colombiano estuvo acompañada por una ligera caída de la tasa de cambio real y por la supresión de restricciones cuantitativas. Debido a la incertidumbre propia del proceso, la reacción importadora sólo vino a manifestarse a finales de 1991, consolidándose en el año que se comenta. El Cuadro 11 permite observar que fueron los bienes de capital los que registraron mayor ascenso

CUADRO 11				
Importaciones discriminadas por CUODE				
(US\$ millones)				
	1991p	1992e	Variación	
			Absoluta	%
I. Importaciones	4.548.0	5.852.4	1.304.4	28.7
A) Consumo	570.4	763.1	192.7	33.8
B) Intermedios	2.522.3	2.902.5	380.2	15.1
C) Capital	1.455.3	2.186.9	731.6	50.3

p: Preliminar.  
e: Estimado.  
Fuente: Banco de la República.

(50.3%), lo cual refleja la reactivación de la inversión. Así mismo, se destaca el crecimiento de los bienes intermedios (15.1%).

Por su parte, se estima que las exportaciones llegaron a US\$ 7.285 millones (Cuadro 12), guarismo algo inferior al del año anterior, descenso en gran parte atribuible a los menores precios de varios productos de exportación. Excepto en el caso del petróleo, los mayores volúmenes no lograron compensar el deterioro de precios.

Las exportaciones no tradicionales, que alcanzaron US\$ 3.541 millones, representaron el 48.6% del total y mantuvieron el nivel récord de 1991. Entre los factores que explican este estancamiento, luego de varios años de vigorosa dinámica, cabe destacar la recesión de los países industriales, la cual afectó tanto la demanda como los precios de varios productos, hipótesis que se valida al constatar que los volúmenes avanzaron 6%.

El Cuadro 13 contiene las estimaciones de los flujos de capital registrados durante 1992. Contrario al año anterior, cuando se presentó



CUADRO 12  
Exportaciones  
(US\$ millones)

	1991p	1992e	Variación	
			Absoluta	%
I. Exportaciones	7.507.4	7.284.9	-222.5	-3.0
A) Exportaciones no tradicionales	3.541.1	3.541.1	0	0.0
B) Café	1.323.6	1.269.5	-54.1	-4.1
C) Hidrocarburos	1.460.5	1.439.8	-20.7	-1.4
D) Carbón	630.2	551.3	-78.9	-12.5
E) Ferróniquel	143.5	120.4	-23.1	-16.1
F) Oro	408.5	362.8	-45.7	-11.2

p: Preliminar.  
e: Estimado.  
Fuente: Banco de la República.

un déficit de US\$ 782 millones, debido principalmente al pago de acreencias y otros movimientos de corto plazo, en 1992 se registra un balance positivo de US\$ 220 millones. Se destaca el importante aporte de la inversión extranjera, asociada en parte con las explotaciones de hidrocarburos. Los montos recibidos por este concepto comenzaron a repuntar desde el año anterior; en 1992 ascendieron a US\$ 723 millones. Estos ingresos han sido compensados en parte por mayor amortización de deuda pública realizada tanto en cumplimiento de vencimientos previstos, como en respuesta a la disponibilidad de reservas internacionales.

En 1992 el sector público recibió recursos por US\$ 1.835 millones; US\$ 716 millones de la banca multilateral, US\$ 664 millones de la comercial y US\$ 455 millones de otras fuentes. Se destaca el desembolso del segundo tramo del crédito integrado con la banca comercial por US\$ 525 millones. Por su parte, las amortizaciones totalizaron US\$ 2.297 millones, superiores en US\$ 304 millones a las de 1991, al fortalecerse la política de sustitución de

CUADRO 13  
Cuenta de capital  
(US\$ millones)

	1991p	1992e	Variación
			absoluta
I. Cuenta capital	-782.0	220.4	1.002.4
A) Capital largo plazo	144.5	303.8	159.3
1. Inversión directa	432.6	722.9	290.3
2. Deuda externa	-288.1	-419.1	-131.0
a) Sector público	-277.7	-462.0	-184.3
- Desembolsos	1.715.3	1.835.0	119.7
- Amortizaciones	1.993.0	2.297.0	304.0
b) Sector privado	-10.4	42.9	53.3
- Desembolsos	159.1	509.7	350.6
- Amortizaciones	169.5	466.8	297.3
B) Capital corto plazo	-926.5	-83.4	843.1
1. Activos en el exterior	-404.1	473.0	877.1
2. Endeudamiento externo	-522.4	-556.4	-34.0

p: Preliminar.  
e: Estimado.  
Fuente: Banco de la República.

deuda pública externa por interna, mediante la colocación de bonos de deuda pública interna (Bonos Ley 55) en monto de US\$ 500 millones.

Dado el mayor crecimiento de las amortizaciones frente a los desembolsos, el saldo de la deuda pública de mediano y largo plazo disminuye de US\$ 14.464 millones a US\$ 14.002 millones. Como porcentaje del PIB, dicho saldo se reduce a 27.3%, después de haber alcanzado niveles superiores al 38% en la década pasada.

### C) Sector público

Los resultados fiscales fueron satisfactorios y contribuyeron a fortalecer el patrón de estabili-



## NOTAS EDITORIALES

dad registrado en los últimos años (Cuadro 14). El déficit estimado para 1992 es de 0.60% del PIB; el mismo fue financiado a través de la suscripción forzosa de bonos contemplada en la reforma tributaria, evitándose así presiones indeseables sobre el mercado financiero <sup>1</sup>.

Estos resultados fiscales se lograron gracias a varias reformas e innovaciones en materia de política fiscal. En primer lugar, se adoptaron medidas, como la aprobación por parte del Congreso de una reforma tributaria, que facilitan el equilibrio fiscal para los próximos años y se puso en marcha una estrategia de sustitución de endeudamiento externo por doméstico. En segundo lugar, se logró absorber los desequilibrios en los sectores energético, cafetero, y en el Metro de Medellín. En tercer lugar, adquirió importancia el papel de intermediario por parte del Gobierno Nacional, con préstamos a otras instancias del sector, que ascendieron a \$ 713.8 mil millones.

La reforma tributaria fue la medida más importante de 1992. Su efecto inmediato fue finan-

ciar el déficit de dicho año, a través de la suscripción forzosa de bonos por \$ 208 mil millones. Los resultados futuros de la reforma son importantes y empezarán a tener efecto a partir de 1993. El incremento en la tasa del IVA del 12% al 14%, la ampliación de su base y las contribuciones especiales sobre la renta, proveerán los recursos para financiar tanto las mayores transferencias a los departamentos y municipios como las erogaciones que demanda el propósito de pacificación del país.

Los ingresos del Gobierno Nacional se elevaron gracias al comportamiento del impuesto de renta y a la dinámica de las importaciones, que junto con una mayor eficiencia en el recaudo, compensaron la reducción arancelaria (Cuadro 15). La evolución de los ingresos ha sido vital para lograr una expansión saneada de los gastos, sin que ello signifique que se deba descuidar su control, como se indica más adelante.

<sup>1</sup> El Banco de la República ha considerado los Bonos de Seguridad Interna como una fuente de financiamiento del déficit fiscal.

CUADRO 14  
Sector público no financiero (1)

(Como proporción del PIB)

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
<b>Ingresos totales</b>	29.58	33.61	31.85	32.46	32.74	31.97	33.61	31.70
1. Tributarios	13.61	13.93	14.43	14.19	14.21	14.23	15.56	15.61
2. No tributarios	15.96	19.67	17.42	18.27	18.53	17.74	18.05	16.09
<b>Pagos totales</b>	33.96	33.89	33.79	34.94	35.12	32.30	33.53	32.31
1. Pagos corrientes	24.64	24.81	26.13	26.06	26.73	25.96	27.09	25.18
2. Pagos de capital (2)	9.32	9.08	7.66	8.88	8.38	6.34	6.44	7.13
<b>Déficit (-)/superávit (+)</b>	-4.38	-0.29	-1.94	-2.48	-2.38	-0.33	0.08	-0.60

(1) Este escenario es neto de transferencias e incluye dentro del financiamiento los bonos BDSI.

(2) Incluye el préstamo neto.

Fuente: Banco de la República, Departamento de Investigaciones Económicas, 1985-1989 y 1992, DNP 1990-1991



CUADRO 15

## Gobierno Nacional Central. Operaciones Efectivas

(Miles de millones de pesos)

Concepto	1991	1992
<b>1. Ingresos corrientes brutos</b>	<b>3.269.0</b>	<b>4.279.6</b>
1.1 Menos papeles y devoluciones	104.7	87.3
1.2 Ingresos corrientes netos	3.164.3	4.192.3
<b>2. Pagos totales</b>	<b>3.231.7</b>	<b>4.815.2</b>
2.1 Funcionamiento	2.074.0	2.913.4
2.1.1 Servicios personales	566.0	788.8
2.1.2 Gastos Generales	215.0	231.4
2.1.3 Transferencias	1.289.0	1.886.2
2.1.4 Embargos	4.0	7.0
2.2 Intereses	364.7	390.3
2.2.1 Deuda interna	97.8	129.1
2.2.2 Deuda externa	266.9	261.2
2.3 Inversión	610.0	797.7
2.4 Préstamo bruto a entidades	183.0	713.8
<b>3. Superávit o déficit</b>	<b>(67.4)</b>	<b>(622.9)</b>
<b>4. Financiamiento</b>	<b>67.4</b>	<b>622.9</b>
4.1 Crédito externo neto	11.0	(245.4)
4.1.1 Desembolsos	457.0	485.8
4.1.2 Amortizaciones	446.0	496.0
4.1.3 Corto plazo neto	-	(235.2)
4.2 Crédito interno neto	56.4	868.3

Fuente: Tesorería General de la República, Dirección de Impuestos Nacionales y Banco de la República.

Es conveniente señalar que la estabilidad de las finanzas del sector se logró en presencia de desequilibrios en entidades descentralizadas (Cuadro 16). Los ingresos del sector eléctrico disminuyeron debido al racionamiento; el superávit de Ecopetrol fue inferior al previsto, debido a los efectos que tuvieron los ataques a las líneas de conducción de crudo, al aumento de las importaciones de gasolina y a las mayores inversiones en plantas generadoras de energía. Similar situación se registró con el Fondo Nacional del Café, cuyas necesidades de financiamiento ascendieron a \$ 173 mil millones (0.5% del PIB). Los precios externos descendieron a los niveles más bajos de los últimos años, a la vez que la producción continuó siendo muy elevada. Las medidas que se tomaron contribuyeron a que el déficit estima-

do fuera inferior al inicialmente previsto. Las de mayor trascendencia fueron: reducción del precio interno, erradicación de cultivos, suspensión de subsidios a los cultivadores, mayores exportaciones y la concesión de créditos por parte del Gobierno Nacional.

En cuanto al manejo financiero del sector público, la colocación de deuda interna por cerca de US\$ 700 millones con plazos entre 3 y 7 años consolida el establecimiento de un nuevo mecanismo de financiación. Dentro de un novedoso manejo del portafolio, buena parte de estos recursos se mantuvieron en depósitos en el exterior.

Por último, es pertinente señalar la importancia que alcanzaron los créditos y las transferencias que el Gobierno Nacional concedió a otras entidades del sector y que ascendieron al 2.1% del PIB. Si bien este mecanismo facilita el apoyo de entidades que se encuentran en problemas, es preocupante que se convierta en un mecanismo de uso generalizado, puesto que ello disminuiría el incentivo a que se hagan ajustes estructurales impostergables en las entidades receptoras de los fondos.

#### D) Precios

En 1992 la variación anual del Índice de Precios al Consumidor llegó al 25.13%, cifra que aunque superó las metas señaladas por las autoridades (22%), fue inferior a la obtenida el año anterior (26.8%), consolidando así una tendencia a la baja. Por su parte, el Índice de Precios del Productor aumentó sólo 17.9% (Cuadros 17 y 18 y Gráfico 5).

De manera general puede señalarse que en dicho comportamiento interactúan una serie de factores, algunos vinculados a políticas económicas y otros de carácter puntual, como la situación de la oferta agropecuaria. Además, la formación de precios de un conjunto de bienes y servicios está altamente condicionada por la



## NOTAS EDITORIALES

CUADRO 16

### Colombia. Sector público no financiero - 1992 (1)

(Miles de millones de pesos)

Conceptos	Sector eléctrico	Carbocel	Ecopetrol	Telecom	Metro Medellín	Resto entidades	Seguridad social	Regional y local	Entidades no incluidas	Fondo Nacional del Café	Gobierno Nacional	Total 1992	% PIB
<b>1. Ingresos totales</b>	887.4	199.0	1.774.1	367.5	18.4	1.387.9	712.9	2.730.7	98.0	498.4	4.192.3	12.866.6	37.6
1.1 Explotación bruta	780.4	158.6	1.698.1	327.1	0.0	690.7	0.0	173.9	0.0	495.6	0.0	4.324.3	12.6
1.2 Aportes del Gobierno													
Nacional Central	17.3	0.0	0.0	0.0	0.0	361.9	149.0	1.396.1	98.0	0.0	0.0	2.022.3	5.9
1.2.1 Funcionamiento	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	95.3	94.2	1.358.3	98.0	0.0	0.0	1.646.8	4.8
1.2.2 Inversión	16.3	0.0	0.0	0.0	0.0	266.6	54.8	37.8	0.0	0.0	0.0	375.5	1.1
1.3 Otros ingresos	89.7	40.4	76.0	40.4	18.4	335.4	563.9	-1.160.8	0.0	2.8	4.192.3	6.520.0	19.1
<b>2. Pagos totales</b>	809.1	27.3	1.805.1	308.2	58.3	1.290.9	733.5	2.667.9	3.2	670.9	4.815.2	13.073.1	38.2
2.1 Pagos corrientes	737.7	213.3	1.382.3	204.2	88.8	819.0	696.6	2.071.7	3.2	738.4	3.303.7	10.258.8	30.0
2.1.1. Intereses deuda externa	151.8	88.9	30.4	7.5	87.8	42.9	0.3	8.5	3.2	22.0	261.2	704.4	2.1
2.1.2. Intereses deuda interna	210.8	0.7	1.7	0.0	0.8	13.2	0.4	82.0	0.0	19.1	129.1	457.8	1.3
2.1.3. Otros	375.2	123.6	1.350.2	196.6	0.2	762.9	695.9	1.981.2	0.0	697.3	2.913.4	9.096.6	26.6
2.1.4. Costo final del faltante	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
2.2. Pagos de capital	330.0	10.3	366.2	104.1	65.9	472.0	6.8	584.1	0.0	6.5	797.7	2.743.6	8.0
2.2.1. F.B.K.F.	319.9	8.0	344.5	104.1	65.9	465.3	6.8	499.0	0.0	2.8	87.7	1.904.0	5.6
2.2.2. Otros	10.2	2.3	21.7	0.0	0.0	6.7	0.0	85.1	0.0	3.6	710.0	839.6	2.5
2.3. Préstamo neto	-258.6	-196.3	56.6	0.0	-213.0	0.0	30.1	12.1	0.0	-74.0	713.8	70.7	0.2
<b>3. Déficit (-) o superávit (+)</b>	78.3	171.7	-31.0	59.3	78.7	96.9	-20.6	82.8	94.8	-172.5	-822.9	-206.6	-0.6
<b>4. Financiamiento</b>	-78.3	-171.7	34.0	-59.3	-78.7	-96.9	20.6	-82.8	-94.8	172.5	822.9	206.6	0.6
4.1. Crédito externo neto	-52.2	-186.2	75.3	9.5	-49.7	-64.0	0.0	0.0	-8.8	-15.6	-245.4	-537.2	-1.6
4.1.1. Mediano y largo plazo	-66.7	-159.3	-59.2	10.2	-49.7	-64.0	0.0	0.0	-8.8	0.0	-10.2	-407.7	-1.2
4.1.1.1. Desembolsos	147.0	68.1	77.6	26.6	50.4	86.4	0.0	0.0	59.9	0.0	485.8	1.003.7	2.9
4.1.1.2. Amortizaciones	213.7	227.3	136.8	18.4	100.0	150.5	0.0	0.0	68.7	0.0	496.0	1.411.4	4.1
4.1.2. Corto plazo neto	14.5	-27.0	134.5	-0.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-15.6	-235.2	-129.5	-0.4
4.2. Crédito interno neto	-26.0	14.5	-44.3	-68.7	-27.0	-32.9	20.6	-62.8	-85.9	188.1	868.3	743.7	2.2
Déficit/PIB %	0.229	0.502	-0.091	0.173	0.224	0.283	-0.060	0.184	0.277	-0.504	-1.821	-0.604	

(1) Corresponde al escenario Banco de la República. Aquí se consideran los BDSI por debajo de la línea.

inflación pasada o por la situación de las empresas que los proveen, lo cual introduce resistencias a la caída en la inflación.

En este orden de ideas, es pertinente poner de relieve que como respuesta a la reducción de la devaluación y a la desgravación arancelaria, así como a una política fiscal restrictiva, muchos precios presentaron una considerable desaceleración. En particular, los correspondientes a bienes de origen industrial mostraron una

variación anual de 20.4%, comportamiento que se ratifica al observar la evolución del IPP (Cuadro 18).

Los precios del sector agropecuario presentaron aumento de 27.6%, superior al de 1991 (25.4%). Su dinámica se explica en parte por dos de sus componentes: en primer lugar, los productos agrícolas sin procesar, cuyas cotizaciones han tenido amplias fluctuaciones, pasando de una tasa de variación anual de sólo

## NOTAS EDITORIALES

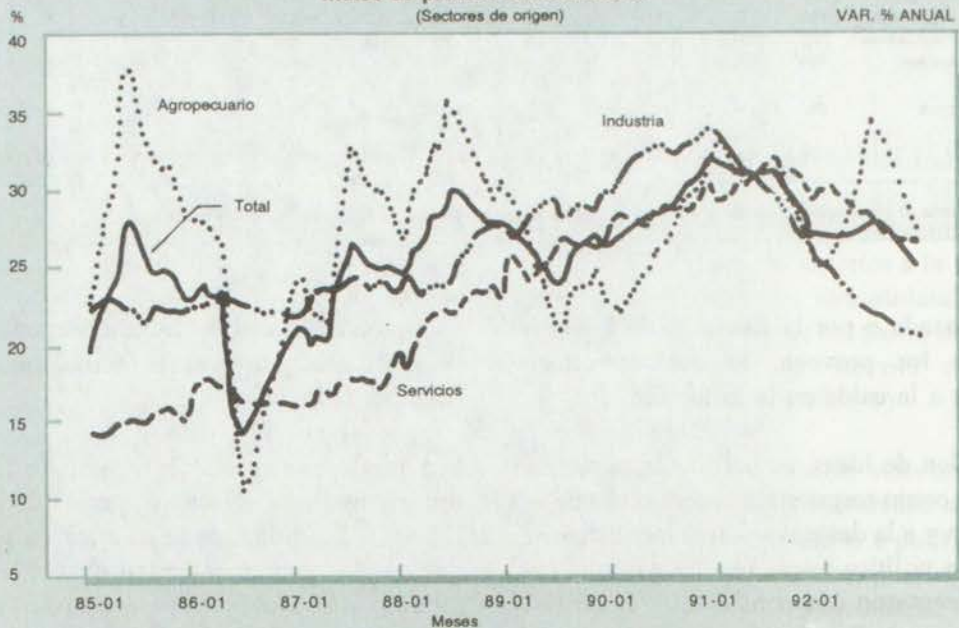
CUADRO 17

### Índice de precios al consumidor según sectores y subsectores

Actividad	Ponderación	Variación anual		Contribución a la variación anual En puntos porcentuales	
		Dic. 1991	Dic. 1992	Dic. 1991	Dic. 1992
<b>Total nacional</b>	<b>100.0</b>	<b>26.82</b>	<b>25.13</b>	<b>26.82</b>	<b>25.13</b>
<b>Productos agropecuarios</b>	<b>33.8</b>	<b>25.38</b>	<b>27.64</b>	<b>8.35</b>	<b>9.00</b>
Sin procesar	8.7	11.91	24.31	1.05	1.89
Avícolas y ganaderos procesados	13.3	42.30	37.14	5.22	5.15
Agrícolas procesados	10.4	16.14	15.43	1.66	1.45
Otros productos alimenticios	1.5	23.71	33.86	0.42	0.50
<b>Productos industriales</b>	<b>30.3</b>	<b>25.49</b>	<b>20.35</b>	<b>8.07</b>	<b>6.38</b>
Textiles y confecciones	8.1	24.19	18.15	1.91	1.40
Cuero y calzado	2.2	26.71	21.35	0.52	0.42
Tabaco	0.8	28.39	27.61	0.28	0.27
Bebidas	2.4	29.09	33.95	0.80	0.95
Otros	16.8	25.22	18.67	4.56	3.34
<b>Servicios</b>	<b>35.9</b>	<b>29.36</b>	<b>27.03</b>	<b>10.40</b>	<b>9.76</b>
Arrendamientos	20.1	27.13	24.23	4.93	4.42
Estatales	5.5	34.93	32.51	2.24	2.22
Personales	3.5	29.89	28.82	1.07	1.05
Enseñanza, cultura y esparcimiento	3.3	28.34	31.15	0.97	1.07
Transporte	3.4	30.87	25.26	1.16	0.98
Parqueadero	0.0	45.19	23.67	0.03	0.02

Fuente: DNP-UDA-SITOD

GRAFICO 5  
Índice de precios al consumidor  
(Sectores de origen)



Fuente: DNP - UDA - SITOD.



CUADRO 18

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

(Variación anual)

Actividad	Ponde- ración	Dic. 1990	Dic. 1991	Dic. 1992
<b>Total</b>	<b>100.0</b>	<b>29.87</b>	<b>23.07</b>	<b>17.9</b>
Consumo intermedio	54.6	26.42	21.16	15.1
Consumo final	33.0	33.33	28.16	23.5
Formación de capital	7.9	27.39	18.05	9.7
Materiales de construcción	4.6	24.07	17.76	22.1

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

11.9% en diciembre de 1991 a una máxima de 46.2% en julio de 1992, cerrando el año en 24.3%. En segundo lugar, por los productos avícolas y ganaderos procesados, debido entre otros factores, a que el ciclo ganadero se encontraba en su fase de retención y a que su producción fue afectada por la prolongada sequía. Los precios de los servicios, por su parte, registraron un aumento de 27%, cifra en la cual tuvieron incidencia las cotizaciones de algunos rubros con precios administrados (Cuadro 19). No obstante, dicho incremento resultó inferior al registrado el año precedente.

En resumen, no obstante las bondades que ha mostrado la política de estabilización, reflejadas en el comportamiento de las cotizaciones de los bienes industriales, los problemas de oferta en el sector agropecuario y las características de formación de precios de los servicios impidieron que se hubiera alcanzado el nivel esperado de inflación. Para que en 1993 se logren avances adicionales es necesario seguir en el propósito de aumentar la productividad agropecuaria, así como adecuar a la mayor brevedad posible los precios administrados a los niveles requeridos para cubrir los costos de prestación de servicios,

CUADRO 19

**Indice de precios al consumidor, controlados  
y no controlados**

(Variación anual)

Actividad	Ponde- ración	Dic. 1990	Dic. 1991	Dic. 1992
<b>Total</b>	<b>100.0</b>	<b>32.37</b>	<b>26.82</b>	<b>25.13</b>
No controlados	69.0	33.01	25.73	24.44
Controlados	31.0	30.92	29.32	26.69
Arrendamiento	20.1	24.36	27.13	24.23
Controlados sin arrendamiento	10.9	41.98	32.58	30.19
- Servicios públicos	3.7	43.96	39.65	31.36
- Transporte	3.0	49.81	31.37	23.70
- Combustibles	1.7	42.26	25.04	35.93
- Educación	2.5	29.81	28.16	32.55

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

estimados con base en adecuadas condiciones de eficiencia y productividad, por parte de las empresas del Estado. Esto último supone, entre otras, la necesidad de aumentar la eficiencia de estas empresas para que el saneamiento de sus finanzas no dependa exclusivamente de los ajustes requeridos en los precios de los servicios que suministran. De igual manera, será fundamental que en toda la economía los niveles de salarios al igual que los incrementos salariales tiendan a definirse en torno a la productividad y las variaciones que anualmente se registren en esa variable, para efectos de superar así un factor importante de la inercia inflacionaria al tiempo que se incrementa la competitividad.

La variable crucial en el control de la inflación es la productividad, pues los aumentos en ésta hacen posible incrementos no inflacionarios en el salario real en las actividades industriales y de servicios. Por otra parte, una mayor productividad agrícola permite que crezca la oferta de alimentos sin que aumen-



ten los precios. Es importante recordar que aunque los productores rurales expanden rápidamente la oferta de un producto cuando sube su precio en relación a otros precios agrícolas, el crecimiento general en los precios del sector no hace significativamente mayor la oferta agrícola agregada; ésta sólo puede aumentar a través de crecimiento en la productividad y en el área cultivada.

#### IV. Perspectivas para 1993

Las proyecciones más razonables sobre el probable comportamiento de las principales variables macroeconómicas en 1993, sugieren que las metas acordadas entre el Banco y el Gobierno en materia de política cambiaria, crediticia, monetaria, y fiscal harían posible disminuir el ritmo de inflación a niveles cercanos al 22% entre diciembre de 1992 e igual mes de 1993.

Sin embargo, las proyecciones tienen un margen de error significativo, y se hace necesario seguir en detalle la evolución de la economía a través del año y hacer los ajustes de política que sean necesarios para lograr las metas de inflación cuando alguna variable macroeconómica estratégica se comporte de manera muy diferente a lo previsto. En particular, las proyecciones de reservas internacionales tienen tradicionalmente un alto margen de error, y será preciso ajustar las políticas a los cambios que ocurran en éstas con relación a las proyecciones iniciales.

El objetivo de las autoridades para 1993 es continuar la orientación estabilizadora de la política monetaria y cambiaria para consolidar los logros recientes en materia de inflación. Dicha baja fue posible gracias a la estabilidad y coherencia de los instrumentos utilizados; se debe continuar con este esquema en 1993. El logro de una inflación del 22% como máximo constituye el centro de atención para el Banco

de la República. A su vez, se considera indispensable el mantenimiento de una tasa de cambio competitiva, en virtud de la importancia de esta variable en el devenir de la economía.

Se considera que el crecimiento monetario y la política de tasas de interés deben ser consistentes con ambos propósitos. Un aumento exagerado de los medios de pago redundaría en presiones inflacionarias. Por ello, es importante subrayar como rango objetivo, límites de 24% a 30% en el crecimiento de los medios de pago, de diciembre a diciembre. Dado que no se prevén cambios en la política de tasas de interés, la demanda por dinero no debería crecer a niveles superiores al ingreso nominal.

Sólo se deben aceptar desviaciones del corredor monetario aquí definido, si la demanda por dinero cambia de manera imprevista. Esto puede ocurrir si los operadores económicos disminuyen la proporción de su portafolio de liquidez en divisas, o si las expectativas de disminución de la inflación llevan a mayores crecimientos en la demanda por dinero a los previstos con base en la experiencia histórica. Estos fenómenos podrían justificar una desviación por encima del corredor. Al contrario, factores que hagan temer que se produzca una devaluación disminuirían la demanda por pesos, y esto justificaría una desviación de la oferta monetaria por debajo del corredor previsto.

Si no ocurre nada imprevisto en materia de demanda por dinero, será necesario seguir con una política activa de colocación de títulos del Banco de la República en el mercado para compensar el efecto monetario del aumento previsto en las reservas internacionales. Los diferentes modelos económicos manejados en el Banco de la República y el Departamento Nacional de Planeación sugieren que las reservas internacionales pueden crecer entre US\$ 700 millones y US\$ 900 millones en 1993, y esto requiere un aumento en el acervo de títulos del



Banco de la República en manos del público para que la oferta monetaria no supere los límites del corredor monetario adoptado por las autoridades.

Dada la importancia de las rigideces de algunos contratos en la explicación de procesos inflacionarios sostenidos, la Junta consideró necesario que los salarios, en su conjunto, se eleven 24% como máximo en 1993. Expresamos preocupación por el aumento superior a esta cifra en el salario mínimo y los salarios oficiales, reiterando que ello dificulta el manejo de la política.

La Junta considera que el déficit consolidado del sector público no financiero no debe ser superior a un 1.0% del PIB. Se plantea la inquietud por los incrementos del gasto del Gobierno Nacional que se están contemplando: 42% en el caso de servicios personales; 98% en bienes y servicios y 53.5% en transferencias<sup>2</sup>.

Los altos aumentos en el gasto público reflejan el esfuerzo del Gobierno por adecuar la estructura judicial y de orden público a las necesidades del país. Según el documento aprobado por el CONPES, titulado Programa Macroeconómico: 1993, se prevé un aumento de 64.2% en los gastos para justicia y seguridad entre 1992 y 1993. Los aumentos en personal y en la remuneración en los sectores de Justicia, las Fuerzas Armadas y la Policía, sin embargo, se tendrán que compensar con mayor eficiencia en otras partes del Estado si se desea evitar la gestación futura de un déficit fiscal inmanejable. De ahí la importancia de continuar actuando en el área de reforma del Estado, para concentrar los recursos públicos sólo en las áreas en que la acción estatal es indispensable.

Las metas de una inflación de 22%, y una tasa de cambio real constante, son coherentes con un déficit fiscal cercano al nivel acordado de 1% del PIB. Un déficit fiscal superior haría

necesario abandonar las metas en materia de tasas de interés, lo cual afectaría negativamente la inversión y el empleo, e implicaría una revaluación en la tasa de cambio real en el corto plazo. Es por esa razón que resulta tan importante evitar un aumento en el déficit fiscal, combinando recortes en gastos no esenciales con los aumentos necesarios en inversión social e inversión en justicia y orden público.

Factores adicionales deben conjugarse para llevar a cabo la meta propuesta. A este respecto, es fundamental una política agropecuaria activa que garantice, junto con un flujo adecuado de importaciones, el normal abastecimiento alimenticio.

Para lograr un aumento en la tasa de crecimiento de la economía, la autoridad monetaria prevé una variación de 30% en el crédito interno bruto del sector financiero al sector privado<sup>3</sup>, lo cual es congruente con las proyecciones de reservas internacionales, medios de pago y déficit fiscal. Un mayor déficit fiscal haría necesario disminuir el crédito al sector privado, con consecuencias negativas para la tasa de crecimiento de la economía.

Las predicciones sobre crecimiento económico no son fáciles en ningún país, y menos en Colombia, debido a serias deficiencias en la información económica. Los diferentes modelos económicos manejados por centros de investigación y entidades del sector público prevén un aumento en el crecimiento económico en 1993. Los estimativos de crecimiento del PIB están en un rango entre 3.8% y 5%. El Departamento Nacional de Planeación prevé un crecimiento del PIB en 1993 de 4.5% a 5.0%.

<sup>2</sup> CONFIS "Programa Anual de Caja del Gobierno Nacional y Panorama del Sector no Financiero 1992-93" Documento Asesores 030/92, diciembre 30 de 1992 y "Programa Macroeconómico 1993", Documento DNP-2635-UMACRO, Santafé de Bogotá, 4 de febrero de 1993.

<sup>3</sup> Crédito interno bruto se define como los préstamos y descuentos otorgados por el sistema financiero, más las inversiones en títulos valores emitidos por el sector privado.



## V. Situación financiera del Banco de la República

### A) Política y administración de las reservas internacionales

Una de las funciones propias del Banco es la administración de las reservas internacionales. La Constitución y su desarrollo en la Ley 31 de 1992 establecen los principios para ejecutar esta labor, que comprende el manejo, inversión, depósito en custodia y disposición de los activos de reserva. La administración de las reservas tiene como objetivos maximizar el beneficio de la economía nacional, conforme al interés público, y facilitar los pagos del país al exterior. Estos propósitos requieren que las reservas se manejen con criterios de seguridad, liquidez y rentabilidad, asignando la mayor prioridad a los dos primeros.

Para cumplir con el objetivo de seguridad, el Banco tiene en cuenta tres riesgos principales. Primero, el crediticio, referido a la calidad de las entidades depositarias e instrumentos de deuda. Segundo, el del mercado, referente a la variación de las tasas de interés. Tercero, el cambiario, con el fin de proteger las reservas de las fluctuaciones en la cotización de las monedas de reserva. El cubrimiento de este riesgo se obtiene por medio de un portafolio diversificado, que refleja la composición de la deuda externa.

Las reservas brutas a diciembre 30 de 1992 ascendieron a US\$ 7.778 millones<sup>4</sup>. La capacidad de las mismas es equivalente a 12 meses el valor mensual de los egresos en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Los principales componentes de las reservas internacionales a diciembre 30 aparecen en el Cuadro 20.

Durante 1992, la tendencia de las tasas de interés internacionales fue descendente (Cuadro 21). Por ello, la rentabilidad de las reservas,

CUADRO 20		
Principales componentes de las reservas internacionales (1)		
	US\$ millones	Porcentaje
Caja	45.4	0.6
<b>Inversiones:</b>		
Depósitos y títulos valores	7.190.3	92.4
Oro	172.1	2.2
<b>Fondo Monetario Internacional</b>		
Aportes y adquisición de derechos especiales de giro	133.7	1.7
<b>Fondo Latinoamericano de Reservas</b>		
Aportes y pesos andinos	190.7	2.5
Saldo neto a favor en los convenios internacionales de pago	45.8	0.6
<b>Total</b>	<b>7.778.0</b>	<b>100.0</b>

(1) A diciembre 30 de 1992.  
Fuente: Banco de la República - Departamento de Reservas y Financiamiento Externo.

medida en forma ponderada por monto y vencimiento y en el caso de las monedas distintas al dólar teniendo en cuenta la diferencia cambiaria por movimientos en las tasas de cambio, disminuyó de 7.93% en diciembre de 1991 a 5.36% en diciembre de 1992. Pese a su reducción, este rendimiento puede calificarse como muy satisfactorio para un portafolio de alta seguridad y liquidez como el que actualmente administra el Banco.

### B) Las finanzas del Banco en 1992 y su proyección para 1993

La nueva Constitución determinó que el Banco debe integrar y disponer de sus propios activos; manejarlos en su presupuesto y contabilizarlos en sus estados financieros. Es decir, debe unificar en una sola cuenta el manejo de sus recursos, de tal manera que haya unidad en su balance, en la obtención de sus utilidades y en

<sup>4</sup> Las reservas netas resultantes de deducir las obligaciones de corto plazo con organismos internacionales, se situaron en US\$ 7.768 millones.



CUADRO 21

## Tasas para eurodepósitos a tres meses

	Fin de:	
	Diciembre 1991	Diciembre 1992
Dólar americano	4.25	3.44
Marco alemán	9.50	8.75
Yen japonés	5.44	3.81
Franco suizo	8.06	5.94
ECU (European Currency Unit)	10.50	10.31
Precio del oro (US\$ por onza)	353.15	332.30

Fuente: Información Reuters.

el destino de éstas. El Constituyente dispuso que las reservas internacionales deben administrarse como activos del Banco y manejarse en sus cuentas junto con sus demás activos, y en consecuencia debe liquidarse la Cuenta Especial de Cambios<sup>5</sup>.

De tiempo atrás se ha presentado una discusión en torno al efecto monetario de la valoración en moneda legal de las reservas internacionales, cuando ocurren variaciones en la tasa de cambio. La posición que consistentemente ha defendido el Banco de la República consiste en que para que haya un manejo monetario ortodoxo, la devaluación no debe ser fuente de emisión.

De este planteamiento se desprendieron modificaciones en la legislación, de la importancia de aquellas contenidas en el Decreto 73 de 1983. Así mismo, la Ley 31 de 1992 recogió la especial consideración que se le dio a este tema, el cual quedó plasmado en el artículo 27, al señalar que las reservas internacionales deberán contabilizarse a tasa de mercado y que los cambios en la valoración de las mismas no afectarán los ingresos o egresos del Banco.

## VI. Valuación de los activos y pasivos del Banco en moneda extranjera y liquidación de la Cuenta Especial de Cambios

La Ley 31 de 1992 y el Decreto reglamentario 234 de 1993 determinaron que para la liquidación de la Cuenta Especial de Cambios, CEC, deberán causarse todos los ingresos y egresos a su cargo. Si el resultado es negativo y no alcanza a cubrirse con el saldo de los Fondos de Estabilización Cambiaria y de Inversiones Públicas, el faltante debe ser cubierto por el Presupuesto. Por el contrario, si el resultado es positivo, debe trasladarse a la reserva monetaria y cambiaria, la cual está destinada a financiar posibles pérdidas futuras del Banco.

El proceso de liquidación de la CEC involucró la causación de una serie de operaciones, las cuales, dentro del tradicional sistema de contabilidad de caja de la Cuenta, sólo iban a afectar su resultado cuando se produjera su ingreso o egreso efectivo. La ejecución del mandato de liquidación exigió la cuantificación y contabilidad de tales operaciones.

El Decreto 234 de 1993 reglamentario de la Ley del Banco, estableció el tratamiento que se le debe dar a la valuación de los activos y pasivos en moneda extranjera para registrarlos por su valor de mercado. Específicamente, se refirió a la manera de tomar en cuenta el ajuste de cambio peso-dólar, el diferencial dólar-otras

<sup>5</sup> Con anterioridad a la Ley 31 de 1992, no todas las operaciones del Banco quedaban recogidas en su balance; aquellas relacionadas con las políticas cambiaria y monetaria se recogían en la Cuenta Especial de Cambios, la cual siempre fue objeto de control por parte de la Contraloría General de la República.



CUADRO 22

Estado de liquidación Cuenta Especial de Cambios  
a enero 3 de 1993

(Millones de pesos)

	Acta de liquidación
<b>Ingresos</b>	
Rendimientos de inversiones	115.725.8
Intereses sobre convenios internacionales	17.401.6
Intereses causados sobre la financiación de la deuda externa privada	64.193.0
Rendimientos sobre cartera de líneas externas	3.612.6
Operaciones oro	55.6
Títulos canjeables diferencia de cambio recompra	17.278.9
Otras operaciones	42.0
<b>Total ingresos</b>	<b>218.309.3</b>
<b>Egresos</b>	
Intereses sobre certificados de cambio	1.901.1
Diferencia de cambio sobre certificados de cambio	20.532.6
Rendimientos de títulos canjeables	129.335.8
Intereses de convenios internacionales	889.1
Intereses sobre líneas de crédito externas	19.703.9
Pérdida potencial en valuación de activos en moneda extranjera	45.478.3
Venta de divisas para nómina diplomática	9.281.4
Otras operaciones	5.673.1
<b>Total egresos</b>	<b>232.795.3</b>
<b>Resultado de la causación (pérdida)</b>	<b>(14.486.0)</b>

monedas y la valorización de activos por cambios en su precio de mercado <sup>6</sup>.

### A) Causación de ingresos y egresos

La liquidación incluye la causación de todos los ingresos y egresos, así como los ajustes sobre los activos y pasivos en moneda extranjera con corte al 3 de enero de 1993. El resultado de causación se estima deficitario en aproximadamente \$ 14.486 millones. Tal como se aprecia en el Cuadro 22, el total de ingresos causados es de \$ 218.309 millones; los egresos ascienden a \$ 232.795 millones. La pérdida por causación, estimada en \$ 14.486 millones, será financiada con las disponibilidades de los Fondos de Estabilización Cambiaria y de Inversiones Públicas. El excedente de estos últimos después de cubrir la pérdida de la CEC

(\$ 213.827 millones) se traslada a la Reserva de Estabilización Monetaria y Cambiaria.

### B) Ajustes de activos y pasivos en moneda extranjera

En el Cuadro 23 se muestran los efectos derivados de los ajustes cambiarios, los cuales arrojan un resultado neto superávitario de \$ 454.857 millones, producto de un ajuste de cambio neto peso-dólar de \$ 438.422 millones, diferencial cambiario neto negativo dólar-otras monedas de \$ 10.330 millones y valorización de activos por \$ 26.765 millones <sup>7</sup>.

### C) Resultados de 1992

Para lograr una mejor comprensión del resultado operacional del Banco en 1992, tal que sea comparable con el nuevo régimen establecido por la Ley 31 de 1992, se deben incluir tanto el resultado del estado de pérdidas y ganancias para dicho año, como la pérdida en operaciones de caja de la CEC, la pérdida de causación en la liquidación de la CEC, las utilidades por compraventa de divisas y el ajuste cambiario no esterilizado de las reservas.

<sup>6</sup> El ajuste de cambio peso-dólar debe contabilizarse en forma neta, después de aplicarse a los activos y a los pasivos en moneda extranjera. Si es positivo, debe registrarse como un superávit patrimonial; si es negativo, como egreso del estado de resultados.

El mayor valor de los activos producto del diferencial cambiario del dólar en relación con las monedas en que aquellos se encuentran denominados, debe tratarse en forma semejante. El mayor valor de los pasivos se deberá restar del superávit.

El término de valorización ha de entenderse como el mayor valor del activo con relación a su costo neto en libros, por efectos de un incremento en el precio en el mercado. Estas valorizaciones deben contabilizarse como superávit patrimonial, el cual se convertirá en un ingreso real y se reflejará en el estado de resultados al producirse la liquidación del activo valorizado.

<sup>7</sup> Dentro del ajuste de cambio neto peso-dólar, hay ingresos por ajustes a las reservas (\$ 611.965 millones) y egresos por ajustes a los certificados de cambio (\$ 130.334 millones). Los ajustes cambiarios de las reservas no deben tener efecto monetario. Sin embargo, al resultar el superávit patrimonial inferior al ajuste de cambio de las reservas, se estará monetizando la diferencia (\$ 157.108 millones). En otras palabras, el mayor valor de los pasivos se pagará con el ajuste cambiario de las reservas.



CUADRO 23

## Reserva de estabilización monetaria y cambiaria

(Millones de pesos)

	Acta de liquidación
Saldo definitivo FEC y FIP a diciembre 30/92	228.312.8
Causación de la CEC	(14.486.0)
Traslado a la reserva de estabilización monetaria y cambiaria	213.826.8
<b>Superávit patrimonial</b>	
Ajuste de cambio neto	438.421.5
Diferencial cambiario	(10.329.6)
Subtotal	428.091.9
<b>Valorizaciones</b>	
Letras del tesoro	1.010.7
Bonos	14.582.7
Fixbis	10.552.7
Certificados de depósito	326.9
Aceptaciones bancarias	171.4
Papeles comerciales	120.6
Subtotal	26.765.0
Superávit patrimonial	454.856.9

El déficit agregado del Banco, comparable con las nuevas definiciones del balance, fue de \$ 310.569 millones<sup>8</sup>. Este se compone de un superávit operacional de \$ 1.646 millones menos: la pérdida de caja de la CEC por \$ 19.383 millones; la causación por liquidación de la CEC por \$ 14.486 millones; las utilidades por compraventa de divisas por \$ 121.238 millones y el ajuste cambiario no esterilizado de las reservas por \$ 157.108 millones.

## D) Presupuesto integrado para 1993

Al incorporar las operaciones monetarias y cambiarias anteriormente en cabeza de la CEC a los estados financieros del Banco, el resultado operacional integrado para 1993 es deficitario en \$ 294.078 millones (Cuadro 24). Los

ingresos se estiman en \$ 596.825 millones; se explican fundamentalmente por el rendimiento de las reservas (\$ 343.225 millones) y los intereses de la deuda del Gobierno con el Banco (\$ 157.510 millones). Los egresos proyectados ascienden a \$ 895.653 millones, de los cuales \$ 615.334 millones corresponden al costo de la esterilización monetaria.

Como el saldo consolidado de la Reserva de Estabilización Monetaria y Cambiaria es de \$ 221.598 millones<sup>9</sup>, se requerirá en 1994 un aporte presupuestal del orden de \$ 72.480 millones para cubrir el resultado operacional del Banco.

La principal fuente de pérdidas del Banco en 1993 es claramente el costo de las operaciones de mercado abierto; como se observa en la línea 2.5.1 en el Cuadro 24, éste se estima en \$ 615.334 millones en 1993. Dicho costo está compuesto por los intereses y rendimientos pagados sobre los títulos de participación y certificados de cambio colocados por el Banco entre el público. Si el Banco no colocara la cuantía de recursos prevista, tendría que aceptar crecimientos en la oferta monetaria superiores a los que harían posible el logro de las metas de inflación. Como la ley establece la obligación de que la política monetaria lleve a una reducción anual en la inflación, las alternativas reales a no hacer operaciones de mercado abierto serían aceptar una revaluación en la tasa de cambio real o que el Gobierno tratara de producir un superávit fiscal apreciable.

<sup>8</sup> El mismo no se origina enteramente en 1992. Por efecto de causación, al finalizar 1991 había un déficit cercano a \$ 90.000 millones explicado entre otras por: los intereses por pagar eran de \$ 144.520 millones; los intereses por cobrar de \$ 77.460 millones.

<sup>9</sup> Incluye \$ 228.313 millones del saldo a diciembre de 1992 del FEC y del FIP, la pérdida neta en la causación de la CEC (\$ 14.486 millones) y \$ 7.771 millones de las reservas del Banco.



## NOTAS EDITORIALES

CUADRO 24

### Estado de resultados integrado del Banco de la República-proyección \*

(Millones de pesos)

	Ejecuc. est. 1992*	Presupuesto 1993	Var.% - 93/92
<b>1. Ingresos</b>	<b>606.776</b>	<b>596.825</b>	<b>(1.6)</b>
1.1. Operacionales	64.448	194.355	201.6
1.1.1. Sistema financiero	2.690	5.208	93.6
1.1.2. Gobierno Nacional (1)	32.010	159.399	398.0
1.1.3. Operaciones de cambio exterior (2)	14.597	16.830	15.3
1.1.4. Administración crédito de fomento (3)	11.405	10.479	(8.1)
1.1.5. Ingresos autónomos (4)	3.746	2.439	(34.9)
1.2. Reservas Internacionales	526.666	376.372	(28.6)
1.2.1. Rendimientos inversión	334.528	343.225	2.6
1.2.2. Utilidad neta compra/venta de divisas (5)	121.238	0	(100.0)
1.2.3. Diferencial intereses líneas externas		17.147	
1.2.4. Otros ingresos (Incluye Res. 33/84)	71.100	16.000	(77.5)
1.3. Casa de Moneda (6)	11.814	16.927	43.3
1.4. Agencias Compra de Oro	3.648	5.435	49.0
1.5. Ingresos cuentas Feoma actual	5.163	3.736	
<b>2. Egresos</b>	<b>634.466</b>	<b>895.653</b>	<b>41.2</b>
2.1. Operacionales (7)/(8)	58.563	73.736	25.9
2.1.1. Gastos de personal y funcionamiento	57.492	72.438	26.0
2.1.2. Gastos culturales	1.071	1.298	21.2
2.2. Cálculo actuarial (9)	4.239	20.725	388.9
2.3. Auxilio educacional (10)	0	1.724	---
2.4. Inversión (11)	4.760	5.859	23.1
2.5. Costo política monetaria (12)	546.249	723.151	32.4
2.5.1. Por OMAS (Incluye certicambios)	353.787	615.334	73.9
2.6. Casa de Moneda (13)	18.111	23.887	31.9
2.7. Agencias de Compra de Oro	2.566	3.290	28.2
2.8. Egresos cuentas Feoma actual	4.526	3.516	(22.3)
2.9. Provisiones (14)		39.765	
<b>3. Utilidad (pérdida)</b> (Ingresos - Egresos, excluida la depreciación) (15)	<b>1.646**</b>	<b>(294.078)</b>	<b>---</b>
<b>4. Pérdida de la CEC 1992 (16)</b>	<b>(19.383)</b>		<b>---</b>
<b>5. Por causación operaciones CEC (17)</b>	<b>(14.466)</b>		<b>---</b>
<b>6. Financiación del déficit o destino de la utilidad (7 - 8) (18)</b>	<b>14.466</b>	<b>294.078</b>	<b>1.894.8</b>
<b>7. Financiación del déficit</b>	<b>14.466</b>	<b>294.078</b>	<b>1.894.8</b>
7.1. Con recursos FEC y FIP	14.466	213.827	1.348.7
7.2. Con recursos Reservas Banco	0	7.771	---
7.3. Con recursos del Presupuesto Nacional	0	72.480	---
<b>8. Destino de la utilidad</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>---</b>
8.1. Constitución de reservas	0	0	---
<b>9. Constitución Reserva de Estabilización Monetaria y Cambiaría</b>	<b>221.598</b>	<b>0</b>	<b>(100.0)</b>
9.1. Con recursos de otras reservas Banco (19)	7.771	0	---
9.2. Con recursos FEC y FIP, netos de causación CEC	213.827	0	---

\* Nótese que en la columna de 1992 se incluyen las cuentas de la CEC, de Casa de Moneda y ACO para fines ilustrativos, pero estas partidas no se tienen en cuenta para la determinación de la utilidad o pérdida del Banco en el ejercicio en dicho año. Las cifras del Banco corresponden a la ejecución real. \*\* Para 1992 este resultado no incluye el valor de la inversión ni los ajustes por inflación, \$ 2.541 millones. (1) Incluye ingresos por intereses sobre la deuda consolidada por \$ 157.510 millones. (2) Incluye ingresos por descuento del 0.61% en el precio del oro y platino por gastos financieros: \$ 102 millones en 1992 y \$ 1.890 millones en 1993. (3) En 1993 no incluye ingresos por administración del FAVI. (4) No incluye rendimiento de inversiones del Banco como empresa a partir de 1993. (5) Las utilidades por compraventa de divisas desaparecerán a partir de 1993. (6) Considera los programas de producción de monedas en 1993. (7) No incluye el cálculo actuarial, ni el auxilio educacional de familiares de empleados. Estos rubros se muestran en los numerales 2.2 y 2.3. (8) A partir de 1993 el aporte al ISS por IVM sube de 6.5% a 8% sobre el salario. (9) Supone incrementos del 35% en la base del cálculo actuarial para el año 1993. (10) Corresponde al auxilio educacional de familiares de empleados, el cual ha asumido la Capres desde octubre de 1990 y que retomará el Banco a partir de 1993. (11) Incluye inversión en activos fijos y en bienes de arte y cultura. Estos últimos totalizan \$ 396 millones para 1992 y \$ 594 millones para 1993. (12) No incluye los gastos en que incurre el Banco por la administración y manejo de las políticas monetaria, cambiaria y crediticia, los cuales están incluidos en los egresos operacionales. (13) Corresponde al costo de la producción terminada y entregada al Banco y a los gastos de inversión. En 1993 incluye también la cancelación del saldo de la subcuenta "costo de los billetes del Banco por amortizar-costos billetes emitidos", que constituye un gasto. (14) Incluye para 1993 provisión por los créditos a Cuba y Honduras, cuyo valor en pesos a dic. 30/92 es de \$ 34.817.9 millones y \$ 4.946.9 millones por provisión de depósitos y créditos a entidades intervenidas. (15) Se deduce depreciación del Banco por \$ 4.056 millones, de Casa de Moneda, \$ 640 millones, y de las ACO, \$ 53.7 millones. (16) Ya fue financiada por el FEC y FIP. (17) Al momento de liquidar definitivamente la CEC y cambiar su sistema de registro de caja por el de causación se genera una pérdida equivalente a la causación neta de ingresos y egresos en ese momento. (18) En 1993 la utilidad o pérdida del ejercicio incluye también los egresos por inversión. (19) Del total de los \$ 13.251 millones de los saldos estimados a dic. 31/92 de las reservas del Banco (\$ 3.501 millones de la General de Cartera; \$ 1.084 millones de Amparo de Valores y \$ 8.666 millones de las reservas para futuras inversiones), se utilizarán \$ 3.501 millones para constituir la provisión de deudas de dudoso recaudo y \$ 1.084 millones para la provisión de amparo de valores y \$ 895 para financiar el déficit operacional a dic./92. El saldo de \$ 7.771 millones se trasladará a la Reserva de Estabilización Monetaria y Cambiaría.



## NOTAS EDITORIALES

### E) Efectos monetarios y déficit cuasi-fiscal

En razón al hecho de que las estimaciones presentadas corresponden a la contabilidad de causación, los efectos monetarios reales que se desprenden del mismo pueden diferir de manera importante <sup>10</sup>. En términos de caja, en 1993 el Banco arroja un déficit de \$ 166.400 millones (Cuadro 25), el cual puede ser atendido con la Reserva Monetaria y Cambiaria y corresponde a una de las fuentes de la expansión monetaria. Sin embargo, por efecto de la liquidación de la CEC, el efecto monetario de la generación de ingresos y gastos no corresponde exclusivamente al déficit de caja, ya que se deben adicionar los efectos de la liquidación de la CEC (\$ 30.992 millones <sup>11</sup>) y la

expansión proveniente del ajuste de cambios, \$ 157.108 millones, con lo cual se llega a una expansión monetaria de \$ 292.516 millones, que representa el faltante real del Banco y en consecuencia, equivale al déficit cuasi-fiscal (por operaciones efectivas) para 1993, que será atendido con emisión y representa alrededor del 0.8% del PIB (Cuadro 26).

<sup>10</sup> Dado que en la mayoría de los casos los rendimientos financieros, tanto los que se pagan como los que se reciben, son efectivos por periodos vencidos, un componente importante de los ingresos causados son cuentas por cobrar, al tiempo que parte de los gastos o egresos causados también serán cuentas por pagar.

<sup>11</sup> Al déficit de \$ 14.486 millones se le debe restar el ajuste por pérdida potencial en valuación de activos en moneda extranjera, \$ 45.478, ya que el mismo es similar a una provisión.

CUADRO 25

**Estado de pérdidas y ganancias 1993.  
Contabilidad de caja**

(Miles de millones de pesos)

<b>Ingresos</b>	<b>507.2</b>
Rendimiento de reservas internacionales (1)	257.4
Intereses deuda consolidada	157.5
Ingresos operacionales	70.0
Casa de Moneda	16.9
Agencias compra de oro	5.4
<b>Egresos</b>	<b>673.6</b>
Costo contracción monetaria (2)	471.2
Líneas externas	6.4
Otros egresos	71.4
Gastos operacionales	98.2
Casa de Moneda	23.2
Agencias de compra de oro	3.2
<b>Superávit (+) o déficit (-)</b>	<b>-166.4</b>

(1) Se supone que el 25% de los rendimientos de las reservas queda en cuentas por cobrar.

(2) Se supone que dada la composición actual por plazos de los títulos del Banco en circulación \$ 144.000 millones de los intereses de los mismos quedará en cuentas por pagar.