

# REPORTES DEL EMISOR

INVESTIGACIÓN E INFORMACIÓN ECONÓMICA

Santafé de Bogotá, junio  
de 1999 - No. 5

**EDITOR:**  
Catalina Crane

**ISSN**  
0124-0625

**REPORTES DEL EMISOR** es una publicación del Departamento de Comunicación Institucional del Banco de la República.

Las opiniones expresadas en los artículos son las de sus autores y no necesariamente reflejan el parecer y la política del Banco o de su Junta Directiva.

**REPORTES DEL EMISOR** se distribuye gratuitamente a los suscriptores que lo soliciten por escrito a la:

Dirección de  
Comunicación Institucional  
Banco de la República  
Carrera 7ª No. 14-78  
Santafé de Bogotá, Colombia  
Fax (571) 334-5915



## El nuevo programa macroeconómico

La Junta Directiva del Banco de la República define y anuncia anualmente el programa macroeconómico para el año siguiente. Este incluye la definición de las metas de inflación, la evolución de las variables monetarias que es consistente con dicha inflación y los parámetros de la política cambiaria, es decir, las reglas bajo las cuales va a operar el mercado cambiario. Así mismo, se coordina con el gobierno para garantizar la coherencia entre estas variables monetarias y cambiarias y los planes en materia de gasto público, déficit fiscal y su financiamiento.

El año pasado, el programa macroeconómico para 1999 se anunció el 2 de septiembre, una vez estuvo lista la programación que se empezó a definir con la entrada del nuevo gobierno. Este año, el anuncio del programa se anticipó al mes de junio, con el fin de coordinar la elaboración del presupuesto general de la Nación para el año 2000.

Por su importancia, dedicamos este número de Reportes del

Emisor a ampliar cada una de las medidas tomadas:

### 1. Meta de inflación del 10% para el año 2000

La Junta Directiva del Banco desde 1991 ha venido estableciendo metas de inflación para cada año como parte de su estrategia de política de estabilización. El anuncio de una meta de inflación cumple varios propósitos:

- Hace explícito el compromiso del Banco de la República con la reducción de la inflación.
- Contribuye a la transparencia y la responsabilidad en el manejo de la política por parte del banco central. También reduce la incertidumbre de los agentes que no tienen que adivinar cuál va a ser dicha política.
- Proporciona una guía para los ajustes de precios y salarios para el año siguiente.
- Señala el objetivo de la política monetaria y cambiaria:

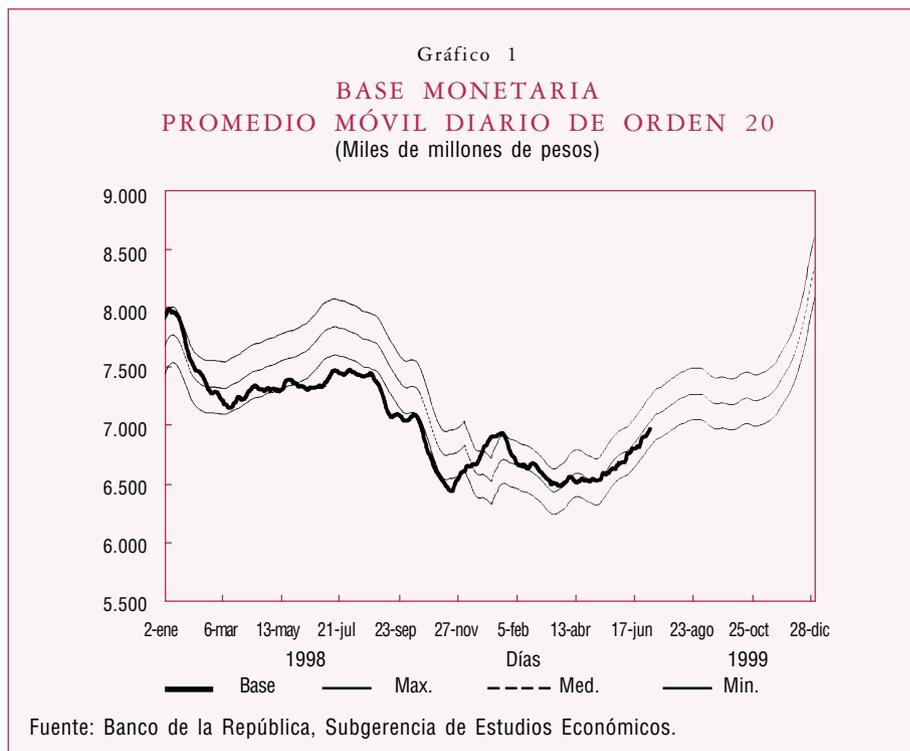
estas dos deben dirigir sus instrumentos hacia el logro de la meta planteada.

La definición de la meta de inflación para el 2000 era particularmente compleja. El crecimiento de los precios ha tenido una tendencia fuertemente decreciente durante el primer semestre del año, hasta llegar la inflación anual a un nivel de 8,96% en junio. Sin embargo, es de esperar que esta tendencia se revierta ligeramente durante el segundo semestre. Las proyecciones de inflación que se han realizado en el Banco mediante diferentes metodologías, indican que la inflación al final del año deberá estar por encima del nivel actual.

La meta de 10% para el 2000 implica una reducción frente a la meta de este año y probablemente al nivel de inflación que se registrará en el año completo. Las proyecciones realizadas señalan que esta es una cifra de inflación probable, dada la información con que se cuenta actualmente.

## 2. Se define el corredor de la base monetaria

La política anti-inflacionaria se basa en el control de los agregados monetarios. El crecimiento de la cantidad de dine-



ro en la economía debe ser consistente con el crecimiento real de la economía y con el incremento esperado de los precios. El Banco de la República tiene como meta intermedia de la política monetaria la base monetaria, ya que su evolución está claramente asociada con la de los precios y además, es el agregado monetario que el Banco puede manejar directamente. La Junta determina entonces un rango dentro del cual debe estar este agregado en cada momento. Este es el corredor de base monetaria. (Gráfico 1). El nivel deseado de la base monetaria fluctúa bastante a lo largo del año, debido a que tiene en cuenta las variaciones estacionales de la demanda.

Una vez definida la meta de inflación, se debe definir la meta de crecimiento de la base monetaria y su evolución a lo largo del año. La Junta fijó el crecimiento promedio de la base para el año 2000 en 12%, el cual es compatible con el logro de la meta inflación de 10%. El corredor semanal se anunciará más adelante.

La Junta también acordó que se mantendrá el actual corredor de base hasta el final del año. Este corredor es consistente con la meta de inflación de 15% fijada para 1999. Si bien la inflación seguramente terminará unos puntos por debajo, la política monetaria se seguirá conduciendo con base en la meta de 15%, lo cual genera un aumento de liquidez importante, en un año

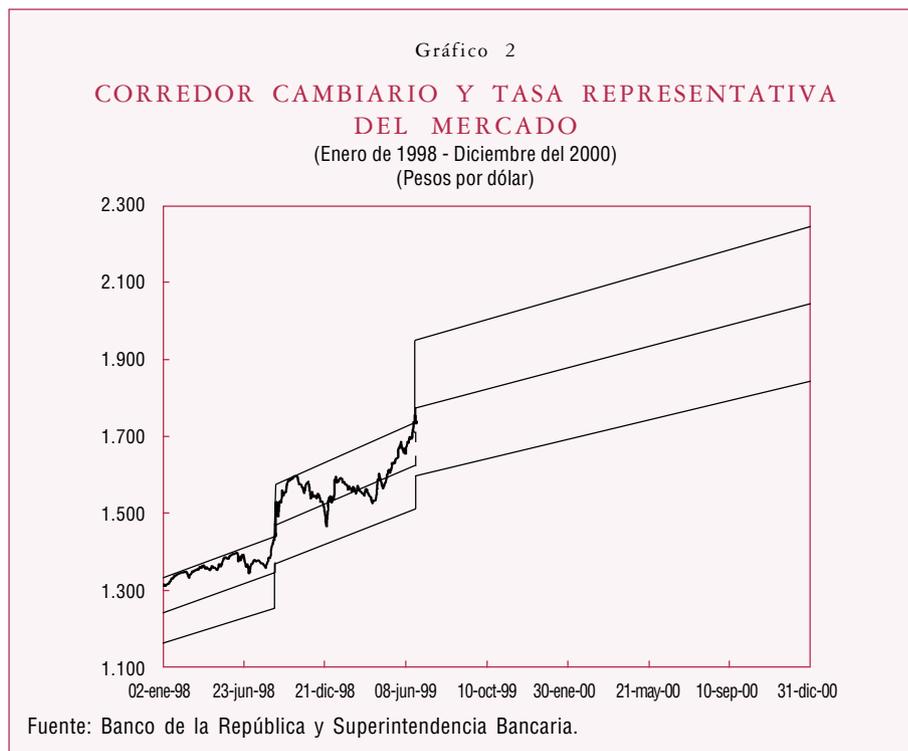
en que es deseable reactivar la economía.

### 3. Se modifica la banda cambiaria

En el régimen cambiario colombiano la tasa de cambio fluctúa libremente de acuerdo con la oferta y la demanda, pero esta fluctuación está limitada por arriba y por abajo, por lo que se denomina la banda cambiaria. Esta banda está determinada por un nivel medio, el cual busca aproximarse a la tasa real de equilibrio, y por un nivel máximo y uno mínimo. Estos tres niveles aumentan a una tasa (pendiente) que refleja el diferencial entre la inflación doméstica y la internacional.

Como parte del programa macroeconómico, se definieron los parámetros que regirán el mercado cambiario. La banda cambiaria, que es el rango dentro del cual puede fluctuar el precio del dólar se desplazó un 9% hacia arriba. Así mismo, se amplió el ancho de la banda de 14 a 20 puntos porcentuales, y se redujo su pendiente de 13% a 10% (Gráfico 2).

Como parte del programa macroeconómico, estos parámetros se modificaron. El desplazamiento del punto medio de la banda 9 puntos hacia arriba, permite a la tasa de cambio de mercado fluctuar alrededor de un nivel mayor.



Pero, además, para darle mayor flexibilidad al régimen cambiario, se amplió el ancho de la banda de 7 a 10 puntos porcentuales por encima y por debajo del nuevo punto medio. Esta mayor flexibilidad reduce la necesidad de intervención del Banco de la República y, por lo tanto, aumenta la autonomía de la política monetaria en términos del control de su meta intermedia, la base monetaria, la cual se ve afectada cuando el Banco debe vender o comprar reservas internacionales.

Estas modificaciones permiten que la tasa de cambio responda con mayor flexibilidad a los diversos factores que la determinan. Algunos de estos factores sugieren la necesidad de una tasa de cambio más alta, tales como

el estrechamiento de la disponibilidad de financiamiento para América Latina. Este fenómeno es común cuando aumenta la tasa de interés en los Estados Unidos. En efecto, unos días más tarde la Reserva Federal decidió aumentar su tasa de interés. El eventual atraso del programa de privatizaciones también operaría en esa dirección. Sin embargo, hay otros factores que apuntan hacia un fortalecimiento de la tasa de cambio, como son el rápido ajuste que han mostrado las cuentas externas que ya presentan un superávit comercial en las cifras de los primeros meses del año y una reducción del déficit de la cuenta corriente de 7,7% del PIB en el primer trimestre de 1998 a aproximadamente 2,8% del PIB en el mismo período de 1999.

Por otro lado, la reducción de la inflación, que aumenta la tasa de cambio real, hace necesaria una menor devaluación nominal.

El cambio en la pendiente, de 13% a 10%, refleja la menor meta de inflación para el año 2000. Esta pendiente tiene en cuenta la relación entre la inflación doméstica y la externa, con el fin de mantener la competitividad de la tasa de cambio real.

Vale la pena hacer un comentario sobre la conveniencia de mantener el mecanismo de banda cambiaria o banda de flotación. Este sistema responde bien a las características de la economía colombiana. Es un sistema intermedio entre uno de tasa de cambio fija y uno flotante, que busca compartir las ventajas de estabilidad y credibilidad de la política anti-inflacionaria del primero, con la flexibilidad de la política monetaria para reaccionar frente a choques externos.

La flotación de la tasa de cambio dentro de límites anunciados evita que la sobre-reacción del mercado cambiario ante eventos devaluacionistas o revaluacionistas se transmita a toda la economía. Por otro lado, permite que la tasa de cambio siga las tendencias impuestas por el mercado de acuerdo con las condiciones de oferta y demanda. Cuando las condiciones fundamentales del sector externo se han modificado, la banda se ha desplazado ya sea hacia arriba o

hacia abajo, con el fin de que la tasa de mercado pueda seguir fluctuando libremente. Las nuevas modificaciones a la estructura de la banda le dan una mayor capacidad al mercado de definir el nivel de la tasa de cambio, pero se mantienen los límites frente a movimientos excesivos.

#### **4. Compromisos en materia fiscal**

Otro elemento del programa macroeconómico es el componente fiscal. Los niveles de gasto e ingresos del gobierno y demás entidades del sector público determinan las necesidades de financiamiento interno y externo del gobierno. El requerimiento de financiamiento interno debe ser compatible con las metas monetarias y con las necesidades de financiamiento del sector privado para alcanzar una cierta tasa de crecimiento. Las necesidades de financiamiento público externo, por su parte, deben ser compatibles con la disponibilidad de crédito externo y los planes de ingresos por privatizaciones.

A este respecto, en la mencionada reunión de la Junta Directiva del Banco, el Gobierno Nacional se comprometió a que el crecimiento de los pagos totales sin intereses no será superior al 8,1% en el ejercicio fiscal del año 2000. Así mismo, presentó las proyecciones fiscales hasta el 2002 ela-

boradas por el Ministerio de Hacienda, las cuales muestran una significativa reducción del déficit del sector público consolidado.

A juicio de la Junta, esta disminución contribuye a la sostenibilidad de las finanzas públicas del país en el mediano plazo, y se sustenta en las medidas ya adoptadas y en las reformas estructurales que el Gobierno Nacional presentará al Congreso en la próxima legislatura.

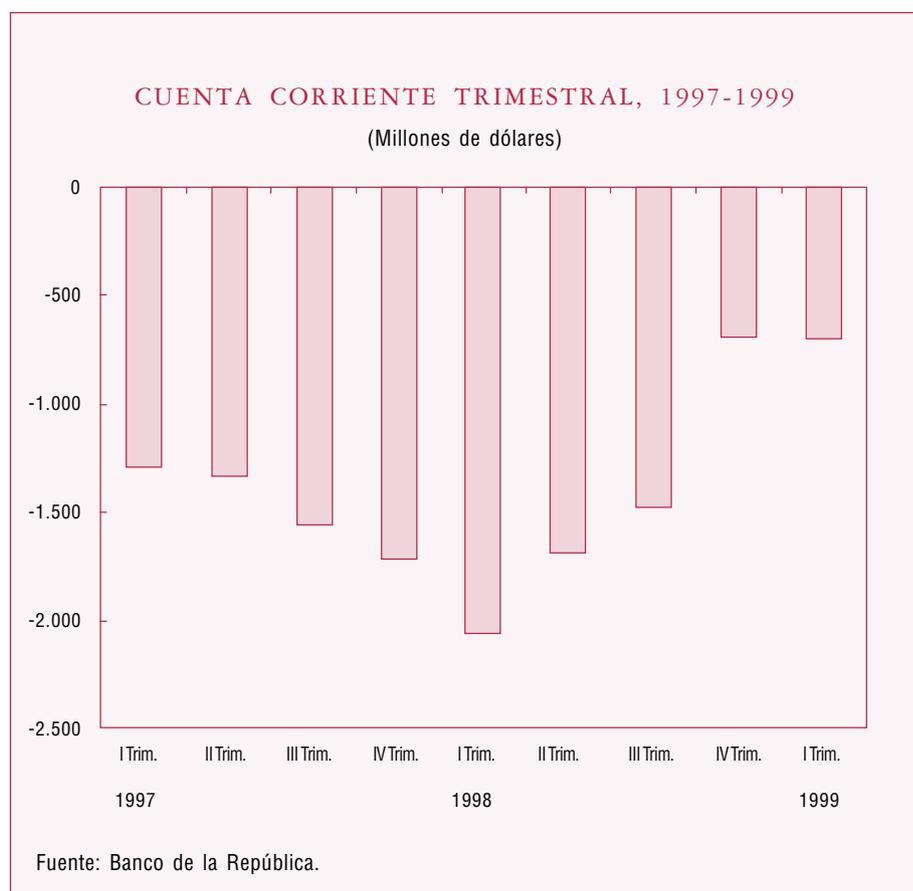
El anterior programa macroeconómico se anunció después de que durante dos días había crecido significativamente la demanda de divisas, lo cual llevó al Banco de la República a vender reservas internacionales (US\$285 millones) para sostener el precio del techo de la anterior banda. La discusión del programa para el 2000, incluyendo la modificación de la banda cambiaria, se venía desarrollando hace un tiempo, y se había anticipado en comparación con años anteriores, debido a la conveniencia de tomar estas variables como base para la elaboración del presupuesto general de la Nación para el próximo año. La presión cambiaria coincidió con la conclusión de las definiciones en materia de ajuste fiscal, las cuales garantizan la viabilidad de todo el paquete de medidas, por lo cual se optó por anunciar el nuevo programa el domingo 27 de junio en lugar de hacerlo el viernes 2 de julio y evitar así una mayor pérdida de reservas internacionales. ■

## Se ajusta la cuenta corriente

El déficit externo de la economía colombiana se ha reducido de una manera muy significativa en los últimos meses. De un déficit de US\$1,255 millones en el primer trimestre de 1998, que equivalía al 7,7% del PIB de dicho trimestre, pasó a uno de US\$694 millones en el primer semestre de este año, que representa el 2,2% del PIB correspondiente.

El ajuste se ha dado especialmente a través de la corrección del déficit comercial. El balance entre exportaciones e importaciones de bienes ha pasado de un déficit de US\$1,074 millones en el primer trimestre de 1998 a un superávit de US\$138 millones en los primeros tres meses de 1999.

En el período enero-abril las exportaciones totales cayeron 6,9% frente al mismo período del año pasado. Esta caída está explicada por el menor valor de las ventas de café, carbón ferroníquel y oro, debido a la caída de los precios internacionales. Las exportaciones no tradicionales, por su parte, se redujeron también como consecuencia de la debilidad de las economías vecinas. ■



**CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS DE COLOMBIA**  
(Millones de dólares)

	I Trim. 1998	I Trim. 1999 (e)
<b>CUENTA CORRIENTE</b>	(2.055)	(694)
A. Bienes y servicios no factoriales	(1.435)	(170)
1. Bienes	(1.074)	138
2. Servicios no factoriales	(361)	(308)
B. Renta de los factores	(727)	(725)
C. Transferencias	108	202

(e) Estimado.  
Fuente: Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos.

## Se recupera la tasa de cambio real

La devaluación de la tasa de cambio nominal frente al dólar durante los primeros seis meses del año (entre enero y junio) se ha traducido en una devaluación de la tasa de cambio real hasta alcanzar un nivel de 105,4 en el índice de tasa de cambio

real de las exportaciones no tradicionales (1994 = 100). Este es un nivel muy competitivo, superior al que se tuvo en la segunda mitad de los años ochenta, y ha continuado aumentando durante el mes de julio.

La competitividad de la economía medida por el índice de la tasa de cambio real no se ha incrementado tanto como la tasa de cambio nominal frente al dólar, debido a que este índice tiene en cuenta otras monedas que son impor-

tantes en la estructura del comercio exterior del país, tales como el euro, el yen y las monedas de los países vecinos. Como todas éstas se han devaluado recientemente, la ganancia en competitividad derivada de la devaluación del peso no ha sido más grande.

El aumento de la tasa de cambio real permite prever que el ajuste de las cuentas externas será sostenible inclusive después de que la recuperación de la economía induzca un aumento en las importaciones. ■

ÍNDICE DE LA TASA DE CAMBIO REAL DEL PESO COLOMBIANO  
Comercio no tradicional (NT)  
Deflactor: IPP  
(Base promedio geométrico 1994 = 100)



Fuente: Banco de la República, SG-EE.