

BANCO DE LA REPÚBLICA



INFORME DE LA JUNTA DIRECTIVA AL CONGRESO DE LA REPUBLICA

Santafé de Bogotá D.C., Colombia Julio de 1998

I. INTRODUCCIÓN

La política del Banco de la República tiene como objetivo preservar la estabilidad de precios. La Constitución y el ordenamiento legal que rige la actividad del Emisor, prescriben que se debe orientar a reducir de forma sistemática la inflación. Para cumplir con este cometido el Banco establece una meta anual para la inflación y maneja los instrumentos de política monetaria, cambiaria y crediticia a su cargo para lograrla. De esta forma, la política del Emisor busca crear un ambiente de estabilidad que promueva el crecimiento económico sostenido.

Un ambiente de equilibrio macroeconómico le permite a los empresarios y trabajadores hacer previsiones sobre la evolución futura de las variables relevantes que afectan su actividad económica. La estabilidad de variables nominales tales como los precios de bienes y servicios, la tasa de interés, la tasa de cambio, los salarios y los precios de los insumos de la producción, crea las condiciones propicias para que los agentes económicos puedan desarrollar su laboriosidad y su capacidad de empresa.

En el presente año la economía colombiana ha vivido turbulencia en los mercados cambiario y monetario. Tal como se expone en las siguientes páginas, esta situación no es fortuita ni intempestiva. La misma se deriva, de una parte, de la evolución de la economía durante lo corrido de la presente década. En particular, el desarreglo creciente de las finanzas públicas y el déficit persistente en la cuenta corriente de la balanza de pagos son fuente de creciente inestabilidad. De otra parte, el entorno internacional ha sido afectado por los problemas recientes de los países asiáticos, que han repercutido en una actitud cautelosa y de escrutinio en los mercados financieros internacionales frente a las economías en desarrollo.

El presente Informe al Congreso de la República contiene una descripción de la política adelantada por el Emisor en los ámbitos monetario, crediticio y cambiario. Describe, también, los hechos que perturbaron estos mercados y las acciones adoptadas para enfrentarlos. Como es usual, se hace un análisis de la situación inflacionaria experimentada durante el primer semestre de 1998. Si bien los resultados en este frente al mes de junio no son satisfactorios, en las páginas que siguen se proveen los argumentos que permiten tener optimismo sobre la evolución de la inflación hacia el futuro y justifican mantener la meta de inflación de 16% para el presente año. Acto seguido, se presentan las consideraciones que han llevado al Emisor a defender la banda cambiaria a lo largo del año.

Por último, se hace una evaluación general de la situación macroeconómica, en la cual se analiza la dinámica actual de la actividad económica y el empleo, y se enfatiza la necesidad de corregir el desequilibrio de las finanzas públicas y de disminuir el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos. El ordenamiento de las finanzas públicas debe estar encaminado no sólo a reducir el déficit del sector público no financiero, sino, además, a reorientar el gasto de este sector hacia fines con una alta rentabilidad económica y social de largo plazo. En este propósito es fundamental el concurso decidido del Congreso de la República.

La Junta Directiva del Banco de la República aspira a continuar la coordinación del manejo de la política macroeconómica con el nuevo gobierno, de tal suerte que se logre una reducción gradual de la inflación hasta llegar a un dígito, en un ambiente de recuperación del crecimiento económico y de control de los desequilibrios fiscal y externo.

II. OBJETIVOS DE LA POLÍTICA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA EN 1998

A. La política monetaria

Tal como se señaló en el Informe al Congreso de marzo de 1998, para el logro de la meta de inflación el Banco de la República emplea un esquema denominado de *meta intermedia*. Este esquema se justifica actualmente porque el Banco Central no controla directamente la meta final (la inflación) pero cuenta con un conjunto de instrumentos que afectan a esta última de manera indirecta y con un rezago. De esta manera, el Banco define la meta de inflación (objetivo último) y el crecimiento del agregado monetario coherente con su logro (meta intermedia).

Cuando el agregado monetario escogido como meta intermedia se desvíe de la trayectoria esperada, el Banco lo corrige interviniendo en el mercado monetario con operaciones de mercado abierto (instrumento) y con modificaciones de la tasa de interés a la vista (variable operativa). Por ejemplo, si el Banco observa que el crecimiento de la meta intermedia excede el crecimiento requerido para el logro de la meta de inflación, ofrece papeles en el mercado monetario, ajustando con ello la tasa de interés para absorber el exceso de liquidez.

A comienzos de 1998, se estableció un corredor para la base monetaria congruente con una inflación anual, a fin de año, del 16%. Dicho corredor tiene un ancho de tres puntos porcentuales a ambos lados de la meta puntual de crecimiento de la base monetaria. El mismo es coherente con un crecimiento de la liquidez de la economía, medida a través del agregado M3 más bonos, para el cual se hizo un corredor indicativo que crece a fin de año al 20,5%.

Si bien este diseño de la política monetaria es en principio compatible con la banda definida para la tasa de cambio nominal, en determinadas circunstancias se puede presentar un conflicto entre el cumplimiento de la banda cambiaria y el corredor de la base monetaria. En estas circunstancias éste último se podría sacrificar temporalmente con el objeto de preservar la estabilidad cambiaria, como sucedió a mediados de 1998.

B. La política cambiaria

Desde 1994 la política cambiaria del Banco ha operado con base en una banda para la tasa de cambio (esto es, el precio del dólar norteamericano en pesos colombianos). Dicha banda permite fluctuaciones de corto plazo en la tasa de cambio, las cuales son determinadas por la oferta y la demanda de divisas. La banda otorga a los agentes económicos capacidad de previsión sobre el rango en el que se va a mantener el precio de la divisa en el futuro. La ventaja de este sistema es que admite flexibilidad para que el mercado se ajuste a incidentes transitorios, al tiempo que promueve la estabilidad en el mediano plazo. La banda tiene una inclinación que busca compensar la diferencia entre la inflación colombiana y la foránea, con lo cual se busca evitar una pérdida de competitividad

de la producción nacional frente a la del resto del mundo, a raíz del aumento en los precios internos.

Para 1998 la Junta Directiva del Banco de la República decidió mantener la amplitud de la banda cambiaria, de más/menos 7 puntos porcentuales, existente desde 1994 y fijó su pendiente en 13%. Esta pendiente fue fijada en función de la meta de inflación interna (16%) y de la inflación esperada de nuestros principales socios comerciales (3%), con el fin de mantener la competitividad de la economía. Dado que al finalizar 1997 la tasa de cambio representativa del mercado se encontraba cerca al techo de la banda, la inclinación actual de la misma permitiría una devaluación nominal mínima de 1% y máxima de 16,2% al finalizar el año.

Durante la presión cambiaria de junio, la Junta Directiva consideró que no existían condiciones fundamentales que justificaran una modificación de la política cambiaria. Por esa razón era clara la prioridad de defender la banda cambiaria para evitar que se produjera una crisis de confianza. La experiencia reciente en Asia muestra cómo cambios abruptos en la política cambiaria en momentos de desconfianza pueden deteriorar aceleradamente la economía.

III. RESULTADOS DE LA POLÍTICA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA EN 1998

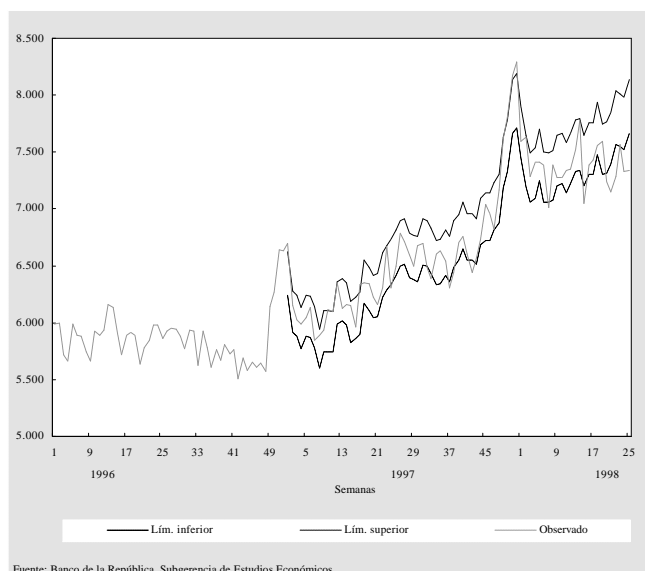
A. Los agregados monetarios y el crédito

En esta sección se presenta el comportamiento de los agregados monetarios a los que se les hace un seguimiento semanal explícito por parte del Banco de la República, a saber: la base monetaria, los medios de pago, M3 más bonos¹ y la cartera del sistema financiero.

Base monetaria

La base monetaria alcanzó el 27 de junio \$7.339 miles de millones(mm)(Gráfico 1)

Gráfico 1
Base monetaria y su respectivo corredor, 1996 - junio 1998
(Miles de millones de pesos)



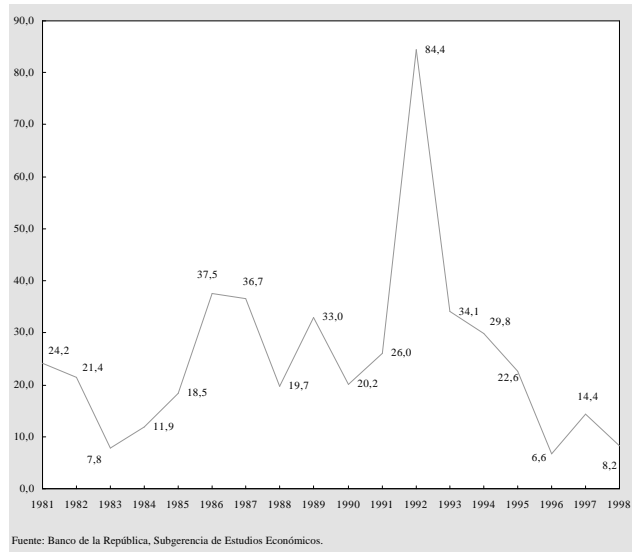
Fuente: Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos.

Durante la mayor parte del año, la base se situó en la parte baja de dicho corredor y sólo al final del último trimestre ha estado por debajo del límite inferior². Este hecho se puede explicar por la disminución de las reservas internacionales y por la decisión explícita de no reponer la pérdida de liquidez por este concepto. En el Gráfico 2 se observa el crecimiento anual a junio para la base monetaria, desde 1981. El crecimiento anual a la fecha alcanza el 8,2%. Por usos de la base, el efectivo ascendió a \$3.536 mm. y la reserva del sistema financiero a \$3.804 mm., registrando una tasa de crecimiento anual de 12% y 4,8%, respectivamente.

¹ M1 (medios de pago) = Efectivo en poder del público + depósitos en cuenta corriente del sistema bancario. M3 = Efectivo en poder del público + pasivos sujetos a encaje. Los pasivos sujetos a encaje incluyen los depósitos en cuenta corriente, los certificados de depósito a término del sistema financiero, los depósitos ordinarios de las corporaciones de ahorro y vivienda (CAV), los depósitos de ahorro del sistema financiero, los depósitos fiduciarios de los bancos y otros depósitos a la vista.

² En promedio, durante el semestre la base se ubicó \$68,1 mm. por encima del límite inferior de su corredor.

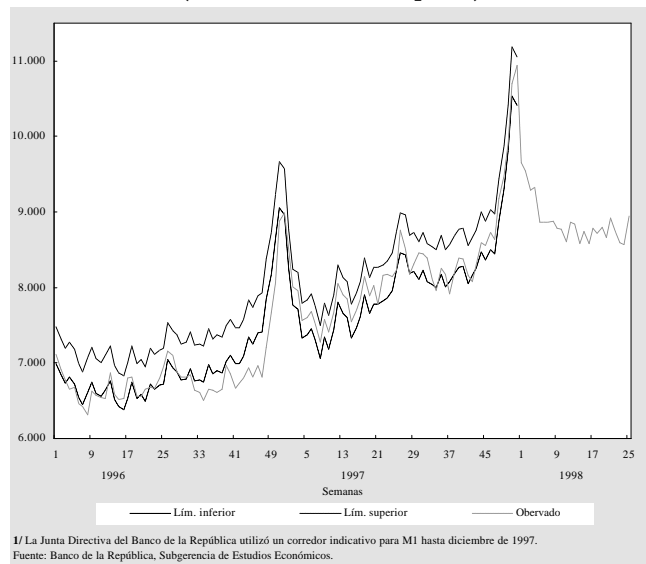
Gráfico 2
Base monetaria
(Tasa de variación anual a junio)



Medios de pago

Los medios de pago ascendieron a la misma fecha a \$8.953 mm., registrando una tasa de crecimiento anual de 2,2% (Gráfico 3). En contraste con el crecimiento ya descrito del efectivo, las cuentas corrientes disminuyeron en 3,4%. Dentro de éstas, las pertenecientes al sector privado aumentaron 0,1% y las del sector público cayeron 8,4%. El crecimiento de los medios de pago a junio ha sido inferior al registrado en el resto de la década, lo cual se explica en buena medida por la sustitución en favor de activos remunerados que se operó a lo largo del año, a raíz del incremento en las tasas de interés. Ahora bien, dado el avance en la adopción de innovaciones financieras, el agregado de medios de pago ha perdido importancia como medidor de la liquidez de la economía. Un indicador más certero de ésta es el agregado M3 más bonos, el cual alimenta realmente la generación de crédito por parte del sistema financiero.

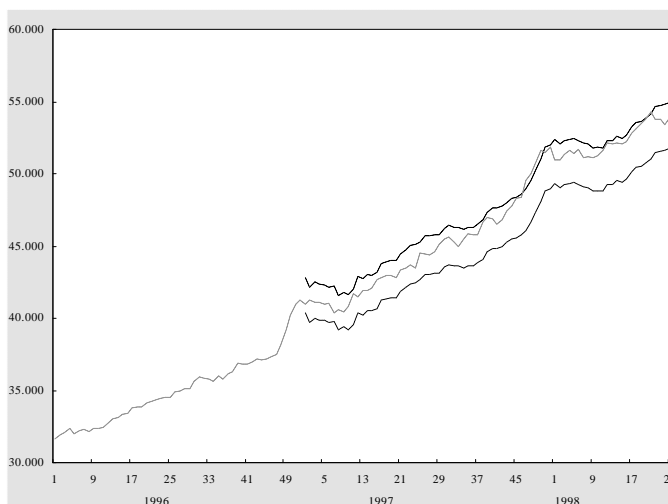
Gráfico 3
Medios de pago M1, 1996 - junio 1998
(Miles de millones de pesos)



M3 más bonos

El agregado utilizado para medir la oferta monetaria ampliada ha permanecido durante lo corrido del año dentro del corredor indicativo definido para la variable, el cual es consistente con un crecimiento de 20,5% en su punto medio en diciembre de 1998. El 27 de junio M3 más bonos se situó en \$53.929 mm., con una variación anual de 21,2% (Gráfico 4). Los pasivos sujetos a encaje totalizaron \$44.964 mm. y los bonos emitidos por las entidades financieras \$5.429 mm., con un crecimiento anual de 23,7% y 8,3%, respectivamente.

Gráfico 4
Medios de pago ampliados (M3 más bonos) y su corredor indicativo, 1996 - junio 1998
(Miles de millones de pesos)



Cartera del sistema financiero

El 27 de junio la cartera del sistema financiero (sin la FEN) registró una tasa de crecimiento anual de 25,8%, frente al 21,9% un año atrás. Por tipo de monedas, la cartera en moneda legal, presentó un crecimiento anual de 27,9% (seis puntos porcentuales superior a la del año pasado) y la cartera en moneda extranjera un crecimiento de 12,2%³. Esta sustitución de cartera en moneda extranjera por cartera en moneda nacional ha sido una de las principales causas de presión cambiaria en el semestre y en parte explica el alza observada en las tasas de interés.

Por tipo de intermediario financiero, la cartera de los bancos creció, a la misma fecha, a una tasa del 31,9% anual, mientras que la de las corporaciones de ahorro y vivienda lo hizo a una tasa del 22,2%, la de las compañías de financiamiento comercial al 10,6% y la de las corporaciones financieras al 9,3%. Estas diferencias en el crecimiento de la cartera están relacionadas con el ritmo disímil de aumento en las captaciones de las diferentes entidades. Es así como las captaciones de bancos han crecido a tasas superiores al 35%, mientras que las de las CAV lo han hecho a tasas inferiores al 20%. Esta recomposición es notoria y será objeto de seguimiento en los meses venideros.

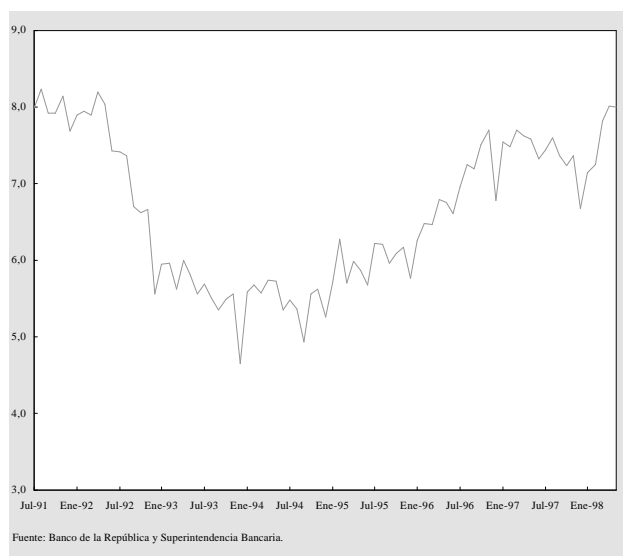
³ Al medir la cartera en moneda extranjera en dólares se encuentra que esta presenta un decrecimiento anual de 12,3%.

La estabilidad del sistema financiero

El sistema de pagos de una economía depende de forma crucial de la estabilidad del sistema financiero. Las experiencias de los países latinoamericanos durante los años ochenta, incluida la colombiana, y los episodios que se viven actualmente en el Sudeste Asiático y en Japón, ponen de presente que es indispensable que el sistema financiero sea sólido, que tenga una valoración realista de los activos que respaldan su cartera y que pueda responder con solvencia frente a sus depositantes.

Si bien en su conjunto el sistema financiero colombiano responde actualmente a estos requerimientos, es necesario estar alerta con aquellas entidades que enfrentan un mayor riesgo en el mediano plazo. La preocupación es justificada por los efectos que una entidad puede generar en el resto del sistema, en particular en momentos en los que la desaceleración de la actividad económica y el aumento en las tasas de interés han deteriorado la calidad de la cartera (Gráfico 5). Por ello, no se debe escatimar ningún esfuerzo para disminuir los riesgos y mejorar la rentabilidad y la eficiencia del sistema financiero.

Gráfico 5
Relación de cartera vencida a cartera bruta
(Porcentajes)



La responsabilidad por la estabilidad de cada institución recae en sus administradores y accionistas. Sin embargo, la eventualidad de un riesgo sistémico debe llevar al gobierno a fortalecer la vigilancia y las acciones puntuales de apoyo. En este sentido es importante continuar el proceso de fortalecimiento de la supervisión bancaria, fortalecer financieramente al Fondo de Garantías de Instituciones Financieras y promover la transparencia y la capitalización de aquellas entidades más golpeadas por la actual coyuntura macroeconómica.

B. La balanza de pagos

Los datos preliminares de la balanza de pagos del primer trimestre del año indican que se presentó un déficit de US\$1,908 millones (m.) en la cuenta corriente y un superávit de US\$1,244 m. en la cuenta de capital. (Cuadro 1 pág. 11).

Cuenta corriente

El déficit mencionado en esta cuenta se explica por el déficit comercial de US\$1,127 m., resultado de exportaciones por US\$2,591 m. (con un crecimiento de 6,5% frente a igual período de 1997) e importaciones por US\$3,718 m. (creciendo al 25,9%). En la balanza de servicios se presentó un déficit de US\$883 m. y hubo ingresos netos por transferencias de US\$101 m.

Por rubros, las exportaciones no tradicionales aumentaron a marzo 24,3%, frente al primer trimestre de año pasado. Las de café crecieron 14,2%, mientras que disminuyeron las de petróleo (14,5%), carbón (10,4%), oro (72,7%), esmeraldas (34,9%) y ferroníquel (14,7%) (Cuadro 2, pág. 12)⁴. Por su parte, las importaciones crecieron 25,9% (Cuadro 3, pág. 12), dentro de los cuales los bienes de consumo subieron 33,8%, las de bienes intermedios 8,9% y las de bienes de capital 43,1%.

Cuenta de capital

La cuenta de capital presentó un superávit de US\$1,244 m. Este se explica principalmente por ingresos por inversión extranjera directa neta de US\$841 m., endeudamiento neto del sector público de US\$277 m., del sector privado de US\$289 m. (incluyendo arrendamiento financiero) y por la disminución de activos en el exterior, públicos y privados, que implicó un ingreso al país de US\$120 m. Se presentaron egresos por inversión extranjera neta de portafolio de US\$172 m. y por pagos netos de deuda de corto plazo US\$101 m.

Reservas internacionales

De acuerdo con los resultados de las cuentas corriente y de capital, las reservas internacionales netas disminuyeron US\$533 m. durante el primer trimestre, lo que llevó su saldo a US\$9,349 m. En el segundo trimestre, las reservas internacionales netas disminuyeron US\$314 m., con lo cual su saldo a finales de junio fue de US\$9,035 m., lo que implica una disminución en lo corrido del año de US\$847 m. (Cuadro 4, pág. 13).

Proyecciones de la balanza de pagos

De acuerdo con las proyecciones elaboradas por el Banco (Cuadro 5, pág. 14), se estima que en 1998 se presentará una pérdida de reservas internacionales cercana a US\$1,300 m. Ahora bien, el nivel de estas reservas a junio es alto, dado que alcanza para cubrir 7,3 meses de importaciones de bienes, lo cual se considera holgado de acuerdo con los estándares internacionales.

⁴ Durante el primer trimestre, se presentaron precios favorables de café y petróleo, el precio *ex-dock* del café fue de US\$1,77 por libra y el del petróleo de US\$14,7 por barril. La información a abril indica que las exportaciones han caído 2%, han crecido las de café (9,0%) y las no tradicionales (8,2%); mientras que han bajado las de oro (73%), esmeraldas (32,9%), carbón (17,9%), petróleo (17,1%) y las de ferroníquel (12,9%).

Cuadro 1
Balanza de pagos trimestral de Colombia
(Millones de dólares)

| | | Preliminar |
|--------------|---------------------------------------|-------------------------|
| | | 1998 I Trimestre |
| I. | CUENTA CORRIENTE | (1.908) |
| | A. BIENES | (1.127) |
| | 1. Exportaciones FOB | 2.591 |
| | Café | 492 |
| | Petróleo y derivados | 575 |
| | Carbón | 169 |
| | Ferroníquel | 33 |
| | Oro | 8 |
| | Esmeraldas | 22 |
| | No tradicionales | 1.293 |
| | 2. Importaciones FOB | 3.718 |
| | Bienes de consumo | 690 |
| | Bienes intermedios | 1.468 |
| | Bienes de capital | 1.560 |
| | B. SERVICIOS | (883) |
| | Ingresos | 1.231 |
| | Egresos | 2.113 |
| | 1. Servicios no financieros | (114) |
| | Ingresos | 976 |
| | Egresos | 1.090 |
| | 2. Servicios financieros | (769) |
| | Ingresos | 255 |
| | Egresos | 1.024 |
| | Intereses | 667 |
| | Sector oficial | 335 |
| | Sector privado | 331 |
| | Utilidades y dividendos | 357 |
| | C. TRANSFERENCIAS NETAS | 101 |
| II. | CUENTA DE CAPITAL | 1.244 |
| | A. CAPITAL DE LARGO PLAZO | 1.225 |
| | 1. Inversión extranjera neta | 669 |
| | a. Inversión directa neta | 841 |
| | b. Inversión de portafolio neta | (172) |
| | 2. Endeudamiento externo | 566 |
| | a. Sector oficial | 277 |
| | Desembolsos | 921 |
| | Amortizaciones | 644 |
| | b. Sector privado | 289 |
| | Endeudamiento neto no financiero | 68 |
| | Desembolsos | 349 |
| | Amortizaciones | 281 |
| | Endeudamiento neto financiero | 45 |
| | Desembolsos | 189 |
| | Amortizaciones | 144 |
| | Amendamiento financiero | 176 |
| | 3. Aportes organismos internacionales | (10) |
| | B. CAPITAL DE CORTO PLAZO | 19 |
| | 1. Endeudamiento externo neto | (101) |
| | 2. Mov. de activos en el exterior | 120 |
| III. | CONTRAPARTIDAS | (30) |
| IV. | ERRORES Y OMISIONES | 221 |
| V. | VARIACION RESERVAS BRUTAS 1/ | (473) |
| VI. | SALDO RESERVAS BRUTAS 1/ | 9.438 |
| VII. | VARIACION RESERVAS NETAS | (533) |
| VIII. | SALDO RESERVAS NETAS (VI-VII) | 9.349 |

Según metodología de la balanza de pagos.

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

Cuadro 2
Exportaciones clasificadas por los principales productos y sectores económicos
(Millones de dólares FOB)

| | Enero - Marzo | | Variación | |
|--|---------------|---------|-----------|------------|
| | 1997 | 1998 | Absoluta | Relativa % |
| I. EXPORTACIONES TRADICIONALES | 1.391,3 | 1.297,6 | (93,6) | (6,7) |
| Café | 430,6 | 491,8 | 61,2 | 14,2 |
| Carbón | 188,8 | 169,1 | (19,7) | (10,4) |
| Ferrocromio | 38,1 | 32,5 | (5,6) | (14,7) |
| Petróleo y derivados | 671,9 | 574,6 | (97,3) | (14,5) |
| Oro | 28,1 | 7,7 | (20,4) | (72,7) |
| Banco de la República | 1,4 | 0,0 | (1,4) | (99,4) |
| Particulares | 26,7 | 7,7 | (19,0) | (71,3) |
| Esmeraldas | 33,7 | 21,9 | (11,8) | (34,9) |
| II. EXPORTACIONES NO TRADICIONALES 1/ | 1.040,8 | 1.293,4 | 252,6 | 24,3 |
| Sector agropecuario | 265,5 | 282,5 | 17,0 | 6,4 |
| Sector industrial | 763,8 | 997,4 | 233,6 | 30,6 |
| Sector minero | 11,5 | 13,5 | 1,9 | 16,4 |
| III. TOTAL EXPORTACIONES | 2.432,0 | 2.591,0 | 159,0 | 6,5 |

No incluye exportaciones temporales, reexportaciones y otras.

Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) y Banco de la República.

Cuadro 3
Importaciones, según clasificación CUODE
(Millones de dólares CIF)

| | Enero - Marzo | | Variación | |
|-----------------------------------|---------------|---------|-----------|------------|
| | 1997 | 1998 | Absoluta | Relativa % |
| I. BIENES DE CONSUMO | 548,8 | 734,2 | 185,4 | 33,8 |
| Duraderos | 224,1 | 342,1 | 118,0 | 52,7 |
| No duraderos | 324,7 | 392,2 | 67,5 | 20,8 |
| II. BIENES INTERMEDIOS | 1.458,7 | 1.588,5 | 129,7 | 8,9 |
| Combustibles y lubricantes 1/ | 128,7 | 75,9 | (52,8) | (41,0) |
| Para la agricultura | 100,2 | 118,4 | 18,3 | 18,2 |
| Para la industria | 1.229,9 | 1.394,2 | 164,3 | 13,4 |
| III. BIENES DE CAPITAL | 1.135,4 | 1.624,4 | 489,0 | 43,1 |
| Materiales de construcción | 95,4 | 97,4 | 2,0 | 2,1 |
| Para la agricultura | 10,2 | 13,6 | 3,4 | 33,3 |
| Para la industria | 725,2 | 1.042,1 | 317,0 | 43,7 |
| Equipo de transporte | 304,7 | 471,3 | 166,7 | 54,7 |
| IV. BIENES NO CLASIFICADOS | 0,4 | 11,2 | 10,8 | --- |
| TOTAL | 3.143,3 | 3.958,3 | 815,0 | 25,9 |

Incluye derivados del petróleo y del carbón.

Fuente: Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN) y DANE, sujetas a revisión.

Cuadro 4
Reservas Internacionales del Banco de la República
(Millones de dólares)

| Período | Netas | Brutas | Variación mensual | |
|-------------|----------|----------|-------------------|---------|
| | | | Netas | Brutas |
| 1996 | | | | |
| Diciembre | 9.896,6 | 9.940,2 | | |
| 1997 | | | | |
| Enero | 9.834,7 | 9.997,0 | (61,9) | 56,8 |
| Febrero | 9.816,3 | 9.870,0 | (18,4) | (127,0) |
| Marzo | 9.939,8 | 10.025,2 | 123,4 | 155,3 |
| Abril | 9.995,5 | 10.343,3 | 55,7 | 318,1 |
| Mayo | 10.220,1 | 10.440,4 | 224,6 | 97,1 |
| Junio | 10.271,2 | 10.377,6 | 51,1 | (62,8) |
| Julio | 10.279,6 | 10.331,5 | 8,4 | (46,1) |
| Agosto | 10.280,9 | 10.345,5 | 1,3 | 14,0 |
| Septiembre | 10.228,7 | 10.291,7 | (52,2) | (53,8) |
| Octubre | 10.157,7 | 10.201,7 | (71,0) | (90,0) |
| Noviembre | 9.986,1 | 10.031,3 | (171,6) | (170,4) |
| Diciembre | 9.881,5 | 9.910,9 | (104,7) | (120,5) |
| 1998 | | | | |
| Enero | 9.747,2 | 9.805,6 | (134,3) | (105,3) |
| Febrero | 9.364,0 | 10.010,1 | (383,2) | 204,5 |
| Marzo | 9.349,0 | 10.162,4 | (15,0) | 152,3 |
| Abril | 9.378,2 | 10.393,7 | 29,2 | 231,3 |
| Mayo | 9.157,0 | 10.613,7 | (221,2) | 220,0 |
| Junio | 9.034,6 | 10.092,0 | (122,4) | (521,7) |

Fuente: Banco de la República, Departamento de Cambios Internacionales.

Cuadro 5
Balanza de pagos de Colombia
(Millones de dólares)

| | | Preliminar | Proyección | |
|--------------|--|-------------------|-------------------|-------------|
| | | 1997 | 1998 | 1999 |
| I. | CUENTA CORRIENTE | (5.646) | (6.080) | (5.631) |
| | A. BIENES | (2.728) | (3.012) | (1.905) |
| | 1. Exportaciones FOB | 11.681 | 11.846 | 13.077 |
| | Café | 2.259 | 1.910 | 1.688 |
| | Petróleo y derivados | 2.707 | 2.741 | 3.331 |
| | Carbón | 886 | 977 | 1.029 |
| | Ferroñíquel | 161 | 143 | 168 |
| | Oro | 234 | 216 | 226 |
| | Esmeraldas | 141 | 120 | 127 |
| | No tradicionales | 5.293 | 5.740 | 6.507 |
| | 2. Importaciones FOB | 14.409 | 14.859 | 14.982 |
| | Bienes de consumo | 2.769 | 2.744 | 2.849 |
| | Bienes intermedios | 6.079 | 6.262 | 6.496 |
| | Bienes de capital | 5.561 | 5.852 | 5.637 |
| | B. SERVICIOS | (3.530) | (3.688) | (4.362) |
| | Ingresos | 5.297 | 5.477 | 5.614 |
| | Egresos | 8.826 | 9.166 | 9.976 |
| | 1. Servicios no financieros | (140) | (17) | (62) |
| | Ingresos | 4.207 | 4.404 | 4.534 |
| | Egresos | 4.347 | 4.422 | 4.596 |
| | 2. Servicios financieros | (3.390) | (3.671) | (4.300) |
| | Ingresos | 1.090 | 1.073 | 1.080 |
| | Egresos | 4.479 | 4.744 | 5.379 |
| | Intereses | 2.358 | 2.637 | 2.853 |
| | Sector oficial | 1.131 | 1.299 | 1.465 |
| | Sector privado | 1.228 | 1.338 | 1.389 |
| | Utilidades y dividendos | 2.121 | 2.107 | 2.526 |
| | C. TRANSFERENCIAS NETAS | 612 | 621 | 637 |
| II. | CUENTA DE CAPITAL | 6.320 | 4.785 | 5.649 |
| | A. CAPITAL DE LARGO PLAZO | 8.038 | 4.734 | 7.780 |
| | 1. Inversión extranjera neta | 5.478 | 2.436 | 5.005 |
| | a. Inversión directa neta | 5.192 | 2.436 | 4.905 |
| | b. Inversión de portafolio neta | 286 | 0 | 100 |
| | 2. Endeudamiento externo | 2.595 | 2.338 | 2.815 |
| | a. Sector oficial | 592 | 2.361 | 2.156 |
| | Desembolsos | 2.896 | 4.514 | 4.524 |
| | Amortizaciones | 2.304 | 2.153 | 2.367 |
| | b. Sector privado | 2.003 | (22) | 659 |
| | Endeudamiento neto no financiero | 1.235 | (370) | 683 |
| | Desembolsos | 2.720 | 2.017 | 2.582 |
| | Amortizaciones | 1.485 | 2.387 | 1.899 |
| | Endeudamiento neto financiero | 557 | 300 | 0 |
| | Desembolsos | 1.373 | 900 | 900 |
| | Amortizaciones | 816 | 600 | 900 |
| | Amendamiento financiero | 211 | 48 | (24) |
| | 3. Aportes organismos internacionales | (35) | (40) | (40) |
| | B. CAPITAL DE CORTO PLAZO | (1.718) | 52 | (2.131) |
| | 1. Endeudamiento externo neto | 71 | (161) | 189 |
| | 2. Mov. de activos en el exterior | (1.790) | 213 | (2.320) |
| III. | CONTRAPARTIDAS | (342) | 0 | 0 |
| IV. | ERRORES Y OMISIONES | (362) | 0 | 0 |
| V. | VARIACION RESERVAS BRUTAS 1/ | (30) | (1.294) | 18 |
| VI. | SALDO RESERVAS BRUTAS 1/ | 9.913 | 8.617 | 8.635 |
| | PIB nominal en millones de dólares | 95.925 | 96.037 | 99.933 |
| | Meses importaciones - Bienes | 8,3 | 7,0 | 6,9 |
| | Meses importaciones - Bienes y servicios | 5,1 | 4,3 | 4,2 |
| VII. | VARIACION RESERVAS NETAS | (15) | (1.294) | 18 |
| VIII. | SALDO RESERVAS NETAS (VI-VII) | 9.882 | 8.587 | 8.605 |

Según metodología de la balanza de pagos.

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

La desacumulación esperada de reservas internacionales para diciembre de este año es el resultado de un déficit en la cuenta corriente de 6,3% del PIB y un superávit de la cuenta de capitales de 5% del PIB (Cuadro 6, página 16). Este déficit de la cuenta corriente es mayor que el presentado en el Informe al Congreso de marzo, de 4,8% del PIB y se explica principalmente por el deterioro de los precios internacionales del café y el petróleo⁵. De esta manera se espera que las exportaciones totales crezcan 1,4%, las exportaciones no tradicionales 8,5%, las de petróleo 1,2% (el volumen de crudo exportado aumenta 39,2%), mientras que las de café disminuyan 15,5% (el volumen de café exportado permanece en 10,3 millones de sacos). Por último, se espera un crecimiento de las importaciones de 3,1%⁶.

Según la proyección preliminar de la balanza de pagos para 1999, es factible un déficit de la cuenta corriente de 5,6% del PIB, resultado de un déficit comercial de 1,9% del PIB, un déficit de la balanza de servicios de 4,4% del PIB e ingresos netos por transferencias de 0,6% del PIB. La proyección de la cuenta de capital muestra que se tendrían ingresos netos de 5,7% del PIB⁷. Este resultado de la cuenta corriente y de capital sería compatible con la estabilidad de las reservas internacionales.

C. La tasa de interés y las presiones en el mercado monetario

La tasa de interés

Tal como se explicó en la sección II, la tasa de interés a la vista se usa como la variable operativa de la política monetaria. En concreto, el Emisor define un rango de intervención en el mercado interbancario, el cual al principio del año se fijó entre una cota inferior de la tasa interbancaria (TIB)⁸ del 20% y una superior del 27%. Este rango fue reconsiderado el 13 de febrero, cuando se determinó que las tasas de intervención serían del 23% y 30%, respectivamente. A la tasa mínima, el Banco capta a corto plazo los excesos de liquidez de las entidades a través de las Operaciones de Mercado Abierto (OMA). A la tasa máxima de dicho rango, el Banco otorga liquidez a los intermediarios financieros mediante las llamadas operaciones REPO⁹, en las cuales las entidades entregan al Banco, temporalmente, títulos elegibles. La situación de los mercados monetario y de crédito se manifiesta, primero, en la TIB y se transmite con un rezago a las tasas de interés de depósitos y crédito.

⁵ En marzo se esperaba un precio promedio para el año de US\$1.56 por libra de café y de US\$15.6 por barril de petróleo; en la actual proyección se espera US\$1.48 por libra de café y US\$14.1 por barril de petróleo.

⁶ El crecimiento de las importaciones durante los primeros tres meses de 1998 fue de 25,9%. Este se explica por el bajo crecimiento de las importaciones para el mismo período de 1997. De mantenerse el comportamiento observado en las importaciones entre abril y diciembre de 1997, el crecimiento de las mismas para 1998 sería de 5,4%. Sin embargo, se espera un menor crecimiento, debido a la desaceleración económica.

⁷ En la proyección se han incluido ingresos externos para el pago de privatizaciones y concesiones por US\$2,866 m. (2,9% del PIB), correspondientes a: Empresa de Teléfonos de Bogotá, Carbocol, servicio personalizado de telecomunicaciones y distribuidoras eléctricas. El último informe del CONFIS menciona la posible privatización de Urrá, ISAGEN y Banco Popular.

⁸ Tasa a la cual se realizan préstamos entre entidades del sistema financiero.

⁹ Un REPO es un pacto de recompra en el cual el Emisor provee liquidez comprando títulos a las entidades financieras, con el compromiso de éstas de comprar nuevamente el título después de un período fijo (1 ó 7 días).

Cuadro 6
Balanza de pagos de Colombia
(Como porcentaje del PIB nominal en dólares)

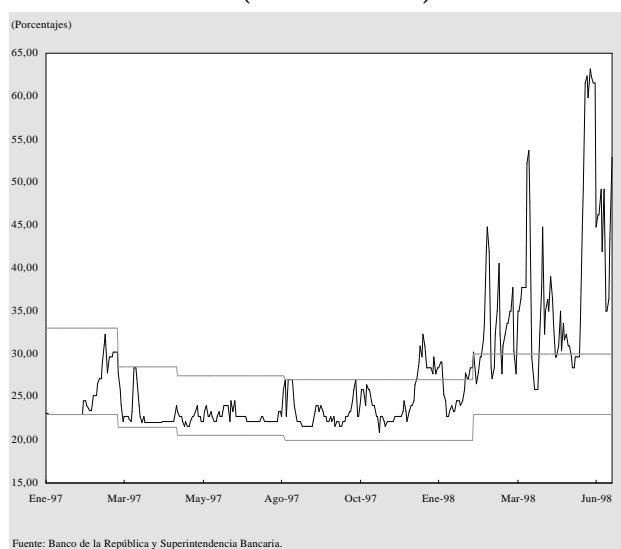
| | Preliminar | Proyección | |
|--|------------|------------|-------|
| | 1997 | 1998 | 1999 |
| I. CUENTA CORRIENTE | (5,9) | (6,3) | (5,6) |
| A. BIENES | (2,8) | (3,1) | (1,9) |
| 1. Exportaciones FOB | 12,2 | 12,3 | 13,1 |
| Café | 2,4 | 2,0 | 1,7 |
| Petróleo y derivados | 2,8 | 2,9 | 3,3 |
| Carbón | 0,9 | 1,0 | 1,0 |
| Ferróniquel | 0,2 | 0,1 | 0,2 |
| Oro | 0,2 | 0,2 | 0,2 |
| Esmeraldas | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| No tradicionales | 5,5 | 6,0 | 6,5 |
| 2. Importaciones FOB | 15,0 | 15,5 | 15,0 |
| Bienes de consumo | 2,9 | 2,9 | 2,9 |
| Bienes intermedios | 6,3 | 6,5 | 6,5 |
| Bienes de capital | 5,8 | 6,1 | 5,6 |
| B. SERVICIOS | (3,7) | (3,8) | (4,4) |
| Ingresos | 5,5 | 5,7 | 5,6 |
| Egresos | 9,2 | 9,5 | 10,0 |
| 1. Servicios no financieros | (0,1) | (0,0) | (0,1) |
| Ingresos | 4,4 | 4,6 | 4,5 |
| Egresos | 4,5 | 4,6 | 4,6 |
| 2. Servicios financieros | (3,5) | (3,8) | (4,3) |
| Ingresos | 1,1 | 1,1 | 1,1 |
| Egresos | 4,7 | 4,9 | 5,4 |
| Intereses | 2,5 | 2,7 | 2,9 |
| Sector oficial | 1,2 | 1,4 | 1,5 |
| Sector privado | 1,3 | 1,4 | 1,4 |
| Utilidades y dividendos | 2,2 | 2,2 | 2,5 |
| C. TRANSFERENCIAS NETAS | 0,6 | 0,6 | 0,6 |
| II. CUENTA DE CAPITAL | 6,6 | 5,0 | 5,7 |
| A. CAPITAL DE LARGO PLAZO | 8,4 | 4,9 | 7,8 |
| 1. Inversión extranjera neta | 5,7 | 2,5 | 5,0 |
| a. Inversión directa neta | 5,4 | 2,5 | 4,9 |
| b. Inversión de portafolio neta | 0,3 | 0,0 | 0,1 |
| 2. Endeudamiento externo | 2,7 | 2,4 | 2,8 |
| a. Sector oficial | 0,6 | 2,5 | 2,2 |
| Desembolsos | 3,0 | 4,7 | 4,5 |
| Amortizaciones | 2,4 | 2,2 | 2,4 |
| b. Sector privado | 2,1 | (0,0) | 0,7 |
| Endeudamiento neto no financiero | 1,9 | (0,1) | 0,7 |
| Desembolsos | 2,8 | 2,1 | 2,6 |
| Amortizaciones | 1,5 | 2,5 | 1,9 |
| Endeudamiento neto financiero | 0,6 | 0,3 | 0,0 |
| Desembolsos | 1,4 | 0,9 | 0,9 |
| Amortizaciones | 0,9 | 0,6 | 0,9 |
| Arrendamiento financiero | 0,2 | 0,0 | (0,0) |
| 3. Aportes organismos internacionales | (0,0) | (0,0) | (0,0) |
| B. CAPITAL DE CORTO PLAZO | (1,8) | 0,1 | (2,1) |
| 1. Endeudamiento externo neto | 0,1 | (0,2) | 0,2 |
| 2. Mov. de activos en el exterior | (1,9) | 0,2 | (2,3) |
| III. CONTRAPARTIDAS | (0,4) | 0,0 | 0,0 |
| IV. ERRORES Y OMISIONES | (0,4) | 0,0 | 0,0 |
| V. VARIACION RESERVAS BRUTAS 1/ | (0,0) | (1,3) | 0,0 |
| VI. SALDO RESERVAS BRUTAS 1/ | 10,3 | 9,0 | 8,6 |
| PIB nominal en millones de dólares | 100,0 | 100,0 | 100,0 |
| VII. VARIACION RESERVAS NETAS | (0,0) | (1,3) | 0,0 |
| VIII. SALDO RESERVAS NETAS (VI-VII) | 10,3 | 8,9 | 8,6 |

Según metodología de la balanza de pagos.

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

El Gráfico 6 muestra el comportamiento de la tasa de interés interbancaria, la cual se ubicó en promedio durante el semestre en 34,5%, mayor en 4,5 puntos porcentuales que el nivel superior de la franja de intervención definido desde febrero. Como puede apreciarse, durante lo corrido del año la tasa interbancaria ha presentado una marcada volatilidad, la cual refleja en parte las expectativas de devaluación, las cuales, sin embargo, no fueron validadas *ex-post*, merced a la defensa de la banda cambiaria. Hay otros factores que presionan esta tasa al alza, como son el aumento de la cartera sin un aumento correspondiente en los depósitos, la falta de suficientes papeles elegibles en el mercado y la concentración de TES en algunas instituciones financieras. Ello le resta profundidad al mercado de muy corto plazo y dificulta la apreciación de riesgos entre entidades financieras.

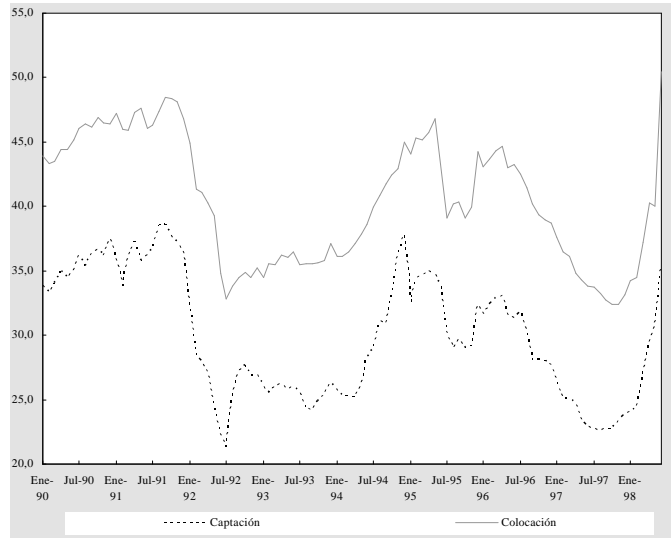
Gráfico 6
Tasa de intervancaria y de intervención del Banco de la República, 1996 – 1998
(tasa efectiva anual)



Las tasas de interés nominales de captación (depósitos) y colocación (créditos) mostraron una tendencia creciente a lo largo del año (Gráfico 7, pág. 18). Esta situación se explica por las expectativas de los agentes sobre el comportamiento futuro del tipo de cambio y el consiguiente endurecimiento temporal de la política monetaria. La tasa de captación del sistema financiero, medida por la de Depósito a Término Fijo (DTF¹⁰), pasó de 24,6% a principios de febrero a 36,6% a finales de junio del presente año. Por su parte, la tasa de colocación pasó de 33,2% a 50,4% en el mismo período. Lo anterior implica que la diferencia entre estas dos tasas de interés, creció durante el año 5,3 puntos porcentuales al pasar de 8,6 puntos en febrero a 13,9 puntos en junio de este año. De forma coherente con lo sucedido con las tasas de interés nominales, las tasas de interés reales de captación y colocación llegaron a 13% y 25% en junio, respectivamente (Gráfico 8, pag 18).

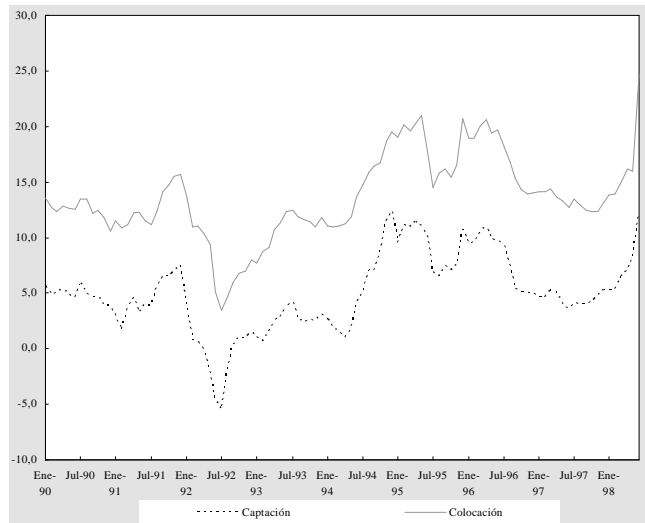
¹⁰ La tasa de interés conocida como DTF es el promedio ponderado de las tasas de los Certificados de Depósito a Término (CDT) del sistema financiero, con plazo a 90 días.

Gráfico 7
Tasas de captación y colocación – Total sistema
(Porcentajes)



Fuente: Banco de la República - Subgerencia de Estudios Económicos y Superintendencia Bancaria.

Gráfico 8
Tasas reales de capacitación y colocación_ Total sistema
(Porcentajes)



I/ Deflactor IPC.

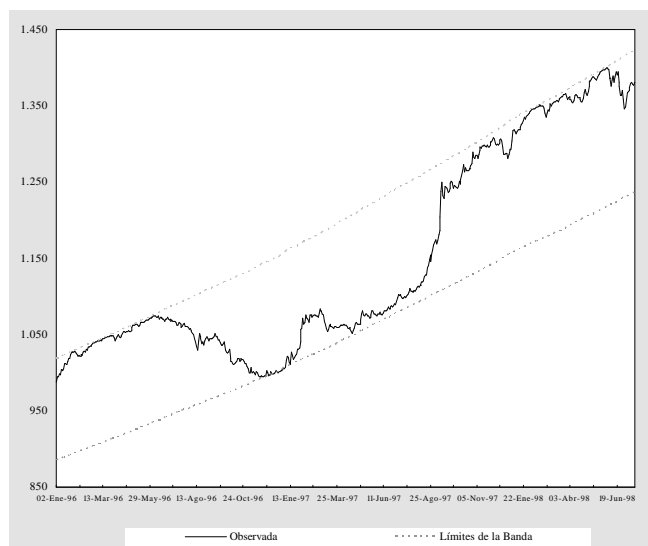
Fuente: Banco de la República - Subgerencia de Estudios Económicos y Superintendencia Bancaria.

Este aumento en la diferencia entre las tasas de captación y colocación no necesariamente mejora la situación del sistema financiero, dado que, en buena parte, es el resultado del aumento en los costos de captación de muy corto plazo y además, normalmente viene acompañado de un ascenso en la cartera vencida. Como se verá más adelante, en la medida en que disminuyan las expectativas de devaluación se deben reducir las tasas de captación y colocación, y la diferencia entre dichas tasas debe retornar a su nivel histórico.

Las presiones en el mercado monetario

Desde septiembre de 1997 la tasa de cambio se mantuvo cerca del techo de la banda cambiaria (Gráfico 9). A principios de febrero la tasa se pegó al techo, lo cual llevó al Emisor a vender US\$411 m. durante dicho mes. Tal como se mencionó anteriormente, la respuesta del Banco de la República a esta situación fue aumentar, el 13 de febrero, la franja de intervención de la tasa de interés interbancaria. Con ello se buscaba dar una señal clara al mercado sobre el compromiso del Emisor para defender la banda cambiaria, mejorando el rendimiento de los activos líquidos denominados en pesos.

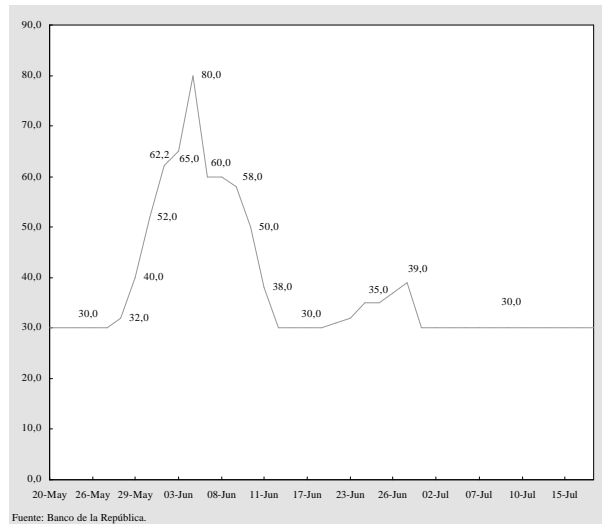
Gráfico 9
Tasa representativa del mercado (TRM) y Banda cambiaria, 1996 – 1998
(Pesos por dólar)



En abril el Banco empezó a proveer liquidez a través de la compra de TES en el mercado secundario, emitidos por lo menos un año antes. El Banco compró TES hasta el 27 de mayo, con el propósito, de un lado, de suministrar la liquidez acorde con el corredor de la base monetaria, y del otro, de ir preparando el acervo de TES que le permita cumplir con el mandato de adelantar las operaciones monetarias desde enero de 1999 exclusivamente con títulos emitidos por la Tesorería Nacional.

El 21 de mayo la tasa de cambio volvió a ubicarse en el techo de la banda. En ese punto el Banco volvió a vender reservas internacionales y, para no propiciar mayores ventas, resolvió no reponer la liquidez retirada del mercado por las mismas. Es por ello que el Banco, a partir del 28 de mayo, limitó el monto de la subasta de cupos de REPO¹¹. Esta medida generó una volatilidad de la tasa de interés de corto plazo (TIB) y un aumento en la tasa de intervención de corto plazo, ambos de carácter transitorio, como se puede ver en los gráficos 6 (pág.17) y 10.

Gráfico 10
Tasa de operaciones REPO, mayo 20 a julio 17 de 1998
(Porcentaje)



Un hecho adicional que disminuyó la disponibilidad de TES en el mercado y que presionó el alza de la TIB fue el cambio de política adoptado por la Dirección General de Tesorería de colocar sus excesos de liquidez únicamente a través de operaciones REPO respaldadas por TES. Lo anterior con el propósito de disminuir el riesgo de sus inversiones. Cabe anotar que el aumento de las tasas de interés se exacerbó por la coyuntura particular de junio, mes de alta demanda de efectivo por el pago de primas y, en este año, por la ocurrencia de tres puentes festivos.

Adicionalmente, se presentó incertidumbre en el mercado, la cual pudo afectar temporalmente la demanda de divisas. Existen varias razones para una mayor sensibilidad de los inversionistas durante el primer semestre. La primera de ellas pudo estar ligada a la primera vuelta electoral que, en cualquier país, está asociada a una actitud cautelosa por parte de los agentes económicos. De igual forma, no se puede desconocer el ambiente internacional que ha caracterizado al último año. Al descalabro de las economías del Sudeste Asiático de finales del año pasado, se ha

¹¹ El cupo se fijó en \$ 220 mm. del 28 de mayo al 24 de junio. A partir del 25 de junio se ha aumentado gradualmente la liquidez, sin afectar la situación cambiaria.

sumado el creciente temor de que el yen japonés pueda depreciarse aún más frente al dólar y que esa economía no se recupere pronto. Esta situación ha afectado la probabilidad de devaluación del renminbi chino y del rublo ruso. En un ambiente turbulento los inversionistas internacionales se vuelven extremadamente cautelosos frente a los papeles de deuda de economías emergentes y evalúan con mayor dureza la sostenibilidad de sus desequilibrios fiscales y de cuenta corriente.

Este hecho se manifestó en un aumento del *spread* de los bonos colombianos de diez años frente a los papeles sin riesgo del Tesoro norteamericano¹². Otra manifestación de la preocupación de los mercados internacionales frente a la estabilidad de la economía colombiana fue el análisis de las agencias de evaluación de deuda. Si bien el país preservó lo que se conoce como el “Grado de Inversión” de su deuda, que lo diferencia del “Grado Especulativo” asignado a la deuda de la mayor parte de las economías en desarrollo, los análisis de estas agencias las llevaron a cambiar su perspectiva del país de neutra a negativa. Para un país es un activo de inmenso valor el hecho de que su deuda sea catalogada como Grado de Inversión. Su logro toma a veces décadas, para comprobar un comportamiento financiero serio frente a las acreencias externas. Por ningún motivo se debe poner en riesgo este activo ganado con perseverancia y buen manejo de la macroeconomía colombiana.

Los fenómenos mencionados, aunados al desencaje de algunas entidades que aumentaron en exceso su cartera antes de junio, mantuvieron alta la DTF durante ese mes. Entre el 19 y el 30 de junio hubo un nuevo repunte de la tasa de interés de los REPO que se normalizó igualmente a partir del 1 de julio, momento desde el cual permanece en 30%. La tasa de interés interbancaria comenzó a disminuir nuevamente a partir del 5 de junio para llegar al 30% el 12 de dicho mes. Lo anterior ha permitido que desde el 25 de junio el Emisor haya aumentado el cupo de REPO, proveyendo liquidez sin afectar la situación cambiaria. A partir del 7 de julio se realizan operaciones REPO respaldadas en cartera de los intermediarios¹³, cuyos recursos deben permanecer temporalmente en el Emisor. Esta medida soluciona la ausencia de papeles públicos para acceder a la liquidez del Banco de la República.

En la medida que se restablezca plenamente la confianza y la liquidez en la economía se darán las condiciones para que siga cayendo la tasa de interés. En primer lugar, se deben estabilizar y reducir las tasas a la vista (TIB) y, con un rezago, deben ceder las tasas de colocación y captación de los intermediarios financieros.

¹² El *spread* es la diferencia entre el rendimiento de esos activos financieros, y en buena parte se asocia con un mayor riesgo. El mismo se mide en “puntos básicos” (pb). Un punto básico es un céntimo de un punto porcentual de tasa de interés. El *spread* de los papeles colombianos pasó de 123,7 pb el 5 de agosto de 1997, a 182,2 pb el 12 del mismo mes; el 13 de febrero de este año ascendió a 245,7 pb, y alcanzó un máximo de 253,9 pb el pasado 3 de julio.

¹³ Adquisición transitoria de títulos valores provenientes de operaciones de cartera de los establecimientos de crédito. Sólo se aceptan los títulos valores correspondientes a cartera clase A (clasificados de acuerdo con las normas pertinentes de la Superintendencia Bancaria).

D. La tasa de cambio y las presiones en el mercado cambiario

La tasa de cambio en lo corrido de 1998

La tasa representativa del mercado (TRM) finalizó 1997 en \$1.293,6 por dólar, \$36,6 por debajo del techo de la banda definida por la Junta Directiva del Banco de la República (Gráfico 9, pág. 19). Durante los primeros seis meses de 1998 la tasa se mantuvo en promedio a \$11,3 del techo de la banda. En julio 21, la TRM alcanzó \$1.381,54 por dólar, con lo cual la devaluación año corrido es de 6,8% y año completo se ubica en 25%. A esta fecha la devaluación anual promedio durante 1998 fue 27,5%.

Tomando en cuenta el comportamiento de la devaluación nominal, de la inflación doméstica y externa y de la devaluación frente al dólar de los países con que comercia Colombia, se puede ver que la tasa de cambio real, medida por el ITCR1, el ITCR2 y el ITCR3, muestran una depreciación anual a junio entre el 7% y el 7,8%. En el ITCR4, que se define como la relación entre los precios de los bienes no transables y los transables, se observa una apreciación real anual de 4,5% (Cuadro 7; la sección V contiene una explicación de la tasa de cambio real, pág. 23).

Presiones en el mercado cambiario

Tal como se ha señalado, hasta agosto de 1997 la tasa representativa del mercado estuvo cerca del piso de la banda cambiaria. Desde ese momento aumentó hasta situarse en el techo de la misma, en donde se mantuvo el resto del año. El aumento de la tasa de cambio en el segundo semestre de 1997 es explicado por una menor oferta de dólares ante un menor endeudamiento externo de largo plazo del país en ese lapso. El endeudamiento externo neto disminuyó US\$2,103 m., pasando de US\$4,699 m. en 1996 a US\$2,596 m. en 1997 (US\$2,116 m. en el primer semestre y US\$499 m. en el segundo).

Por sectores, se puede ver que el sector público disminuyó su endeudamiento neto pasando de US\$1,578 m. en 1996 a US\$592 m. el año pasado; con endeudamiento neto de US\$834 m. en el primer semestre y pagos netos de US\$242 m. durante el segundo¹⁴. El sector privado no financiero, por su parte, disminuyó su endeudamiento neto de US\$2,608 m. en 1996 a US\$1,235 m. en 1997, de los cuales US\$1,014 m. ocurrieron en el primer semestre y US\$221 m. en el segundo¹⁵.

A comienzos de 1998 el tipo de cambio se encontraba \$37 por debajo del techo de la banda cambiaria. El dos de febrero la tasa de cambio nominal llegó al techo de la banda. Ante el aumento de la franja de intervención de la TIB en 300 puntos básicos, el tipo de cambio tuvo una respuesta inmediata, cayendo hasta \$20,55 por

¹⁴ Los desembolsos de deuda externa de largo plazo del sector público disminuyeron de US\$3,488 m. en 1996 a US\$2,896 m., mientras que las amortizaciones aumentaron de US\$1,910 m. a US\$2,304 m. En las amortizaciones se incluyen prepagos de deuda externa por US\$1,033 m., de los cuales US\$729 m. se realizaron en el segundo semestre.

¹⁵ Los desembolsos de deuda externa de largo plazo del sector privado no financiero disminuyeron de US\$3,960 m. en 1996 a US\$2,720 m. en 1997, mientras que las amortizaciones aumentaron de US\$1,352 m. a US\$1,485 m. En las amortizaciones se incluyen prepagos de deuda por US\$523 m. (US\$501 m. en el segundo semestre).

Cuadro 7
Indice de la tasa de cambio real del peso colombiano
(Basediciembre 1986 = 100)

| | Periodo | ITCR1 | ITCR2 | ITCR3 | ITCR4 | ITCR5 |
|------------------------------|------------|---------|---------|---------|--------|---------|
| 1995 | Enero | 94,98 | 94,69 | 86,24 | 91,40 | 95,31 |
| | Febrero | 94,07 | 94,00 | 84,63 | 90,08 | 94,97 |
| | Marzo | 94,92 | 95,44 | 85,85 | 88,77 | 96,58 |
| | Abril | 95,51 | 96,12 | 86,70 | 88,96 | 97,95 |
| | Mayo | 95,14 | 95,59 | 86,05 | 88,49 | 97,08 |
| | Junio | 93,87 | 94,21 | 85,29 | 88,32 | 96,01 |
| | Julio | 95,64 | 95,96 | 86,68 | 89,07 | 96,94 |
| | Agosto | 98,87 | 98,89 | 89,10 | 89,31 | 98,62 |
| | Septiembre | 101,52 | 101,41 | 90,90 | 89,20 | 99,44 |
| | Octubre | 104,07 | 104,21 | 93,12 | 89,03 | 101,13 |
| | Noviembre | 104,81 | 106,04 | 93,98 | 89,01 | 101,21 |
| | Diciembre | 99,47 | 100,14 | 88,67 | 88,90 | 96,79 |
| 1996 | Enero | 99,31 | 98,84 | 87,34 | 88,39 | 97,01 |
| | Febrero | 99,37 | 99,01 | 86,40 | 86,91 | 97,08 |
| | Marzo | 99,86 | 99,46 | 86,54 | 86,62 | 97,37 |
| | Abril | 98,03 | 97,29 | 84,20 | 85,69 | 96,01 |
| | Mayo | 96,82 | 95,94 | 82,55 | 85,00 | 95,18 |
| | Junio | 97,72 | 96,92 | 82,63 | 84,64 | 94,56 |
| | Julio | 96,61 | 95,80 | 81,68 | 83,66 | 92,68 |
| | Agosto | 95,23 | 94,54 | 79,99 | 82,76 | 90,19 |
| | Septiembre | 94,31 | 93,53 | 78,84 | 82,02 | 87,95 |
| | Octubre | 90,79 | 90,05 | 76,30 | 81,12 | 84,10 |
| | Noviembre | 88,95 | 88,39 | 74,97 | 80,58 | 82,10 |
| | Diciembre | 88,61 | 87,99 | 74,39 | 80,29 | 80,68 |
| 1997 (p) | Enero | 89,02 | 88,33 | 74,81 | 79,55 | 81,38 |
| | Febrero | 90,29 | 89,51 | 75,24 | 78,43 | 82,00 |
| | Marzo | 86,12 | 85,34 | 73,15 | 78,50 | 79,75 |
| | Abril | 84,27 | 83,50 | 71,97 | 78,45 | 78,60 |
| | Mayo | 84,96 | 84,18 | 72,50 | 78,33 | 79,55 |
| | Junio | 83,89 | 83,06 | 72,29 | 78,09 | 79,03 |
| | Julio | 85,24 | 84,29 | 72,70 | 77,78 | 78,74 |
| | Agosto | 86,88 | 85,80 | 73,50 | 76,96 | 78,36 |
| | Septiembre | 93,33 | 92,17 | 79,08 | 76,37 | 83,14 |
| | Octubre | 94,95 | 93,82 | 81,66 | 75,87 | 85,42 |
| | Noviembre | 96,39 | 95,28 | 83,12 | 76,22 | 86,32 |
| | Diciembre | 95,33 | 94,18 | 82,21 | 76,81 | 84,10 |
| 1998 (p) | Enero | 94,34 | 91,22 | 82,17 | 76,62 | 83,83 |
| | Febrero | 92,30 | 91,29 | 81,39 | 76,19 | n.d. |
| | Marzo | 91,67 | 90,65 | 79,94 | 75,93 | n.d. |
| | Abril | 90,48 | 89,49 | 78,32 | 74,66 | n.d. |
| | Mayo | 90,95 | 90,00 | 79,06 | 74,61 | n.d. |
| | Junio | 89,80 | 88,88 | 77,96 | 74,59 | n.d. |
| Promedio | 1995 | 97,74 | 97,88 | 87,94 | 89,21 | 97,68 |
| | 1996 | 95,47 | 94,81 | 81,32 | 83,97 | 91,24 |
| | 1997 | 89,22 | 88,29 | 76,02 | 77,61 | 81,37 |
| | 1998 (*) | 91,59 | 90,25 | 79,81 | 75,43 | 83,83 |
| Variaciones anuales % | 1995 | 6,60 | 7,77 | 3,48 | (3,72) | 3,62 |
| | 1996 | (10,91) | (12,14) | (16,10) | (9,69) | (16,65) |
| | 1997 | 7,58 | 7,03 | 10,51 | (4,33) | 4,24 |
| | 1998 (*) | 7,04 | 7,01 | 7,84 | (4,48) | n.d. |

(*) Hasta junio.

(p) Provisional.

n.d. No disponible.

ITCR1: Corresponde al ITCR del peso colombiano frente a 18 países. La ponderación obedece a la estructura del comercio global, sin café, en 1986. Utiliza el IPP para medir los precios internos y el IPM para todos los países excepto Francia, Perú y Ecuador.

ITCR2: Corresponde a la ITCR1 teniendo en cuenta solamente 9 de los 18 países: USA, Canadá, Alemania, España, Reino Unido, Japón, México, Venezuela y Ecuador, donde Alemania se representa a sí misma y a Holanda, Francia, Italia, Suecia y Suiza.

ITCR3: ITCR2 utilizando el IPC tanto interna como externamente. Cifras revisadas.

ITCR4: Obedece a la relación de los precios de los bienes transables y no transables. Como fuente se utiliza el IPC y la clasificación de los bienes realizada por el SITOD del Departamento Nacional de Planeación.

ITCR5: Índice del tipo de cambio efectivo real calculado para el peso colombiano frente a 18 países miembros del FMI. Utiliza el IPC para medir el comportamiento de los precios tanto internos como externos.

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

debajo del techo de la banda. Durante los meses de marzo y abril la tasa de cambio permaneció en niveles cercanos al techo sin llegar a tocarlo, en parte, debido a la oferta de divisas por parte de la Dirección Nacional del Tesoro (DNT).

De forma simultánea con los fenómenos de principios de febrero, la Junta Directiva redujo el depósito al endeudamiento externo de 30% a 25% y el período del depósito de 18 a 12 meses. El objetivo de esta medida era mejorar las condiciones para que los agentes adquirieran deuda en el exterior, dada la reversión en los flujos de capital que se había presentado desde el segundo semestre de 1997, ya ilustrada.

Sin embargo, a pesar de la respuesta del tipo de cambio ante las medidas del Banco de la República, del incremento en el costo de los recursos ofrecidos por el Banco y de la escasez de liquidez de la economía, el crecimiento de la cartera del sistema financiero aumentó drásticamente entre enero y febrero. En efecto, la cartera creció a una tasa mensual anualizada de 14,9% en el mes de enero y de 34,5% en el mes de febrero.

La percepción del aumento en la demanda de liquidez de la economía en marzo y abril, y su análisis con respecto al corredor de la base monetaria, llevó al Banco de la República a realizar subastas de compra de TES desde principios de abril, sin que esto afectara al mercado cambiario. A finales del mes de mayo surgieron presiones en dicho mercado, motivadas por fenómenos como la cercanía de la primera vuelta electoral, la turbulencia en los mercados financieros internacionales ya reseñada, y el hecho que la DNT disminuyó su oferta de divisas de US\$366 m. en abril a US\$70 m. en mayo.

El conjunto de estos factores presionó de nuevo el tipo de cambio, el cual llegó al techo de la banda el 21 de mayo. En respuesta a estas nuevas presiones el Banco de la República limitó el monto de REPO ofrecidos y por lo tanto la liquidez. Pasadas las elecciones presidenciales del 21 de junio, y ante una mayor estabilidad en el mercado cambiario (el día martes 24 de junio la tasa cayó \$13), el monto subastado por REPO se aumentó paulatinamente, alcanzando niveles de \$720 mm. el 15 de julio.

IV. RESULTADOS DE LA INFLACION Y TENDENCIAS BASICAS

A. Indice de precios al consumidor

La tasa anual de inflación a diciembre de 1997 se situó en 17,7%, por debajo de la meta de 18% definida por la Junta Directiva del Banco de la República para el año pasado. Los eventos ocurridos durante el primer semestre de 1998 han sido menos afortunados en el frente inflacionario y han llevado a que en junio, la inflación anual se halle en 20,7%, superior en 4,7 puntos porcentuales a la meta fijada para diciembre de 1998. En lo corrido del año los precios al consumidor alcanzaron una tasa de crecimiento de 14,1%, superior en 2,8 puntos porcentuales a la registrada entre enero y junio de 1997 (Cuadro 8, pág. 26).

Este repunte inflacionario se explica por la dinámica del grupo de alimentos, cuyo peso en la canasta del IPC es del 34,8%, el cual ha experimentado un alza de sus precios del 30% en los últimos 12 meses. Dentro de los alimentos se destaca los crecimientos del subgrupo plátano, papa y otros tubérculos (83,8% de crecimiento anual)¹⁶ y hortalizas y legumbres (39,6%) (Cuadro 9, pág.27).

El desempeño de este grupo es atribuible de forma notable a la severidad del fenómeno de El Niño en el presente año, a la llamada polilla guatemalteca, que ataca a la papa, y por último, a los paros de transportadores vividos en este período. Estos hechos han llevado a que el crecimiento de los precios de los alimentos exceda las expectativas que se tenía a principios del año. En efecto, el promedio de crecimiento de los precios de los alimentos a junio, en los años que se ha experimentado el fenómeno de El Niño durante las últimas tres décadas, ha sido de 25,7%, inferior al guarismo actual.

El impacto de este fenómeno se confirma con los indicadores de inflación básica, los cuales en lo corrido del año presentan una evolución consistente con la meta de inflación. Tres de las cuatro medidas de inflación básica recogidas en el Cuadro 8(Pág,26), el IPC sin alimentos, el IPC sin alimentos primarios y servicios y la mediana, se encuentran actualmente cerca de la meta de inflación para 1998 (16,7%, 15,3% y 15,7% de crecimiento anual a junio, respectivamente). Estos indicadores de inflación básica exhiben una tendencia descendente desde 1996 (Gráficos 11 y 12, pág. 28).

Los grupos de bienes y servicios diferentes de alimentos, que componen el Indice de Precios al Consumidor registran tasas de crecimiento inferiores a la inflación anual: vestuario 8,5%, vivienda 15,9%, varios 18,4%, educación 19,1%, salud 20,2% y transporte 20,3%.

B. Indice de precios del productor

El crecimiento anual del IPP a junio de 1998 fue de 17,6%, superior en medio punto porcentual al registrado entre junio de 1996 y junio de 1997. Los precios

¹⁶ En este subgrupo, la papa, el ñame y la arracacha experimentaron incrementos superiores al 100% en los últimos 12 meses.

Cuadro 8
Indicadores de inflación a junio
(Variaciones porcentuales)

| | Año corrido /1 | | | Anual /2 | | |
|--|----------------|-------|-------|----------|------|-------|
| | 1996 | 1997 | 1998 | 1996 | 1997 | 1998 |
| I. IPC | 14,0 | 11,3 | 14,1 | 19,7 | 18,7 | 20,7 |
| Alimentos | 10,8 | 9,0 | 21,7 | 12,8 | 16,4 | 30,0 |
| Vivienda | 13,6 | 10,7 | 9,1 | 22,2 | 20,7 | 15,9 |
| Vestuario | 6,5 | 5,5 | 4,5 | 11,8 | 9,9 | 8,5 |
| Salud | 17,6 | 16,6 | 15,4 | 23,5 | 21,2 | 20,2 |
| Educación | 32,3 | 19,7 | 16,2 | 38,6 | 23,7 | 19,1 |
| Transporte | 16,4 | 15,2 | 14,2 | 20,8 | 18,7 | 20,3 |
| Otros | 11,7 | 10,4 | 10,6 | 21,1 | 17,6 | 18,4 |
| II. INFLACION BASICA | | | | | | |
| IPC sin alimentos 3/ | 15,5 | 12,3 | 10,8 | 23,0 | 19,7 | 16,7 |
| IPC sin alimentos primarios y servicios 4/ | 15,1 | 11,9 | 10,2 | 22,7 | 19,1 | 15,3 |
| Mediana 5/ | | | | 21,6 | 16,5 | 15,7 |
| Media troncada 6/ | | | | 19,4 | 16,6 | 18,2 |
| III. IPP | 9,7 | 12,2 | 12,2 | 13,0 | 17,1 | 17,6 |
| Según uso o destino económico | | | | | | |
| Consumo final | 11,4 | 10,9 | 17,4 | 13,2 | 17,3 | 26,3 |
| Consumo intermedio | 8,4 | 14,1 | 9,6 | 12,5 | 18,4 | 12,1 |
| Bienes de capital | 9,8 | 6,5 | 7,7 | 15,6 | 8,4 | 14,7 |
| Materiales de construcción | 10,2 | 9,6 | 3,4 | 15,0 | 13,9 | 10,8 |
| Según procedencia | | | | | | |
| Producidos y consumidos | 9,9 | 13,2 | 13,1 | 12,4 | 19,2 | 17,7 |
| Importados | 8,0 | 4,7 | 5,6 | 17,9 | 2,8 | 16,9 |
| Exportados | 12,0 | 27,1 | (0,4) | 6,3 | 22,1 | 7,0 |
| Según origen industrial -CIU- | | | | | | |
| Agricultura, silvicultura y pesca | 7,1 | 23,7 | 21,3 | 5,7 | 32,6 | 20,9 |
| Minería | 8,1 | (4,3) | (9,6) | 10,2 | 2,7 | (0,3) |
| Industria manufacturera | 10,7 | 8,6 | 9,5 | 15,9 | 12,3 | 16,8 |
| IV. IPP sin café 7/ | 2,2 | 3,4 | 5,3 | 13,9 | 13,0 | 21,4 |

1/ Enero 1998 - junio 1998.

2/ Junio 1997 - junio 1998.

3/ Se excluye del IPC Total todos los ítems del grupo alimentos.

4/ Se excluye del IPC Total los alimentos primarios (sin procesar), los servicios estatales (servicios públicos en general) y transporte.

5/ Corresponde a la mediana ponderada de toda la canasta. Al respecto, véase Melo, Luis Fernando, et al., Un Análisis de las medidas de inflación básica para Colombia, Mimeo 1997, Banco de la República.

6/ Corresponde a la media ponderada troncada al 10% en cada cola. Véase Melo (1997).

7/ Se excluye: café, café tostado y molido, y café soluble.

Fuente: Banco de la República - Subgerencia de Estudios Económicos. Tabulados IPP, IPC y DANE.

Cuadro 9
Indice de precios al consumidor
(Variaciones anuales a junio)

| Descripción | Pond. | Variación porcentual año completo | | | | |
|---|-------|-----------------------------------|------|-------|------|------|
| | | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 |
| TOTAL NACIONAL | 100,0 | 23,1 | 21,7 | 19,7 | 18,7 | 20,7 |
| IPC SIN ALIMENTOS | | 23,9 | 22,1 | 23,0 | 19,7 | 16,7 |
| ALIMENTOS | 34,8 | 21,4 | 20,7 | 12,8 | 16,4 | 30,0 |
| Cereales | 4,9 | 18,3 | 12,8 | 31,2 | 15,8 | 19,2 |
| Plátanos, papa y otros tubérculos | 2,6 | 33,4 | 27,3 | (8,9) | 42,5 | 83,8 |
| Hortalizas, legumbres frescas y secas | 3,0 | 17,0 | 32,9 | 3,8 | 18,8 | 39,6 |
| Frutas frescas | 1,9 | 33,6 | 22,7 | 15,0 | 15,5 | 27,7 |
| Carnes | 9,7 | 17,2 | 19,2 | 8,2 | 10,7 | 25,8 |
| Productos lácteos, grasas y huevos | 6,5 | 22,5 | 19,0 | 17,3 | 9,3 | 24,2 |
| Alimentos varios | 4,8 | 22,2 | 20,8 | 19,3 | 20,5 | 18,7 |
| Comidas fuera del hogar | 1,4 | 22,3 | 22,7 | 23,1 | 18,8 | 18,9 |
| VIVIENDA | 32,6 | 26,1 | 24,6 | 22,2 | 20,7 | 15,9 |
| Alquileres | 20,1 | 28,8 | 28,2 | 22,0 | 22,0 | 14,9 |
| Servicio doméstico | 0,4 | 26,6 | 15,3 | 17,2 | 16,0 | 13,1 |
| Comestibles y servicios | 4,6 | 27,9 | 21,5 | 27,9 | 24,4 | 21,2 |
| Muebles del hogar | 1,8 | 18,3 | 18,2 | 17,2 | 11,5 | 11,0 |
| Aparatos domésticos | 2,0 | 10,7 | 12,3 | 16,5 | 7,0 | 13,6 |
| Utensilios domésticos | 0,4 | 14,7 | 15,5 | 14,7 | 14,5 | 12,7 |
| Ropa del hogar y otros accesorios | 0,5 | 16,3 | 14,1 | 18,3 | 14,3 | 9,3 |
| Artículos de limpieza del hogar | 2,8 | 19,9 | 20,9 | 17,1 | 15,1 | 14,0 |
| VESTUARIO Y CALZADO | 9,2 | 15,1 | 12,9 | 11,8 | 9,9 | 8,5 |
| Vestuario para hombre | 2,5 | 15,0 | 11,6 | 11,5 | 9,9 | 7,7 |
| Vestuario para mujer | 3,2 | 12,2 | 9,1 | 7,7 | 7,7 | 8,5 |
| Vestuario para niños | 0,6 | 14,7 | 13,7 | 12,5 | 10,4 | 8,5 |
| Vestuario para bebé | 0,4 | 14,9 | 9,1 | 10,3 | 11,3 | 7,6 |
| Calzado | 2,2 | 16,1 | 15,5 | 14,0 | 9,6 | 6,8 |
| Servicios al vestuario | 0,4 | 25,9 | 28,0 | 21,5 | 16,7 | 15,9 |
| SALUD | 3,8 | 25,6 | 25,4 | 23,5 | 21,2 | 20,2 |
| Drogas | 1,7 | 23,0 | 21,8 | 20,2 | 21,3 | 19,9 |
| Servicios profesionales de la salud | 2,2 | 28,0 | 28,4 | 26,2 | 21,1 | 20,5 |
| EDUCACION, CULTURA Y ESPARCIMIENTO | 6,7 | 27,7 | 25,9 | 38,6 | 23,7 | 19,1 |
| Instrucción y enseñanza | 2,9 | 36,1 | 30,9 | 49,9 | 31,2 | 21,9 |
| Artículos escolares y culturales | 1,5 | 25,9 | 25,2 | 27,6 | 19,3 | 17,3 |
| Artículos para aficiones | 1,5 | 13,9 | 12,3 | 13,3 | 6,1 | 12,8 |
| Distracciones y esparcimiento | 0,8 | 17,6 | 23,9 | 42,7 | 12,3 | 12,5 |
| Gastos en hoteles | 0,0 | 30,8 | 24,9 | 26,4 | 12,7 | 12,1 |
| TRANSPORTE Y COMUNICACIONES | 6,8 | 20,9 | 16,5 | 20,8 | 18,7 | 20,3 |
| Equipo de transporte personal | 3,3 | 17,3 | 11,6 | 21,1 | 13,4 | 17,6 |
| Servicio de transporte y comunicaciones | 3,5 | 23,2 | 19,6 | 20,6 | 21,9 | 21,7 |
| OTROS GASTOS | 6,0 | 21,7 | 19,2 | 21,1 | 17,6 | 18,4 |
| Bebidas y tabaco | 2,2 | 22,1 | 18,4 | 20,4 | 24,8 | 23,5 |
| Artículos para aseo personal | 3,2 | 21,7 | 21,3 | 22,3 | 13,2 | 15,2 |
| Artículos de joyería | 0,7 | 19,5 | 11,4 | 17,4 | 6,6 | 7,4 |

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República - Subgerencia de Estudios Económicos.

Gráfico 11
Inflación total y básica: inflación sin alimentos e inflación sin alimentos primarios, servicios estatales y transporte (porcentajes)

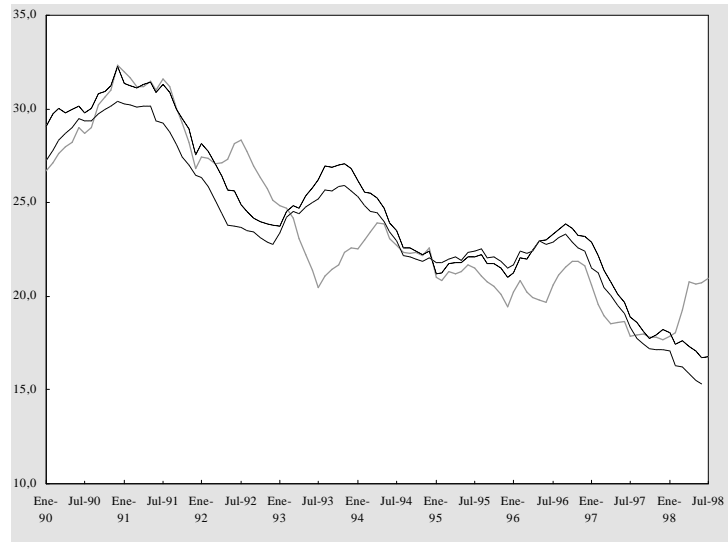
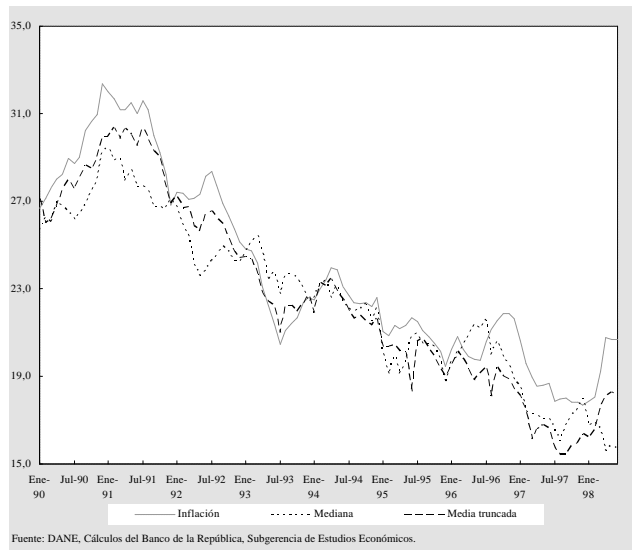


Gráfico 12
Onflación total e inflación básica: mediana y media truncada (porcentaje)



Fuente: DANE, Cálculos del Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos.

del productor crecieron en lo corrido del año 12,2%. Este desempeño fue idéntico al del primer semestre del año pasado. Según la clasificación CIIU, y acorde con lo ocurrido en el IPC, la agricultura, silvicultura y pesca, con una variación año completo de 20,9%, es el grupo con mayor incremento (Cuadro 8, pág. 26). Este comportamiento se explica, en gran parte, por la notable subida en el precio de los tubérculos (133%) y las hortalizas (76,3%).

C. Perspectivas inflacionarias

La dinámica de los precios de los alimentos se debe revertir en los meses venideros. Es razonable pensar que a final de año el nivel de inflación tendrá una marcada tendencia descendente, que la acercará paulatinamente a la meta fijada por la Junta Directiva del Banco. Cabe hacer énfasis en que los pronósticos de inflación básica para fin de año elaborados por el Banco de la República se hallan entre 14,6% y 16%. Tal como ocurrió en 1996, se debe enfatizar que una parte importante del repunte inflacionario tiene un carácter transitorio. En efecto, en 1996 se dio un cambio en ciertos precios relativos que llevó a un aumento transitorio de la inflación de 2 puntos porcentuales en 4 meses (de junio a noviembre). El fenómeno citado se revirtió rápidamente, y la inflación anual cayó de 21,9% en noviembre de 1996 a 18,5% en abril de 1997.

Dos aspectos permiten optimismo sobre la evolución futura de la inflación: en primer lugar, el impacto de la política monetaria ha implicado una caída en la demanda agregada. En segundo lugar, se espera que el aumento de los precios relativos de los productos agrícolas promueva las siembras, de forma que se entre en una etapa de oferta agrícola abundante. Estos factores auguran un segundo semestre favorable en materia inflacionaria. Dado que es razonable que estas tendencias se mantengan hasta entrado 1999, se puede prever una disminución en el ritmo de la inflación en lo que resta del año y durante el próximo.

V. CONSIDERACIONES SOBRE LA COMPETITIVIDAD DE LA TASA DE CAMBIO

El comportamiento del tipo de cambio y las expectativas que sobre él se formaron, jugaron un papel central en los hechos del primer semestre. Por esta razón se adelanta a continuación una discusión de los factores que afectan esta variable y que explican la política llevada a cabo por el Emisor.

La variable relevante para el análisis de la competitividad de la economía es la tasa de cambio real (TCR). Esta variable contempla simultáneamente los cambios en la tasa de cambio nominal, en los precios de la economía colombiana y los de la economía mundial. En ese sentido, la TCR mide el valor de una canasta determinada de bienes domésticos en comparación con una canasta similar de bienes producidos por las economías con las que se comercia.

En consecuencia, la TCR se podría definir como el precio relativo de los bienes extranjeros en términos de los bienes nacionales, valorado dicho precio relativo en moneda legal. Así, un aumento en la TCR, o lo que se conoce como una “devaluación real”, reduce las importaciones, pues implica que por cada bien externo hay que dar a cambio más bienes domésticos. De esta forma, una devaluación real beneficia a los productores que compiten con las importaciones. De modo similar, dicho aumento en la TCR debe beneficiar a los exportadores, pues por cada bien que vendan en los mercados extranjeros (a los precios internacionales) recibirán a cambio más bienes internos.

Son varios los factores económicos que hacen fluctuar la TCR. Comúnmente se cree que devaluaciones de la tasa de cambio nominal devalúan también la TCR y, por ende, aumentan la competitividad de la economía. Esta idea sólo es válida en el muy corto plazo y puede conllevar un costo alto para la sociedad en términos de inflación. Estudios recientes demuestran que una devaluación nominal que no está acompañada de una caída en el gasto doméstico, se traduce en inflación entre tres y seis meses luego de producida. En ese lapso, los precios de la economía aumentan tanto como aumentó inicialmente la devaluación nominal y, por lo tanto, la TCR regresa a su nivel original. En este sentido, las devaluaciones nominales sólo aumentan la TCR transitoriamente y con un costo potencial en términos de inflación.

A diferencia del manejo del tipo de cambio nominal, existen otras variables económicas que sí pueden generar efectos permanentes o de largo plazo sobre la tasa de cambio real. Este tipo de variables se conoce como “fundamentos” de la TCR y su efecto sobre dicha tasa se da a través de la oferta o la demanda agregada de la economía.

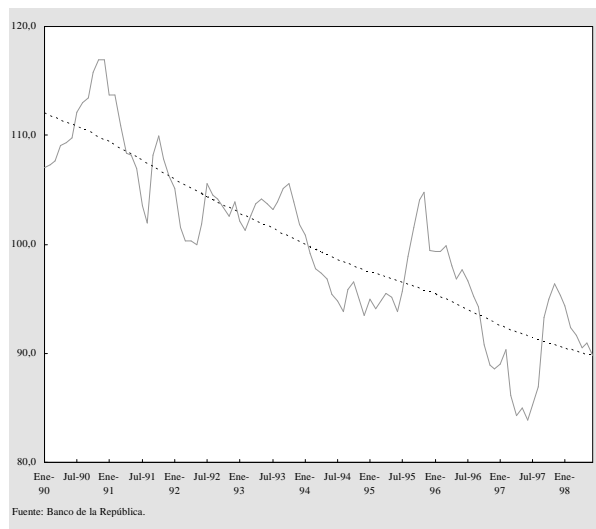
Los fundamentos de la TCR que se transmiten por su efecto sobre la demanda son el nivel de gasto público y de gasto privado. Aumentos de uno u otro tipo de gasto tienden a apreciar la TCR. Los fundamentos reales de la TCR que operan a través de la oferta son aquellas variables asociadas con la productividad y el ingreso permanente de la economía. Por ejemplo, una recuperación en la productividad de la economía con respecto al resto del mundo tiende a apreciar la TCR. Igual efecto tienen los aumentos en el ingreso permanente de la economía

atribuibles, por ejemplo, a una mejora en los términos de intercambio o a una bonanza petrolera. La literatura especializada identifica otros factores relevantes para el comportamiento de la TCR, asociados con las condiciones generales del país, tales como la estabilidad del sistema financiero, un ambiente propicio para los negocios y la disminución de la violencia.

Desde principios de los años noventa la TCR colombiana sufrió un fuerte proceso de apreciación que deterioró la competitividad de la economía. En parte, esta apreciación real compensó la devaluación que se había presentado entre 1989 y 1990, pero la misma tuvo un carácter persistente y se prolongó de octubre de 1991 a diciembre de 1994¹⁷. Como se dijo, los movimientos de mediano y largo plazo en la TCR son el resultado de movimientos en los fundamentos. Por lo tanto dicha apreciación se puede atribuir el auge del gasto privado y el desmesurado incremento en el gasto público. Otros fenómenos que afectaron esta variable fueron la bonanza petrolera y las expectativas ligadas a ella, el incremento en la productividad de la economía después de la apertura y el gran incremento en los términos de intercambio observado en 1994.

Desde 1997 algunos de estos movimientos en las variables fundamentales de la TCR se han revertido. En efecto, el auge de gasto privado cesó y los precios internacionales del petróleo y del café cayeron. En el Gráfico 13 se muestra una descomposición del valor observado y la tendencia del Índice de la Tasa de Cambio Real, definido por el Banco de la República (ITCR1), desde enero de 1990 hasta junio de 1998.

Gráfico 13
Índice de tasa de cambio real
(ITCR1 y su tendencia)



Un concepto muy importante en esta discusión es la TCR de equilibrio. Técnicamente la TCR de equilibrio se define como aquella tasa que es consistente con el equilibrio interno y externo de la economía. Cuando hay diferencias entre la

¹⁷ El ITCR1 pasó de 95,6 en enero de 1989 a 116,9 en diciembre de 1990, desde donde descendió a 93,49 en diciembre de 1994.

TCR observada y la TCR de equilibrio, la brecha se corrige con cambios en la tasa de inflación o con movimientos en la tasa de cambio nominal.

Si la banda establecida para la tasa de cambio nominal es coherente con los fundamentos de mediano plazo, su amplitud permite que fluctuaciones de la tasa nominal contribuyan a cerrar esta brecha. De hecho, en 1997 confluyeron un aumento en la tasa de cambio nominal y una disminución en el ritmo de inflación, que depreciaron la TCR. Los estudios que se elaboraron para la definición de la banda cambiaria para 1998 señalaban que la brecha entre la TCR observada y la de equilibrio era pequeña y se podía corregir con movimientos de la tasa de cambio nominal en el interior de la misma.

El Banco de la República estableció al principio del año los parámetros de la banda cambiaria expuestos en la sección II, con base en el convencimiento de que la economía no presentaba una situación sistemática de sobre o subvaluación. Por ende, la corrección de alguna brecha transitoria que pudiera surgir entre la TCR observada y la TCR de equilibrio a lo largo del año, se debía corregir por movimientos de la tasa nominal en el interior de la banda. Durante el primer semestre se presentó un desequilibrio en dicho mercado, que planteaba dos posibles opciones de política: de una lado, se podía modificar la banda cambiaria, y del otro, se la debía defender permitiendo un alza en la tasa de interés.

El Emisor diagnosticó que las presiones en el mercado cambiario eran causadas por factores transitorios. En ese contexto haber abandonado la banda cambiaria hubiese alimentado la especulación, con altos costos para los sectores público y privado, y con consecuencias negativas para la estabilidad del sistema financiero y, sobre todo, para el logro de metas de inflación decrecientes.

El acierto de esta estrategia se corrobora con lo sucedido en los mercados monetario y cambiario entre el 24 de junio y el 20 de julio. En efecto, ambos mercados han mostrado una clara tendencia a retornar a la normalidad, lo que se manifiesta en una caída de la tasa de cambio por debajo del techo de la banda, y el inicio del descenso en la tasa de interés. En suma, se ha corroborado la validez de las premisas tomadas en cuenta para definir la banda cambiaria, y ello ha justificado su defensa.

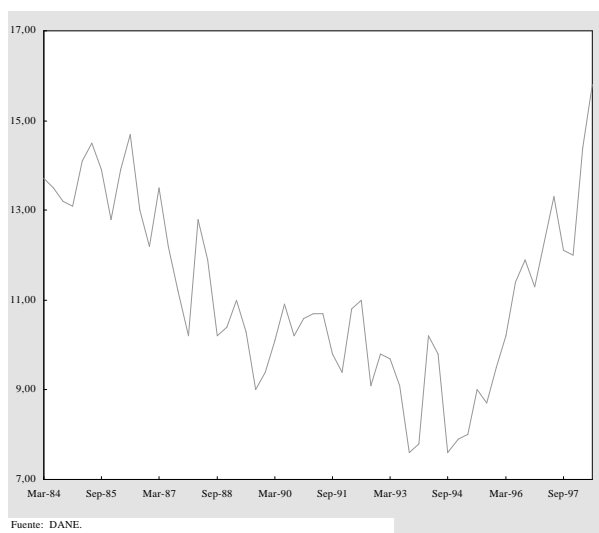
VI. EVALUACION DE LA SITUACION MACROECONOMICA

A. Actividad económica

El hecho sobresaliente en materia de actividad real durante los últimos meses lo constituye las señales de desaceleración económica. Si bien el Departamento Nacional de Planeación estima que la tasa de crecimiento real del Producto Interno Bruto para el primer trimestre del año fue 4,7%, ya han aparecido claras indicaciones de desaceleración económica durante el segundo trimestre. De hecho el DNP recientemente revisó su proyección de crecimiento real del PIB para 1998 de 4,5% a 3,3%.

La desaceleración de la actividad económica se manifiesta en el aumento en la tasa de desempleo en las siete ciudades principales, de 14,4% en marzo a 15,8% en junio (Gráfico 14). Ahora bien, el alto nivel de desempleo no se explica sólo por esta caída en el ritmo de actividad económica, dado que en sectores como la industria y la construcción la caída en el empleo no es un hecho reciente, sino que refleja una tendencia que se inició en 1995.

Gráfico 14
Tasa de desempleo, siete principales ciudades
(Porcentajes)



La explicación para la recaída en la actividad económica se halla en los hechos macroeconómicos reseñados en el presente Informe: primero, la incertidumbre entre los inversionistas durante el primer semestre de este año. Segundo, tal como lo muestran diferentes encuestas de opinión empresarial, la demanda se resintió por el repunte importante de las tasas de interés observadas desde el mes de febrero. Tercero, factores ajenos a la economía tales como los bajos precios del café y las pobres perspectivas de crecimiento de la economía venezolana empiezan a afectar severamente a ciertos sectores productivos. Por último, la lucha contra el

narcotráfico ha acentuado los problemas de ciudades como Cali, donde la tasa de desempleo alcanzó 19,7% en junio.

De acuerdo con la Encuesta de Opinión Conjunta de la ANDI, el crecimiento de la industria manufacturera durante abril y mayo se ha resentido, toda vez que la producción año corrido en estos meses creció en 6,6% y 5,7% respectivamente, cuando a marzo lo había hecho en un 8,2%. El menor ritmo de crecimiento de la producción comprometió a la mayoría de las ramas industriales, a excepción de alimentos y equipo de transporte. Algo similar sucedió con las ventas. Es el caso del sector automotriz, cuyas ventas se estima caerán en más del 25% durante el mes de junio.

Adicionalmente, de acuerdo con la encuesta de Fedesarrollo, durante el mes de mayo hubo una caída pronunciada en indicadores como el nivel de pedidos, la situación económica actual, la producción actual y las expectativas de producción de los empresarios. Se registró además un importante incremento de las existencias de productos terminados. Estos hechos corroboran que las perspectivas de crecimiento para este sector se han deteriorado.

Otras ramas cuyo desempeño conviene mencionar son el Sector financiero, cuyo crecimiento en el primer trimestre fue negativo en 3%, y la construcción, que ya completa tres años y medio en una fase recesiva. Estos hechos ponen de relieve la necesidad de recuperar el equilibrio macroeconómico que le permita a la economía retornar a tasas altas y sostenidas de crecimiento. Sólo de esa manera es viable disminuir el preocupante nivel de desempleo que se ha registrado en el mes de junio.

B. La necesidad de reducir el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos

Colombia presenta desde 1993 un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos superior al 4% del PIB. El mismo ha alcanzado en 1997 su nivel más alto, 5,9% del PIB. Las proyecciones actuales muestran que este déficit aumentará en 1998 a 6,3% del PIB y, bajo un escenario sin ajuste macroeconómico, será de 5,6% en 1999, con lo cual se completarían 7 años seguidos de altos déficit.

La cuenta corriente de la balanza de pagos mide el exceso de gasto que un país tiene sobre su producto nacional. También se la puede entender como la diferencia entre el ahorro y la inversión de la economía. Un déficit en dicha cuenta indica que el país gasta más de lo que produce; en otras palabras, que la inversión es mayor que su ahorro. En esas circunstancias la economía debe recurrir bien sea al ahorro foráneo, aumentando el endeudamiento externo y la inversión extranjera en el país. O bien, debe financiarse disminuyendo los activos del país. Para este propósito el principal activo es el saldo de reservas internacionales.

Por lo tanto, cuando un país mantiene durante varios años un déficit en la cuenta corriente, debe disminuir sus reservas internacionales, aumentar el saldo de su deuda externa o atraer inversión extranjera. La pregunta pertinente al respecto es: ¿por cuánto tiempo es factible mantener un déficit en la cuenta corriente? La respuesta, en último término, se halla en la disposición que tenga el resto del

mundo para financiarlo. Esta disposición no cambia en la medida que sea claro que el país está en la capacidad de pagar sus acreencias. Por esta razón, es necesario disminuir por iniciativa propia el déficit persistente ya reseñado, antes que los mercados internacionales teman seguir financiando este consumo e inversión extra de la economía.

Adicionalmente, es fundamental la utilización que se le dé a los recursos externos. Es diferente que el déficit se genere por un exceso de consumo a que se dé por un exceso de inversión. Si los recursos son invertidos eficientemente el país aumentará en el futuro su producción y exportaciones, con lo cual generará los ingresos necesarios para el pago de la deuda. De esta manera es más factible sostener un déficit en la cuenta corriente generado por un exceso de inversión que de consumo. Sin embargo, un exceso de inversión también podría causar problemas, como lo demuestra la reciente experiencia de los países asiáticos.

Para analizar el déficit en cuenta corriente es importante ver cómo ha evolucionado el exceso de gasto, diferenciando entre los sectores público y privado. En el Cuadro 10 se puede ver que durante los tres primeros años de la década se presentó un superávit en la cuenta corriente, explicado por un exceso de ahorro del sector privado. A partir de 1993 aparece el déficit en la cuenta corriente asociado con el gasto del sector privado, que pasa de un exceso de ahorro sobre su inversión de 1,9% del PIB en 1992 a un defecto de 4,1% en 1993, al tiempo que el sector público consolidado permanece en equilibrio. Hasta 1995 el déficit del sector privado continúa aumentando, con lo cual el déficit de la cuenta corriente crece hasta 5,4% del PIB en 1995.

Cuadro 10
Balance macroeconómico, 1990-1998
(Como porcentaje del PIB)

| | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | Preliminar | | | Proyección 1/ | |
|------------------|-------|------|-------|-------|-------|------------|-------|---------|---------------|-------|
| | | | | | | 1995 | 1996 | 1997 1/ | 1998 | 1999 |
| Cuenta corriente | 1,3 | 5,5 | 1,8 | (4,0) | (4,5) | (5,4) | (5,7) | (5,9) | (6,3) | (5,6) |
| Sector público | (0,5) | 0,0 | (0,1) | 0,1 | 0,0 | (0,4) | (1,9) | (3,0) | (3,0) | (3,0) |
| Sector privado | 1,8 | 5,5 | 1,9 | (4,1) | (4,5) | (5,0) | (3,8) | (2,9) | (3,3) | (2,6) |

1/ Las cifras del sector público tienen como fuente CONFIS, y para los años 1997 a 1999 están bajo revisión. En la medida que el déficit del sector público sea mayor que el 3% para esos años, el desahorro del sector privado será menor que el registrado en el cuadro.

Fuente: Consejo Superior de Política Fiscal (CONFIS) y Banco de la República.

A partir de 1996 la tendencia cambia, el sector privado después de 3 años con déficit creciente empieza a ajustarse y disminuye su exceso de gasto de 5% del PIB en 1995 a 3,8% en 1996. La tendencia del sector público consolidado también cambia: del equilibrio en 1995 pasa a un déficit de 1,9% del PIB en 1996, con lo cual aumenta el déficit de la cuenta corriente. En 1997 el sector privado vuelve a ajustar su desequilibrio reduciéndolo a 2,9% del PIB, pero el déficit público aumenta a 3%, y el de cuenta corriente sube hasta 5,9% del PIB.

También es importante analizar cómo se ha financiado la cuenta corriente durante la década (Cuadro 11). Entre 1990 y 1992 el superávit se tradujo en acumulación de reservas internacionales. De 1993 a 1995 el déficit encontró financiación en la inversión extranjera neta y el endeudamiento externo privado; en 1994 hubo ingresos de capital para el pago de privatizaciones, que contribuyeron a dicha financiación. El alto déficit que se presentó en 1996 y 1997 fue financiado con inversión extranjera, endeudamiento externo público y privado, y con los recursos que ingresaron a raíz de las privatizaciones.

Cuadro 11
Financiación de la cuenta corriente, 1990-1998
(Como porcentaje del PIB)

| | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | Preliminar | | | Proyección | |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|------------|-------|-------|------------|-------|
| | | | | | | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 |
| Cuenta corriente | 1,3 | 5,5 | 1,8 | (4,0) | (4,5) | (5,4) | (5,7) | (5,9) | (6,3) | (5,6) |
| Financiación | (1,3) | (5,5) | (1,8) | 4,0 | 4,5 | 5,4 | 5,7 | 5,9 | 6,3 | 5,6 |
| Inversión extranjera, sin recursos para privatizaciones | 1,2 | 1,0 | 1,5 | 1,5 | 1,9 | 1,7 | 3,3 | 2,3 | 2,0 | 2,2 |
| Endeudamiento externo | (0,5) | (0,7) | (1,2) | 1,2 | 1,0 | 2,2 | 4,5 | 2,7 | 2,4 | 2,8 |
| Público | (0,1) | (0,7) | (1,3) | (0,2) | (0,4) | 0,1 | 1,8 | 0,6 | 2,5 | 2,2 |
| Privado, sin recursos para privatizaciones | (0,4) | (0,0) | 0,1 | 1,4 | 1,4 | 2,1 | 2,7 | 2,1 | (0,0) | 0,7 |
| Privatizaciones | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 2,3 | 0,3 | 1,6 | 3,4 | 0,6 | 2,8 |
| Inversión extranjera | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,3 | 0,0 | 0,7 | 3,4 | 0,6 | 2,8 |
| Deuda externa | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 2,0 | 0,2 | 0,9 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Disminución de reservas internacionales | (1,6) | (4,4) | (2,4) | (0,4) | (0,2) | (0,4) | (1,7) | 0,0 | 1,3 | 0,0 |
| Otros 1/ | (0,5) | (1,5) | 0,2 | 1,6 | (0,4) | 1,7 | (2,0) | (2,6) | (0,0) | (2,2) |

1/ Se incluye el endeudamiento de corto plazo, el movimiento de activos en el exterior, los aportes a organismos internacionales, las contrapartidas y los errores y omisiones.

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

Las proyecciones para 1998 indican que el déficit en cuenta corriente se podría financiar con inversión extranjera alrededor de 2% del PIB, y con el endeudamiento externo del sector público de 2,5% del PIB. De esta forma, en 1998 se tendrá que acudir a una desacumulación de reservas internacionales cercana a US\$1,300 m. Si en 1999 no se presentan los ingresos previstos por privatizaciones se tendrá que acudir nuevamente a una desacumulación de reservas internacionales para financiar el déficit de la cuenta corriente.

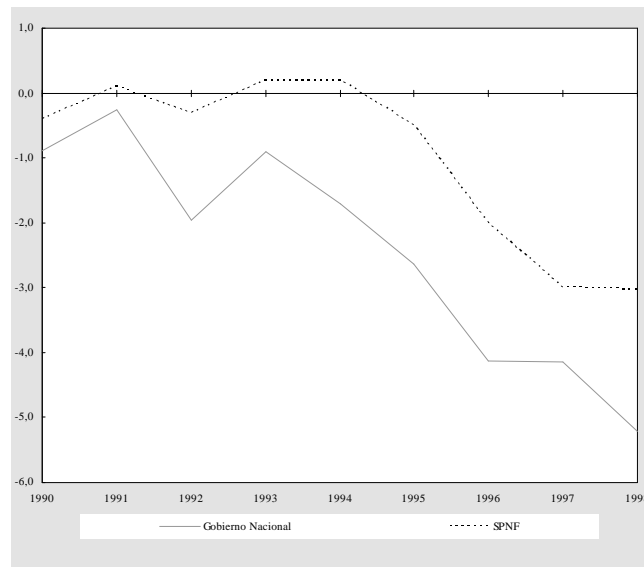
Lo anterior pone en evidencia la necesidad de disminuir el déficit de la cuenta corriente. Las cifras presentadas muestran dos fenómenos: primero, que el actual déficit encontrará dificultades crecientes para ser financiado y, segundo, que es el sector público el que desde 1996 ha contribuido a su expansión. Para 1999 las proyecciones indican que, de no corregirse el actual problema, se presentará un déficit de 5,6% del PIB. Es necesario que este déficit disminuya a una cifra alrededor del 3,5% en el mediano plazo, que confiablemente se puede financiar con recursos de endeudamiento externo e inversión extranjera.

El sector privado disminuyó su deficiencia de ahorro en 2,1% del PIB entre 1995 y 1997 y, si bien el mismo podría deteriorarse en 1998, para 1999 se proyecta que lo disminuya 0,7 puntos adicionales del PIB. Por lo tanto, es difícil pensar en un mayor ajuste de este sector. Por todo lo anterior, el ajuste necesario de la cuenta corriente, de cerca de 2 puntos porcentuales del PIB, debe ser el resultado de un ajuste fiscal por lo menos de la misma magnitud, con lo cual se evitarán problemas de pagos externos en los próximos años.

C. La necesidad de ajuste en las finanzas públicas

De acuerdo con las proyecciones del Consejo Superior de Política Fiscal (CONFIS) el sector público no financiero alcanzará un déficit, antes de privatizaciones, de 3% del PIB en 1998¹⁸. Al incluir las privatizaciones, estimadas en \$990 mm.¹⁹, el déficit consolidado disminuye a 2,3% del PIB (Gráfico 15).

Gráfico 15
Sector público no financiero, déficit (-) o superávit (+)
(Porcentaje del PIB)



Con respecto a la estimación presentada en el Informe al Congreso del mes de marzo, la cual preveía un déficit consolidado, antes de privatizaciones, de 2,8% del PIB, se observa un ligero deterioro de la situación fiscal. El mismo está asociado principalmente con el comportamiento de las finanzas del Gobierno Nacional

¹⁸ Documento CONFIS 11r/98-13 de julio de 1998.

¹⁹ Estos recursos se generarían con la venta de CORELCA y la capitalización de ISA e ISAGEN.

Central y con las del sector de la seguridad social²⁰. En el caso del gobierno, la proyección actual registra un déficit de 5,2% del PIB (Cuadro 12), que es aproximadamente 0,2% del PIB mayor que la presentada en el mes de marzo.

Cuadro 12
Gobierno Nacional Central: Operaciones efectivas de caja
(Miles de millones de pesos)

| Descripción | 1997 | 1998 1/ | Porcentaje del PIB | | Crecimiento anual |
|--|---------|---------|--------------------|-------|-------------------|
| | | | 1997 | 1998 | |
| I. Ingresos de operaciones efectivas (A + B) 2/ | 15.283 | 17.363 | 14,1 | 13,1 | 13,6 |
| A. Ingresos tributarios | 13.148 | 15.219 | 12,1 | 11,5 | 15,7 |
| Renta e IVA interno | 9.171 | 10.643 | 8,4 | 8,0 | 16,1 |
| Aduanas e IVA importaciones | 3.248 | 3.862 | 3,0 | 2,9 | 18,9 |
| Gasolina | 636 | 691 | 0,6 | 0,5 | 8,6 |
| Otros | 93 | 23 | 0,1 | 0,0 | (75,4) |
| B. Ingresos no tributarios y otros 3/ | 2.134 | 2.144 | 2,0 | 1,6 | 0,4 |
| II. Gastos totales | 19.787 | 24.270 | 18,2 | 18,3 | 22,7 |
| Gastos totales sin incluir pago de interés | 17.302 | 20.286 | 15,9 | 15,3 | 17,2 |
| A. Funcionamiento | 13.930 | 17.246 | 12,8 | 13,0 | 23,8 |
| Servicios personales | 2.848 | 3.519 | 2,6 | 2,6 | 23,6 |
| Gastos generales | 1.329 | 1.341 | 1,2 | 1,0 | 0,9 |
| Transferencias | 9.753 | 12.386 | 9,0 | 9,3 | 27,0 |
| B. Intereses de la deuda | 2.485 | 3.984 | 2,3 | 3,0 | 60,4 |
| Internos | 1.811 | 2.916 | 1,7 | 2,2 | 61,0 |
| Externos | 674 | 1.068 | 0,6 | 0,8 | 58,5 |
| C. Inversión | 3.169 | 2.682 | 2,9 | 2,0 | (15,4) |
| D. Préstamo neto a entidades | 203 | 358 | 0,2 | 0,3 | 76,3 |
| III. Superávit (+) o déficit (-) total (I-II) | (4.504) | (6.908) | (4,1) | (5,2) | 53,4 |
| IV. Superávit (+) o déficit (-) con privatizaciones | (4.074) | (6.908) | (3,8) | (5,2) | 69,5 |

1/ Proyecciones, CONFIS - julio 13 de 1998.

2/ No incluye ingresos por privatizaciones.

3/ Incluye tasas, multas, contribuciones, excedentes financieros de establecimientos públicos, recuperación de cartera y rentas parafiscales.

Fuente: CONFIS.

El incremento en el déficit del gobierno proviene de una reducción por \$618 mm. en el cálculo de los ingresos²¹, que no alcanza a ser compensada con un ajuste por \$406 mm. en la meta de pagos²². Vale la pena resaltar que con los últimos ajustes, el incremento proyectado de los pagos de la administración central nacional, sin incluir intereses ni préstamo neto en 1998, es de 16,5%. Con ello se da cumplimiento al compromiso del gobierno de no incrementar el gasto diferente de intereses en más del 18% durante el año. Con relación al sector de la seguridad

²⁰ Las finanzas de Ecopetrol igualmente experimentan deterioro como resultado de una caída en el precio externo del petróleo y de una reducción en los niveles diarios de producción. Esta situación, sin embargo, no se refleja en las finanzas de la empresa porque el traslado de utilidades acordado con el gobierno fue reducido de \$400 mm. a \$230 mm.

²¹ La estimación de los ingresos tributarios del gobierno fue revisada con base en la declaración de renta presentada por los grandes contribuyentes para el año gravable de 1997.

²² El ajuste en la meta de pagos realizada en los meses de abril y junio alcanzó \$750 mm., de los cuales \$370 mm. corresponden al gobierno central y \$380 mm. al sector descentralizado. Para evitar que el recorte de pagos realizado en el mes de abril significara un mayor rezago, el gobierno expidió el Decreto No. 828 del 4 de mayo que recortó en \$700 mm. el presupuesto para la vigencia.

social, se estima un menor superávit de 0,2% del PIB, que se explica por un aumento de gastos aprobado en el mes de mayo, con el propósito de enfrentar la crisis hospitalaria y ampliar la cobertura de salud.

Es importante señalar que en 1998, al igual que en los últimos años, el desajuste fiscal del sector público ha estado asociado al progresivo deterioro en las finanzas de la administración central nacional. En varias oportunidades el gobierno ha intentado sanear sus finanzas mediante el incremento de las tarifas impositivas, la ampliación de la base gravable y la adopción de una serie de mecanismos para reducir los altos índices de evasión²³. Si bien estas medidas han mejorado significativamente el nivel de recaudo, la dinámica adquirida por el gasto durante la presente década ha impedido resolver de manera definitiva el problema financiero del gobierno. Mientras la participación de los ingresos totales del gobierno en el PIB pasó de 10,3% en 1990 a 14% en 1997, los gastos aumentaron de 11,2% a 18,1% durante el mismo período.

Como se ha comentado en diversas oportunidades, la dinámica del gasto está asociada en buena parte, al fortalecimiento del proceso de descentralización que se plasmó con la reforma constitucional de 1991 y a la evolución de los intereses de la deuda por el creciente endeudamiento. Vale la pena recordar que el fortalecimiento del proceso de descentralización significó un aumento permanente en las erogaciones del gobierno por concepto de transferencias hacia las regiones, particularmente en lo que tiene que ver con el situado fiscal y la cesión de ingresos corrientes a los municipios del país. El problema de las finanzas regionales se ha hecho más severo a pesar de los mayores recursos que transfiere el Gobierno Nacional Central. El déficit de estos niveles de gobierno ha aumentado considerablemente.

En un escenario pasivo de las finanzas públicas y manteniendo la tendencia actual de los principales sectores, la proyección para 1999 registra un déficit similar al de 1998. Para el próximo año la situación fiscal del Gobierno Central constituye de nuevo el principal factor de desequilibrio de las finanzas públicas. El desajuste fiscal del gobierno está asociado con el excesivo nivel del gasto, el cual es incompatible con la estabilidad macroeconómica de mediano plazo.

Los niveles de endeudamiento requeridos para financiar el déficit del gobierno podrían agravar la situación financiera en los siguientes años. Por lo tanto, es urgente adoptar las medidas necesarias para reducir y racionalizar el gasto del sector público, y reorientarlo hacia fines que tengan una alta rentabilidad económica y social. Finalmente, algunos estudios recientes han llamado la atención sobre la sostenibilidad de la política fiscal en el largo plazo. En particular, se recomienda un cambio en la estrategia actual de gasto del gobierno con el fin de evitar futuros problemas de insolvencia²⁴. Por todo lo anterior, se sugiere que el presupuesto para 1999 debe ser ajustado, para lo cual se necesitará la colaboración decidida del Congreso de la República.

²³ Durante la presente década han sido aprobadas las siguientes reformas tributarias: Ley 6 de 1992, Ley 223 de 1995 y Ley 383 de 1997.

²⁴ Estos estudios fueron presentados en el informe financiero de la Contraloría General de la República del mes de septiembre de 1996 y en la revista Coyuntura Económica de septiembre de 1997.

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

A. Reservas internacionales

En junio 30 de 1998, las reservas internacionales netas²⁵ registraron un total de US\$9,034.7 m.; saldo menor en US\$846.9 m. al observado al cierre del año anterior. El principal componente de las reservas, 89,2%, corresponde a las inversiones financieras, representadas en depósitos y títulos valores en el exterior. Los restantes rubros los constituyen, en su orden: disponibilidades en el Fondo Monetario Internacional, 7,0%, en el Fondo Latinoamericano de Reservas, 2,7%, tenencias de oro, 1,2%, efectivo, 0,4%, así como los pasivos a corto plazo, 0,4%, los cuales afectan negativamente las reservas. (Cuadro 13).

Cuadro 13
Principales componentes de las reservas Internacionales
(Millones de dólares)

| Descripción | Diciembre 1996 | Participación % | Diciembre 1997 | Participación % | Junio 1998 (p) | Participación % |
|--|----------------|-----------------|----------------|-----------------|----------------|-----------------|
| Caja | 18,2 | 0,2 | 53,8 | 0,5 | 36,2 | 0,4 |
| Efectivo en caja | 17,0 | 0,2 | 52,9 | 0,5 | 35,1 | 0,4 |
| Depósitos a la orden | 1,2 | 0,0 | 0,9 | 0,0 | 1,1 | 0,0 |
| Inversiones | 9.183,3 | 92,8 | 8.982,3 | 90,9 | 8.059,7 | 89,2 |
| Portafolio directo | 8.262,3 | 83,5 | 6.942,5 | 70,3 | 5.957,3 | 65,9 |
| Portafolio en administración | 921,0 | 9,3 | 2.039,8 | 20,6 | 2.102,4 | 23,3 |
| Oro | 93,5 | 0,9 | 104,1 | 1,1 | 106,4 | 1,2 |
| Caja | 3,0 | 0,0 | 1,5 | 0,0 | 1,5 | 0,0 |
| Custodia | 90,5 | 0,9 | 102,6 | 1,0 | 104,9 | 1,2 |
| Fondo Monetario Internacional | 413,3 | 4,2 | 527,7 | 5,3 | 632,8 | 7,0 |
| Derechos especiales de giro | 176,4 | 1,8 | 172,3 | 1,7 | 176,5 | 2,0 |
| Posición de reservas | 236,9 | 2,4 | 355,4 | 3,6 | 456,3 | 5,1 |
| Fondo Latinoamericano de Reservas | 230,0 | 2,3 | 240,0 | 2,4 | 240,0 | 2,7 |
| Aportes | 210,0 | 2,1 | 220,0 | 2,2 | 220,0 | 2,4 |
| Pesos andinos | 20,0 | 0,2 | 20,0 | 0,2 | 20,0 | 0,2 |
| Convenios internacionales | 0,6 | 0,0 | 0,1 | 0,0 | 0,1 | 0,0 |
| Total reservas brutas | 9.938,9 | 100,4 | 9.908,0 | 100,3 | 9.075,2 | 100,4 |
| Pasivos a corto plazo | 42,3 | 0,4 | 26,5 | 0,3 | 40,6 | 0,4 |
| Organismos internacionales | 3,2 | 0,0 | 1,7 | 0,0 | 1,7 | 0,0 |
| Saldo convenios internacionales | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 1,0 | 0,0 |
| Ordenes de pago no presentadas al cobro | 5,8 | 0,1 | 3,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Depósitos cuenta corriente tesorería | 24,0 | 0,2 | 10,6 | 0,1 | 24,5 | 0,3 |
| Depósitos Cta. Cte. otras entidades | 9,3 | 0,1 | 11,3 | 0,1 | 13,4 | 0,1 |
| Total reservas netas | 9.896,6 | 100,0 | 9.881,5 | 100,0 | 9.034,6 | 100,0 |

(p) Provisional.

Fuente: Banco de la República.

²⁵ Son iguales al total de las reservas internacionales o reservas brutas menos los pasivos de corto plazo del Banco de la República. Estos últimos están constituidos por obligaciones a la vista en moneda extranjera.

Criterios de administración

Las reservas internacionales son administradas por el Banco de la República bajo criterios de seguridad, liquidez y rentabilidad. Obedeciendo a estos criterios y con el objeto de velar por el cumplimiento en el pago de las obligaciones externas del país, las reservas están invertidas en activos financieros con un amplio mercado secundario y parte de ellas se mantiene como capital de trabajo, garantizando su disponibilidad inmediata.

Del monto de las inversiones financieras, el Banco de la República gestionó directamente US\$5,957.4 m. y por intermedio de las firmas especializadas Barclays Global Investors y J. P. Morgan Investment Management, US\$2,102.4 m. Con el fin de que el portafolio esté en concordancia con las operaciones externas del país, la distribución por monedas a junio 30 de 1998 fue la siguiente: dólares americanos, 82%; marcos alemanes, 13%; yenes japoneses, 4%, y otras divisas, 1%. Es de anotar que en el corto plazo, esta política de inversión puede generar ingresos o egresos extraordinarios producto de las variaciones de las tasas de cambio de las diferentes monedas frente al dólar; sin embargo, permite que haya un equilibrio entre las reservas internacionales y la composición de pagos externos.

Seguridad, liquidez y rendimiento del portafolio

El portafolio de inversiones, incluyendo el de gestión directa y el entregado en administración, está colocado en un 74% en papeles de gobiernos soberanos y en un 26% en instituciones bancarias. El riesgo crediticio de las inversiones se distribuye, de acuerdo con las calificaciones otorgadas por las agencias especializadas²⁶, como sigue: el 85% “AAA”, el 6% “AA +”, el 5% “AA -”, y el 4% “AA”.

El capital de trabajo para asegurar la disponibilidad inmediata de divisas fue, a junio 30 de 1998, de US\$856.8 m. Su monto en cada momento del tiempo está determinado en función del promedio mensual de los pagos por importaciones de bienes según la balanza cambiaria consolidada²⁷. Estos recursos se mantienen en activos financieros con liquidez inmediata.

El rendimiento del portafolio de inversión de las reservas en el primer semestre de 1998, sin incluir el capital de trabajo, fue de US\$210 m., que equivalen a una tasa de interés anual del 5,4%. Con los programas de administración delegados se ha mejorado el rendimiento del portafolio y se han obtenido ventajas en materia de capacitación y transferencia tecnológica, lo cual ha fortalecido el manejo interno de las reservas.

²⁶ Standard & Poor's, Moody's e IBCA

²⁷ Comprende las transacciones registradas en el mercado cambiario y en las cuentas de compensación del exterior.

B. Situación financiera

Resultados en 1998

En el primer semestre del presente año, los activos del Banco de la República se incrementaron en \$1.267 mm., 7,8% (Cuadro 14, pág. 43). En la estructura del activo se destacan, primero, los recursos entregados al sector financiero, \$612,9 mm, \$340,8 mm. a través de operaciones REPO y \$272,1 mm. a través de apoyos transitorios de liquidez; segundo, la aparición de inversiones para regulación monetaria, \$148,6 mm., mecanismo adoptado por la Junta Directiva a partir de abril de este año y que consiste en la compra definitiva de TES "B", mediante subasta, en el mercado secundario para atender la demanda de liquidez permanente. Es de explicar, que las reservas internacionales brutas presentaron un incremento semestral del orden de \$1.125,6 mm., básicamente por el efecto de la devaluación del peso, cuya contrapartida es la variación del ajuste cambiario en el patrimonio y por cambios en el procedimiento contable utilizado para registrar operaciones de inversión de reservas, que tienen como contrapartida aumentos en los pasivos de corto plazo²⁸.

En el pasivo y patrimonio, además de las cuentas ya relacionadas como contrapartidas de las reservas, es importante mencionar el descenso, en lo corrido del año, de la base monetaria, \$1.091,6 mm.; comportamiento que obedece principalmente al efecto contraccionista provocado por la venta de divisas realizada para defender la tasa de cambio.

Entre enero y junio, las operaciones del Banco arrojaron utilidades por \$431,6 m., cifra histórica récord (Cuadro 15, pág. 44). Del lado de los ingresos, sobresalen los rendimientos de las reservas internacionales y los descuentos por redención anticipada de los títulos establecidos por la Resolución 5 de 1997 de la Junta Directiva; la suma de los dos representó el 68% del total de ingresos. Por el lado de los egresos, se destaca el pago de \$8,8 mm. por intereses de los títulos de participación, lo cual representa una drástica reducción con relación a períodos anteriores.

En lo que resta del año (Cuadro 15, pág. 44), se proyecta que las utilidades van a seguir incrementándose hasta alcanzar un monto de aproximadamente \$900 mm. Este resultado responde a los ingresos por intereses de las reservas internacionales y al incremento de los rendimientos por operaciones REPO destinadas a atender la demanda de liquidez en la segunda parte del año. Estos resultados no toman en cuenta una posible apreciación del dólar frente al marco y al yen, que, como se sabe, tendrían efectos negativos en el rendimiento de las reservas por su consecuente desvalorización en dólares.

²⁸ Hay dos clases de operaciones: préstamo temporal de títulos en moneda extranjera e inversiones en títulos valores. En la primera, el Banco recibe como garantía efectivo, el cual se contabiliza en el activo y como contrapartida se registra en el pasivo el valor recibido. En la segunda, las inversiones se registran al momento de su negociación, el cual no corresponde necesariamente con el del pago; así, temporalmente, el activo se incrementa en el momento de la inversión y como contrapartida se registra en el pasivo una cuenta por pagar. Cabe anotar que las anteriores operaciones se restan de los activos en el Cuadro 13.

Cuadro 14
Balance del Banco de la República – Resultados de 1997 – 1998
(Miles de millones de pesos)

| | Diciembre 1997 | | Variación absoluta Dic. 97 - Dic. 96 | Junio 1998 1/ | | Variación absoluta Jun. 98 - Dic. 97 | |
|---|----------------|-----------------|--|---------------|-----------------|--|----|
| | Saldos | Participación % | | Saldos | Participación % | | |
| Activos | 16.183,1 | 100,0 | 3.384,2 | 17.450,0 | 100,0 | 1.266,9 | |
| Reservas internacionales brutas | 12.756,5 | 78,8 | 2.776,8 | 13.882,1 | 79,6 | 1.125,6 | 2/ |
| Aportes en organismos internacionales | 1.059,4 | 6,5 | 26,9 | 978,4 | 5,6 | (81,0) | |
| Inversiones | 564,7 | 3,5 | (151,4) | 591,8 | 3,4 | 27,1 | |
| Sector público - Deuda consolidada | 564,7 | 3,5 | (151,4) | 443,2 | 2,5 | (121,5) | |
| Sector público - Regulación monetaria | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 148,6 | 0,9 | 148,6 | |
| Sector privado | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |
| Cartera de créditos | 176,3 | 1,1 | (155,4) | 157,9 | 0,9 | (18,4) | |
| Sector público - Gobierno Nacional | 4,7 | 0,0 | (0,3) | 4,6 | 0,0 | (0,1) | |
| Bancos comerciales | 42,6 | 0,3 | (45,7) | 35,5 | 0,2 | (7,1) | |
| Corporaciones financieras | 92,4 | 0,6 | (97,7) | 82,8 | 0,5 | (9,6) | |
| Corporaciones de ahorro y vivienda | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |
| Resto del sistema financiero | 36,6 | 0,2 | (11,7) | 35,0 | 0,2 | (1,6) | |
| Pactos de reventa - Apoyos transitorios de liquidez | 530,5 | 3,3 | 530,5 | 612,9 | 3,5 | 82,4 | |
| Cuentas por cobrar | 109,6 | 0,7 | 16,9 | 127,6 | 0,7 | 18,0 | |
| Otros activos netos | 986,1 | 6,1 | 339,9 | 1.099,2 | 6,3 | 113,1 | |
| Pasivo y patrimonio | 16.183,1 | 100,0 | 3.384,2 | 17.450,0 | 100,0 | 1.266,9 | |
| Pasivos M/E que afectan reservas internacionales | 37,9 | 0,2 | (5,9) | 1.454,8 | 8,3 | 1.416,9 | 2/ |
| Base monetaria | 8.287,1 | 51,2 | 1.659,5 | 7.195,5 | 41,2 | (1.091,6) | |
| Billetes en circulación | 5.046,1 | 31,2 | 1.158,3 | 4.382,0 | 25,1 | (664,1) | |
| Moneda de tesorería | 317,4 | 2,0 | 84,6 | 316,8 | 1,8 | (0,6) | |
| Depósitos para encaje bancos | 2.166,9 | 13,4 | 577,2 | 1.811,1 | 10,4 | (355,8) | |
| Depósitos en Cta. Cte. resto sector financiero | 756,7 | 4,7 | (160,6) | 685,6 | 3,9 | (71,1) | |
| Otros depósitos | 220,8 | 1,4 | (12,4) | 12,1 | 0,1 | (208,7) | |
| Gobierno Nacional - Dirección del Tesoro Nacional | 119,9 | 0,7 | 64,3 | 35,1 | 0,2 | (84,8) | |
| Obligaciones organismos internacionales | 877,9 | 5,4 | (64,8) | 781,6 | 4,5 | (96,3) | |
| Pasivos por líneas externas | 178,3 | 1,1 | 15,4 | 178,2 | 1,0 | (0,1) | |
| Títulos de regulación monetaria y cambiaria | 207,4 | 1,3 | (1.153,5) | 264,7 | 1,5 | 57,3 | |
| Títulos de participación | 53,8 | 0,3 | (1.209,2) | 97,1 | 0,6 | 43,3 | |
| Certificados de cambio | 0,5 | 0,0 | (0,3) | 0,5 | 0,0 | 0,0 | |
| Tít. en div. por financiaciones y Dep. Res. 5/97 J.D. | 151,0 | 0,9 | 64,0 | 164,2 | 0,9 | 13,2 | |
| Otros | 2,1 | 0,0 | (8,0) | 2,9 | 0,0 | 0,8 | |
| Cuentas por pagar | 40,8 | 0,3 | 20,5 | 45,6 | 0,3 | 4,8 | |
| Otros pasivos | 317,3 | 2,0 | 11,7 | 402,5 | 2,3 | 85,2 | |
| Patrimonio total | 5.895,7 | 36,4 | 2.849,4 | 7.079,9 | 40,6 | 1.184,2 | |
| Capital | 12,7 | 0,1 | 0,0 | 12,7 | 0,1 | 0,0 | |
| Reservas | 136,4 | 0,8 | 35,7 | 114,4 | 0,7 | (22,0) | |
| Superávit patrimonial | 5.460,3 | 33,7 | 2.856,7 | 6.298,9 | 36,1 | 838,6 | |
| Liquidación CEC | 453,5 | 2,8 | 0,0 | 453,5 | 2,6 | (0,0) | |
| Ajuste cambiario 1993 en adelante y superávit | 5.006,8 | 30,9 | 2.856,7 | 5.845,5 | 33,5 | 838,7 | |
| Valorizaciones | 222,3 | 1,4 | 31,1 | 222,3 | 1,3 | (0,0) | |
| Resultados | 64,0 | 0,4 | (74,1) | 431,6 | 2,5 | 367,6 | |
| Utilidades y/o pérdidas anteriores | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |
| Utilidades y/o pérdidas del ejercicio | 64,0 | 0,4 | (74,1) | 431,6 | 2,5 | 367,6 | |

1/ Cifras sujetas a revisión.

2/ Véase nota explicativa en el texto.

Fuente: Banco de la República.

Cuadro 15
Estado de pérdidas y ganancias- banco de la Republica, 1997, junio-1998 y proyección -
1998
(miles de millones de pesos)

| | 1997 | | Junio 1998 (*) | | 1998 Proyección | |
|--|--------|-----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| | Flujos | Participación % | Flujos | Participación % | Flujos | Participación % |
| I. Ingresos totales | 969,4 | 100,0 | 688,5 | 100,0 | 1.468,2 | 100,0 |
| 1. Ingresos operacionales | 873,3 | 90,1 | 617,5 | 89,7 | 1.325,3 | 90,3 |
| Intereses y rendimientos | 455,4 | 47,0 | 398,8 | 57,9 | 945,2 | 64,4 |
| Reservas internacionales netas | 257,6 | 26,6 | 326,8 | 47,5 | 671,8 | 45,8 |
| Gobierno Nacional | 0,1 | 0,0 | 0,1 | 0,0 | 0,1 | 0,0 |
| Líneas externas | 40,0 | 4,1 | 11,5 | 1,7 | 22,3 | 1,5 |
| Valoración de TES "A" y "B" precios de mercado | 152,0 | 15,7 | 22,3 | 3,2 | 99,6 | 6,8 |
| Compra transitoria de títulos | 4,9 | 0,5 | 37,9 | 5,5 | 151,2 | 10,3 |
| Otros | 0,7 | 0,1 | 0,2 | 0,0 | 0,2 | 0,0 |
| Comisiones | 35,7 | 3,7 | 20,4 | 3,0 | 36,9 | 2,5 |
| Servicios bancarios | 31,5 | 3,2 | 18,7 | 2,7 | 32,0 | 2,2 |
| Metales preciosos | 0,4 | 0,0 | 0,1 | 0,0 | 0,3 | 0,0 |
| Compraventa divisas | 3,9 | 0,4 | 1,6 | 0,2 | 4,6 | 0,3 |
| Otros | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Diferencias en cambio | 187,9 | 19,4 | 41,7 | 6,1 | 98,6 | 6,7 |
| Moneda emitida y metales preciosos | 122,2 | 12,6 | 13,1 | 1,9 | 99,0 | 6,7 |
| Redención anticipada de títulos | 71,6 | 7,4 | 143,5 | 20,8 | 145,6 | 9,9 |
| Otros | 0,5 | 0,1 | 0,6 | 0,1 | 0,6 | 0,0 |
| 2. Ingresos no operacionales | 96,1 | 9,9 | 71,0 | 10,3 | 142,9 | 9,7 |
| II. Egresos totales | 905,5 | 100,0 | 257,0 | 100,0 | 566,0 | 100,0 |
| 1. Egresos operacionales | 903,2 | 99,7 | 256,5 | 99,8 | 565,3 | 99,9 |
| Intereses y rendimientos | 424,9 | 46,9 | 14,7 | 5,7 | 15,0 | 2,7 |
| Reservas internacionales netas | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Títulos de participación | 413,3 | 45,6 | 8,8 | 3,4 | 8,8 | 1,5 |
| Títulos canjeables | 0,6 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,4 | 0,1 |
| Valoración TES por Oper. de expansión monetaria | 0,0 | 0,0 | 0,5 | 0,2 | 0,5 | 0,1 |
| Líneas externas | 10,9 | 1,2 | 5,3 | 2,1 | 5,3 | 0,9 |
| Comisiones y honorarios | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Diferencias en cambio | 100,0 | 11,0 | 22,9 | 8,9 | 55,5 | 9,8 |
| Organismos internacionales | 31,1 | 3,4 | 6,1 | 2,4 | 25,5 | 4,5 |
| Líneas externas | 45,7 | 5,0 | 12,3 | 4,8 | 12,3 | 2,2 |
| Otros | 23,2 | 2,6 | 4,5 | 1,8 | 17,7 | 3,1 |
| Costo de emisión especies monetarias | 27,8 | 3,1 | 6,4 | 2,5 | 35,6 | 6,3 |
| Gastos de personal | 120,0 | 13,2 | 69,3 | 27,0 | 150,2 | 26,5 |
| Pensiones de jubilación | 173,2 | 19,1 | 111,9 | 43,5 | 228,5 | 40,4 |
| Otros | 57,2 | 6,3 | 31,3 | 12,2 | 80,5 | 14,2 |
| 2. No operacionales | 2,3 | 0,3 | 0,5 | 0,2 | 0,7 | 0,1 |
| III. Utilidades o pérdidas del ejercicio incluida la depreciación | 64,0 | 7,1 | 431,6 | 167,9 | 902,2 | 159,4 |

(*) Cifras sujetas a revisión.
Fuente: Banco de la República.