

# REPORTES DEL EMISOR

INVESTIGACION E INFORMACION ECONOMICA

Santafé de Bogotá, marzo  
de 1999 - No. 2

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.



## Crisis cambiarias y la dinámica de las tasas de interés<sup>1</sup>

Las crisis cambiarias son, en última instancia, el resultado de inconsistencias en las políticas macroeconómicas gubernamentales.

Específicamente, ellas reflejan políticas monetarias y fiscales que van en contravía de un patrón preestablecido para el comportamiento del tipo de cambio.

Dichas crisis tienen claras implicaciones para la dinámica de las tasas de interés domésticas. Particularmente, existe una estrecha relación entre las causas específicas de la crisis, su manejo, y el comportamiento de las tasas de interés.

De esta forma, es posible encontrar ciertas regularidades empíricas en la dinámica de las tasas de interés asociadas con ex-

periencias recientes en la economía mundial.

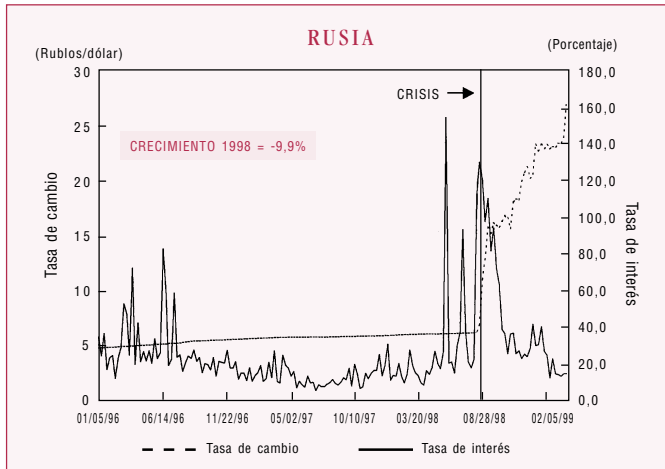
De acuerdo con lo anterior, se pueden señalar tres tipos de experiencias cambiarias que apuntan a comportamientos similares de las tasas de interés.

1. *Crisis cambiarias generadas por una política fiscal laxa, la cual es financiada con emisión monetaria.*

En este tipo de crisis, las tasas de interés domésticas exhiben niveles altos antes y después de la crisis, y éstas mantienen una tendencia creciente aún con posterioridad a la devaluación de la moneda. Es claro que este comportamiento de las tasas de interés deberá continuar mientras persistan los factores generadores, es decir, el déficit fiscal. Más aún, dado que dichas causas producen una pérdida en la credibilidad de las autoridades económicas, las tasas de interés sólo empezarán a reducirse cuando los agentes económicos perciban las nuevas políticas como creíbles.

El caso reciente que mejor ilustra este tipo de crisis es el de Rusia, en agosto de 1998.

<sup>1</sup> Este artículo se basa en un trabajo de Marco Rodríguez, economista de la Subgerencia Monetaria y de Reservas del Banco de la República, «Currency crises and the dynamics of interest rates», mimeo, 1999.



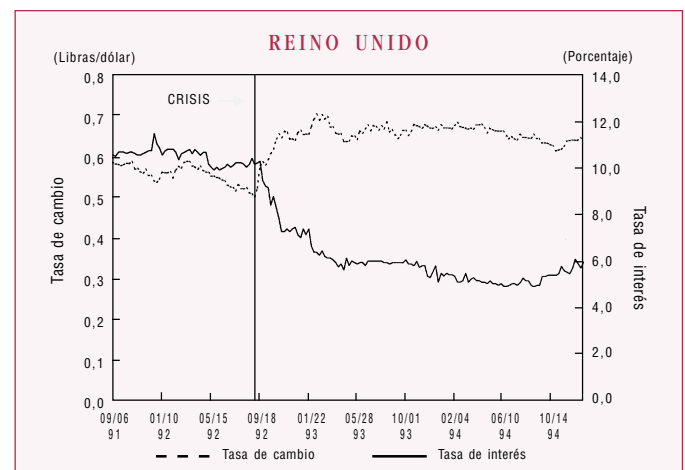
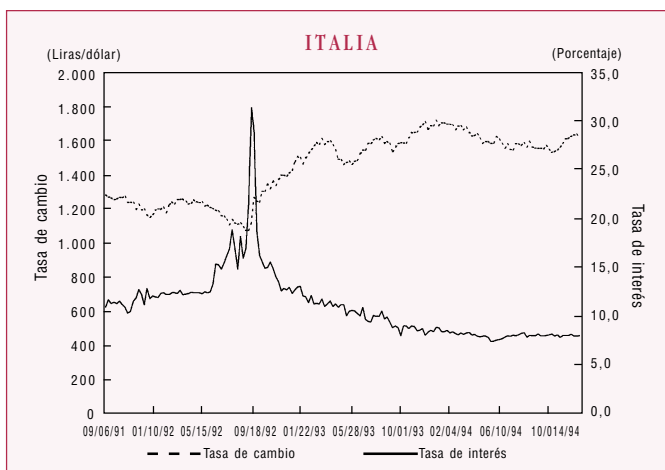
2. Crisis cambiarias que resultan de un conflicto entre el mantenimiento del tipo de cambio y el deseo de seguir una política monetaria más expansionista.

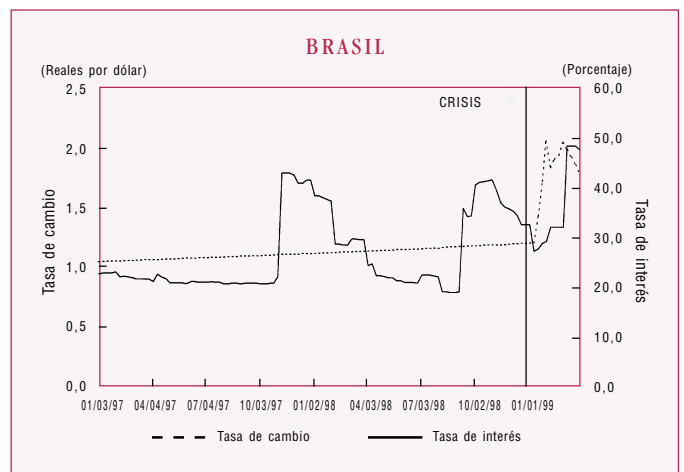
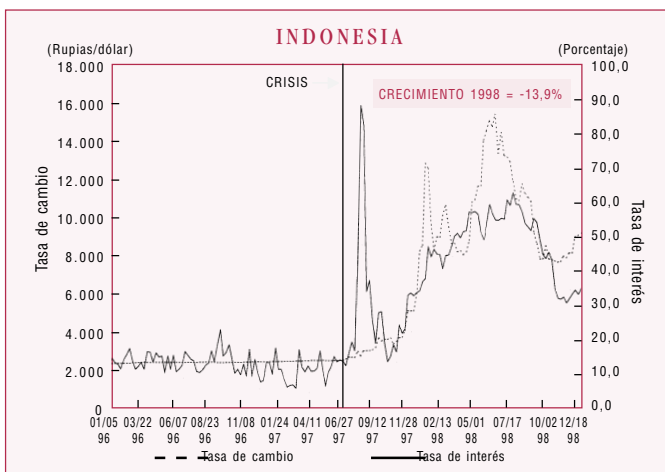
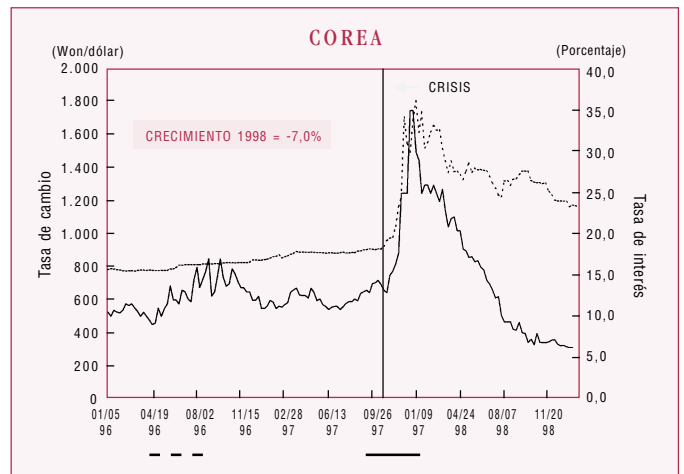
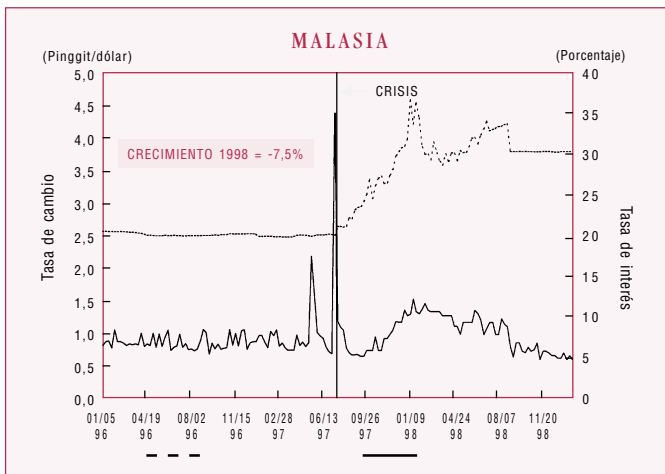
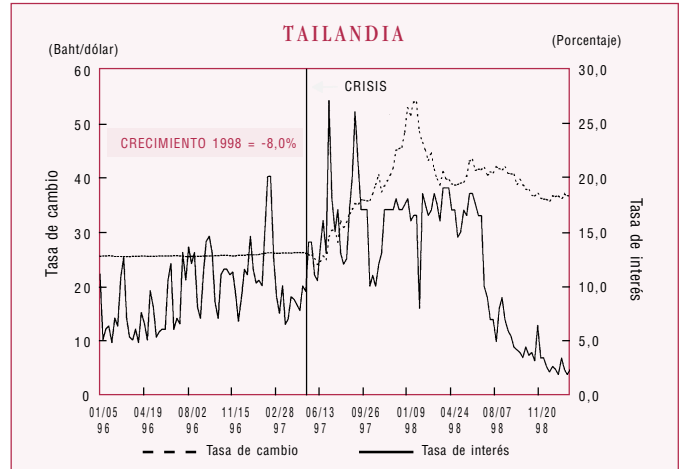
En este tipo de crisis, la percepción que los agentes económicos tienen acerca del compromiso de la autoridad monetaria con el régimen cambiario juega un papel importante en la ocurrencia misma de la crisis. Adicionalmente, lo que identifica este tipo de crisis es que el mantenimiento del tipo de cambio es el único factor que previene a la economía del logro de un mejor desempeño económico. En otras palabras, factores como el déficit fiscal y el déficit en cuenta corriente se encuentran en niveles bajos. En estos casos, las tasas de interés se encuentran en niveles altos y crecientes con anterioridad a la devaluación y descienden con rapidez después de que ésta se produce. El caso que ilustra la anterior descripción es el de la crisis del Siste-

ma Monetario Europeo hacia finales de 1992, y en particular el de países como Italia, el Reino Unido y Suecia.

3. Crisis cambiarias generadas por volúmenes de deuda que por sus características (plazo, tasa de interés, concentración en un sector) son percibidos como insostenibles por parte de los inversionistas domésticos e internacionales.

Este tipo de situación, origina una salida masiva de capitales que presiona a las autoridades económicas bien sea a vender reservas o a flotar el tipo de cambio, siendo esta última opción la crisis cambiaria en sí misma. La dinámica de la tasa de interés en esta situación es la siguiente: niveles altos con anterioridad a la crisis, niveles altos y crecientes aún después de la devaluación, y una eventual reducción hacia niveles similares a los que existían en situaciones normales. Asociados a este tipo de experiencia están los eventos de Corea, Indonesia, Malasia y Tailandia en 1998, México en 1994 y el caso reciente de Brasil. La rapidez con que se da la reducción en la tasa de interés depende del manejo que las autoridades económicas le den a la crisis. Es interesante anotar que aquellos países cuyas tasas de interés tardaron un mayor tiempo en reducirse fueron Indonesia y Malasia, precisamente aquellos países cuya reacción fue tardía e involucró políticas heterodoxas como el control a los flujos de capital. Para estas economías, los costos en términos de desempleo y producción fueron sustanciales.





En conclusión los desequilibrios que conducen a una crisis cambiaria generalmente se manifiestan en una tasa de interés alta con anterioridad a que ésta ocurra. Cuando lo hace, es decir, cuando se hace obligatorio modificar el régimen cambiario, la tasa de interés tiende a aumentar aún más o a permanecer en niveles superiores a los existentes

en tiempos «normales» (con la excepción del caso europeo), y sólo desciende cuando empiezan a corregirse los desequilibrios que generaron la crisis. En todos los casos de los países sometidos a presiones cambiarias, excepto nuevamente el europeo, la crisis tuvo como consecuencia una fuerte caída de la actividad económica.

## Las utilidades del Banco de la República

Las utilidades del Banco de la República ascendieron en 1998 a la suma de \$1.496,45 mil millones (casi 1.5 billones de pesos), lo cual representa 1.13% del PIB. En ninguno de los años anteriores el Banco había tenido utilidades tan altas e incluso había registrado pérdidas en algunos años. ¿De dónde salen estas utilidades y qué hace que en un año haya pérdidas y en otro ganancias?

Para contestar estas preguntas es importante entender de dónde obtiene el Banco la mayoría de sus ingresos y cuáles son sus principales gastos. Las funciones del Banco de la República como banco central hacen que sus fuentes de ingresos y gastos sean muy diferentes a las de un banco comercial. La mayoría de los ingresos y gastos del Banco se derivan de las funciones que se le han asignado de ejecutar la política monetaria y cambiaria, de invertir las reservas internacionales y de servir de banco de última instancia. El banco tiene, además, gastos de funcionamiento y de personal como cualquier empresa.

El Banco tiene la responsabilidad de manejar las reservas internacionales y obtiene ingresos de los rendimientos que produce la inversión de estas reservas en el exterior. Esta es, por lo general, la principal fuente de

ingresos del Banco. También recibe ingresos del dinero que presta al sistema financiero como parte de sus operaciones monetarias, de la emisión de moneda metálica y de algunas otras operaciones y valorizaciones.

Por el lado de los gastos, el Banco paga intereses sobre los títulos que emite o vende para contraer la liquidez de la economía (a partir de 1999 no va a volver a emitir títulos de participación), tiene gastos de funcionamiento y operación y asume el costo de producción de los billetes y monedas.

---

*Las utilidades del Banco de la República ascendieron en 1998 a la suma de \$1.496,45 mil millones (casi 1.5 billones de pesos), lo cual representa 1.13% del PIB.*

---

El resultado favorable de 1998 se explica porque se dieron condiciones favorables tanto por el lado de los ingresos, los cuales aumentaron 137% frente a 1997, como de los gastos, que se redujeron 25.9%.

Lo más determinante para el comportamiento de los ingresos en 1998 fue el rendimiento de las reservas internacionales, que fue de \$1080 mm, frente a \$455 mm el año anterior. Este au-

mento en los ingresos derivados de las reservas se produjo principalmente como consecuencia de la caída de las tasas de interés externas que se traduce en incremento de los precios de los títulos en los que están invertidas. Estos ingresos representaron el 50.6% de los ingresos del Banco en 1998. El país tuvo en promedio durante el año pasado US\$9300 millones de reservas, los cuales produjeron intereses por \$716 mm más la ganancia ocasionada por la revaluación frente al dólar del yen japonés y el marco alemán por valor de \$232.5 mm, y la valorización de los bonos por \$131 mm. Estos dos últimos efectos no se dan necesariamente todos los años y su magnitud es difícil de prever. Por ejemplo, en 1997 se dio una pérdida por diferencial cambiario de \$352.6 mm.

Los intereses recibidos del sector financiero por los créditos que otorgó el Banco en realización de sus operaciones monetarias (repos y cupos de liquidez) ascienden a \$191 mil millones, que corresponden al 9% de los ingresos del año. Los intereses obtenidos por otro tipo de créditos suman \$59 mm. La valorización de los TES en poder del Banco sumó \$98.6 mm. Otros ingresos de fuentes domésticas son los provenientes del señoreaje de la moneda metálica que fue de \$142 mm.

**ESTADO DE RESULTADOS  
BANCO DE LA REPÚBLICA**

Miles de millones

**1998**                      **1997**

**INGRESOS**                      **2105.7**                      **885.7**

**Operaciones 2097.2**                      **873.4**

Intereses y Rendimientos                      1428.3                      455.4

- Reservas intis.                      1079.8                      257.6

- Compra transitoria de títulos  
(repos)                      190.7                      0.0

- Cartera de créditos                      59.2                      45.7

- Valoración de TES                      98.6                      152.0

Comisiones                      47.8                      35.7

Diferencias en cambio                      110.4                      187.9

Moneda metálica                      177.1                      122.2

Depósitos Deuda Externa, Otros                      333.6                      72.2

**No Operacionales**                      **8.5**                      **12.3**

**EGRESOS**                      **609.3**                      **821.8**

**Operacionales**                      **608.8**                      **819.7**

Intereses y Rendimientos                      56.2                      424.9

- Remuneración encajes                      25.8                      0.0

- Títulos de Participación                      19.2                      413.3

- Otros                      11.2                      11.6

Comisiones                      4.6                      0.1

Diferencias en cambio                      76.1                      100.0

Costo emisión billetes y monedas                      48.8                      27.8

Gastos de personal                      124.5                      108.9

Pensiones de Jubilación                      120.3                      100.8

Funcionamiento                      53.3                      45.8

Depreciaciones y provisiones, otros                      124.8                      11.3

**No Operacionales**                      **0.5**                      **2.1**

**UTILIDADES**                      **1496.4**                      **63.9**

Por el lado de los egresos, el que había sido el gasto más importante en otros años, que correspondía al pago de intereses sobre los títulos que el Banco emitía para contraer la liquidez de la economía (OMAs) se redujo sustancialmente al caer a un mínimo el saldo de estos títulos.

Estos pagos fueron de \$19 mm frente a \$413 mm en 1997. Este rubro llegó a ser muy alto en algunos años como 1993 y 1994 en los que, además de las OMAS, estaba el costo de los Certificados de Cambio.

En dichos años estos costos no alcanzaron a ser compensados por los ingresos de las reservas internacionales y el Banco presentó pérdidas cuantiosas (\$356 mm en 1993 y \$265.6 mm en 1994).

Los otros egresos importantes del banco son los gastos de personal, pensiones, funcionamiento y culturales, que en 1998 suman en total \$334.4 mm. Los gastos de personal aumentaron 14.3%, lo cual es inferior a la meta de inflación de 1998.

De los \$1.5 billones de utilidades, el Banco transferirá al gobierno \$1.2 billones. La diferencia se explica por las reservas que debe hacer el Banco según sus estatutos. Vale la pena anotar que es el gobierno el que determina la utilización que le da a estos recursos y que el Banco no tiene ninguna injerencia en su asignación. ■

## El Gerente del Banco de la República y el gasto público

*En la Rueda de prensa en la que expliqué el Informe de la Junta Directiva al Congreso, se me preguntó si el gobierno debería reducir el gasto público más de lo programado para lograr llevar el déficit fiscal en 1999 del 2.6% del PIB estimado en el Informe al 2.1% que se había acordado en la programación de septiembre de 1998.*

*La desaceleración de la actividad económica ha generado una reducción en los ingresos tributarios esperados por el gobierno, lo cual tiende a aumentar el déficit del gobierno central. Estos factores han ocasionado que el déficit esperado del sector público vaya a ser mayor (2.6% del PIB) que el estimado a finales del año pasado (2.1%%).*

*Para mantener el déficit en 2.1% se requeriría de un ajuste adicional en el gasto público muy superior al presupuestado. Esta reducción adicional del gasto, sería inconveniente en un período de estancamiento económico como el actual. Es por ello que considero que, en aras de la reactivación de la actividad económica, no sería conveniente hacer ese ajuste adicional al gasto, y que puede aceptarse un déficit de 2.6% en 1998. Esta opinión, aclaro, es personal y no compromete a la Junta Directiva del Banco.*

*Esto no implica un cambio en mi posición, que ha sido la de insistir en el ajuste fiscal como una condición necesaria para que la economía retome una senda de crecimiento económico sostenido. Por el contrario, considero que es cada vez más urgente iniciar el proceso de ajuste estructural de las finanzas públicas, ya que mantener déficit similares al actual en los próximos años es francamente insostenible. Este año los esfuerzos del gobierno deben concentrarse en hacer las reformas legales necesarias para corregir los problemas de las transferencias, las regalías y la seguridad social, entre otros. Debe además fortalecerse la estrategia de aumentar la eficiencia de las entidades estatales, eliminando de ser necesario las que no generan valor para la sociedad.*

*Miguel Urrutia M.*